

Emil Łobodziński

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

OCENA MOŻLIWOŚCI ZASTOSOWANIA STRATEGII HEDGINGOWYCH NA POLSKIM RYNKU GIEŁDOWYM

1. Wstęp

W ostatnim czasie coraz częściej słyzy się o alternatywnych strategiach inwestycyjnych. Zwłaszcza obecnie, kiedy na giełdach panuje *bessa*, szuka się takich sposobów inwestowania, które mogłyby przynieść dodatnią stopę zwrotu. Podmiotami, które poszukują i stosują alternatywne strategie, są między innymi fundusze *hedge*. Ich wyniki inwestycyjne od początku lat 90. XX wieku do dzisiaj wskazują, że pomimo zmiennych warunków giełdowych są one zdolne osiągać zyski często wyższe niż te osiągnane przez tradycyjne fundusze inwestycyjne bądź osiągnane przy znacznie mniejszym ryzyku. Sposoby inwestowania tych funduszy są przedmiotem zainteresowania zarówno praktyków, jak i przedstawicieli środowiska naukowego. Celem niniejszego artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie, czy i ewentualnie jak strategie hedgingowe stosowane na rynkach zagranicznych mogą zaistnieć na rynku polskim. W badaniu zostały uwzględnione tylko te strategie, które nie mają charakteru globalnego, tzn. mogą być zastosowane na rynku jednego państwa. Pozwoli to na określenie stopnia rozwoju polskiego rynku kapitałowego oraz wskazanie, w którym kierunku powinien się on rozwijać. W prezentowanym artykule przedstawiono strategie hedgingowe, a następnie warunki konieczne ich stosowania oraz to, czy i w jakim zakresie są one spełnione na rynku polskim. Autor korzystał zarówno ze źródeł literaturowych, jak i z doświadczeń praktycznych.

2. Przegląd strategii funduszy *hedge*

Jedną z cech wyróżniających fundusze hedgingowe są stosowane przez nie strategie inwestycyjne. W celu zaprezentowania ich różnorodności posłużę się podziałem przyjętym przez CS/Tremont. Zgodnie z nim ze względu na politykę inwestycyjną fundusze hedgingowe można podzielić na:

- *long/short equity*,
- *dedicated short*,

- *equity market neutral*,
- *event driven*,
- *distressed securities*,
- *risk arbitrage*,
- *multi strategy*,
- *merger arbitrage*,
- *convertible bond arbitrage*,
- *fixed income arbitrage*,
- *emerging markets*,
- *global macro*,
- *managed futures*.

Strategia *long/short equity* polega na jednoczesnym zajmowaniu zarówno długich, jak i krótkich pozycji w instrumentach finansowych. Najczęściej stosuje się ją w odniesieniu do akcji, choć mogą to być również kontrakty terminowe oraz opcje. W odróżnieniu od tradycyjnej strategii kup i trzymaj *long/short equity* pozwala na osiąganie zysku kiedy kursy akcji spadają.

Istotą strategii inwestycyjnej *dedicated short* jest zajmowanie wyłącznie pozycji krótkich w instrumentach finansowych, głównie akcjach. Warto zauważyć, iż w strategii tej zajmowane pozycje krótkie będą zależec w istotnym stopniu od sytuacji rynkowej. W czasie korekt oraz bessy potencjał spadkowy jest wykorzystywany przez zajmowanie jak największej liczby krótkich pozycji. Kiedy na rynku panuje hossa, krótkie pozycje zajmowane są tylko na tych aktywach, które mogą stracić na wartości. Pozostałe środki lokowane są na krótkoterminowych oprocentowanych rachunkach [1].

Strategia *equity market neutral* polega na takim doborze do portfela aktywów, aby wyeliminować ryzyko rynkowe mierzone zwykle współczynnikiem beta. Próbuje się dobrać instrumenty tak, aby współczynnik ten był równy 0. Osiągana stopa zwrotu z takiego portfela nie jest zależna od warunków rynkowych. W strategii tej zajmuje się pozycje zarówno długie, jak i krótkie. Dobierając akcje, zwraca się uwagę nie tylko na ich potencjał wzrostu bądź spadku, ale także korelację między nimi. Odpowiednia selekcja walorów pozwala na osiąganie dodatnich stóp zwrotu niezależnie od kierunku, w jakim poruszają się ceny.

Strategia *distressed securities* oznacza inwestowanie w akcje bądź obligacje podmiotów znajdujących się w trudnej sytuacji. Zazwyczaj chodzi tu o podmioty, które popadły w trudności finansowe i w związku z tym muszą przeprowadzić restrukturyzację bądź są zagrożone upadłością. W strategii tej wykorzystuje się przede wszystkim dwa rodzaje instrumentów, tj. akcje i obligacje. W obu przypadkach instrumenty są nabywane przez fundusz *hedge*. Z racji posiadanego kapitału oraz wiedzy fundusz ten wywiera wpływ na zarząd spółki, aby przeprowadziła określone działania restrukturyzacyjne. W ich wyniku spółka może przezwyciężyć problemy finansowe i stać się ponownie dobrze funkcjonującym przedsiębiorstwem. Jeśli tak się stanie, cena akcji wzrośnie, co pozwoli funduszowi na realizację zysków.

W odniesieniu do obligacji transakcji dokonuje się najczęściej na tzw. obligacjach śmieciowych (*junk bonds*). Przyjmuje się, że do obligacji śmieciowych należą te z oceną od BB do D lub takie, których stopa zwrotu w terminie do wykupu jest wyższa od stopy dochodu obligacji skarbowej o więcej niż 10% [11].

Strategia *merger arbitrage*, nazywana też *risk arbitrage* [1], polega na wykorzystaniu różnicy w cenie akcji przedsiębiorstwa, które ma być przejęte, oraz ceną, jaką oferuje przejmujący. Zwykle cena oferowana przez przejmującego jest wyższa niż aktualna cena rynkowa. Zatem po ogłoszeniu informacji o planowanym przejęciu zajmuje się pozycję długą na akcjach spółki przejmowanej oraz pozycję krótką na akcjach spółki przejmującej [11].

Istotą strategii *convertible bond arbitrage* jest oszacowanie, czy obligacja zamienna jest wyceniona prawidłowo czy też nie. Jeśli nie, to istnieje okazja do przeprowadzenia arbitrażu w celu osiągnięcia zysku. Arbitraż na obligacji zamiennej polega na nabyciu niedowartościowanej obligacji zamiennej i jednoczesnej krótkiej sprzedaży akcji, na które dana obligacja może być zamieniona.

Kategoria *fixed income arbitrage* obejmuje wiele rodzajów różnych strategii związanych z instrumentami dłużnymi. Najczęściej w literaturze wskazuje się na: *relative value*, *market neutral* oraz *directional trading* [11].

Podejście *relative value* polega na wykorzystywaniu różnic w wycenie instrumentów dłużnych. Jednym z przykładów może być tzw. *stripping*, polegający na tworzeniu z obligacji kuponowej instrumentów zerokuponowych.

Strategia *market neutral* z kolei polega na jednoczesnym wykorzystywaniu różnic w wycenach oraz zabezpieczeniu się przed ryzykiem zmian stóp procentowych przez jednoczesne zajmowanie przeciwstawnych pozycji w obligacjach oraz instrumentach pochodnych na stopę procentową lub obligacje [7].

Directional trading polega na zajmowaniu pozycji w oczekiwaniu na pewne zdarzenia na rynku długu. Zwykle dotyczy to przede wszystkim spreadów czy wysokości stóp procentowych. Przykładem może być wykorzystanie tzw. *TED spread* [16].

Strategia *emerging markets* jest niejednolita. Zalicza się do niej np. strategie *long/short equity*, *global macro* czy *fixed income arbitrage*. Cechą wyróżniającą jest ekspozycja na rynki krajów wschodzących.

Podobnie silnie zróżnicowana jest strategia *global macro*. Ze względu na różnorodność instrumentów oraz rynków istnieje wiele jej odmian. Wspólną cechą charakterystyczną jest jej globalny zasięg. W strategii tej podejmuje się działania na różnych rynkach. Nie istnieje więc ograniczenie ani geograficzne, ani przedmiotowe. Do najczęściej wykorzystywanych instrumentów należą akcje, obligacje oraz waluty.

Fundusze *managed futures* stanowią specyficzną grupę. Jedynym stosowanym instrumentem są kontrakty terminowe. Obejmują one instrumenty opierające się na wszelkiego rodzaju aktywach, a więc akcje, indeksy, waluty, obligacje, stopy procentowe, towary, surowce, metale i inne.

3. Warunki konieczne stosowania strategii *hedge*

Niektóre z zaprezentowanych strategii są z natury globalne. Strategie *global macro* oraz *emerging markets* można stosować wyłącznie wówczas, gdy obraca się różnymi instrumentami na więcej niż jednym lokalnym rynku finansowym.

Strategia *managed futures* łączy w sobie charakter zarówno globalny, jak i lokalny. Może ona być stosowana w odniesieniu do jednego wybranego krajowego rynku finansowego, jak również w odniesieniu do wielu rynków. Wydaje się, że większość funduszy typu *managed futures* operuje na wielu rynkach, przede wszystkim w ujęciu nie geograficznym, a przedmiotowym. Wykorzystuje się instrumenty pochodne nie tylko na akcje czy indeksy, ale także towary rolne, waluty czy surowce.

Pozostałe strategie *hedge* mogą być stosowane w skali międzynarodowej, jednak najczęściej koncentrują się na wybranym lokalnym rynku finansowym.

Można wskazać wiele warunków, które powinny być spełnione, aby strategie *hedge* mogły być zastosowane na dowolnym rynku finansowym. Wydaje się, że do jednych z najważniejszych należy zaliczyć:

- możliwość stosowania krótkiej sprzedaży,
- płynny rynek akcji,
- płynny i szeroki rynek obligacji – zarówno skarbowych, jak i komercyjnych,
- dużą liczbę przejęć spółek giełdowych,
- różnorodną strukturę finansowania przedsiębiorstw (akcje, obligacje, obligacje zamienne).

Jednym z najważniejszych czynników jest możliwość dokonania krótkiej sprzedaży. Ma to szczególne znaczenie, gdyż strategie takie, jak *long/short equity*, *dedicated short*, *merger arbitrage* czy *convertible arbitrage*, nie mogą być zastosowane bez dokonania krótkiej sprzedaży. Co więcej, strategie te wymagają, aby krótka sprzedaż obejmowała możliwie jak największą liczbę akcji, także spółek średnich i mniejszych.

Do poprawnego funkcjonowania rynku finansowego niezbędne jest zapewnienie płynności obrotu. Jest to istotne w przypadku wszystkich strategii. Płynność pozwala bowiem na dokonywanie transakcji na akcjach bez nadmiernego wpływu na ich cenę.

W odniesieniu do strategii związanych z obligacjami niezbędny jest szeroki i dość płynny rynek instrumentów dłużnych. Nie musi to być giełdowy rynek regulowany. Na podstawie rynku amerykańskiego można zauważyć, że wystarczy rozwinięty rynek pozagiełdowy. Ważne jednak, aby w obrocie znajdowały się zarówno obligacje skarbowe, jak i komercyjne. Z tym z kolei wiąże się kolejny aspekt. Aby mógł istnieć płynny rynek obligacji, spółki giełdowe muszą posiadać różnorodną strukturę finansowania. Obejmować ona musi nie tylko kapitał akcyjny i kredyt bankowy, ale także różnego rodzaju obligacje, w tym np. obligacje zamienne.

W odniesieniu do strategii *merger arbitrage* naturalnym wymogiem jest istnienie procesów przejmowania spółek giełdowych. Przy tym im więcej tych zdarzeń, tym większe możliwości do osiągnięcia zysku. Przy okazji warto zauważyć, że

liczba przejęć na rynku skorelowana jest z sytuacją na rynku giełdowym. W okresach hossy transakcji tych jest zdecydowanie więcej niż w czasie bessy.

4. Rynek polski

W odniesieniu do polskiego rynku podstawowym i najważniejszym problemem jest praktyczne niefunkcjonowanie krótkiej sprzedaży. Jest ona dopuszczona prawnie już od 1999 r. rozporządzeniem Rady Ministrów z 21 grudnia 1999 r. [20]. Obecnie obowiązuje nowe rozporządzenie Rady Ministrów z 19 kwietnia 2005 r. [21] oraz rozporządzenie Ministra Finansów z 20 kwietnia 2006 r. [22]. Zgodnie z nim możliwe jest dokonywanie krótkiej sprzedaży. Wymogi prawne nie są wygórowane, wymagane jest bowiem jedynie utrzymanie depozytu całościowego na poziomie 130% wartości pożyczanych papierów wartościowych. Jest to jednak warunek, który istnieje praktycznie w każdym innym kraju. W niektórych państwach wysokość obowiązkowego depozytu jest wyższa, np. w USA 150%. W Polsce, podobnie jak np. w Wielkiej Brytanii, nie ma prawnych uregulowań co do tego, kiedy może być dokonana krótka sprzedaż – jak ma to miejsce choćby w USA. Obowiązuje tam tzw. *uptick rule*, która zakazuje dokonywania krótkiej sprzedaży, jeśli cena poprzedniego dnia notowań obniżyła się. W przypadku pożyczania papierów wartościowych regułą jest, iż pożyczkodawca środki z tytułu zabezpieczenia może inwestować w bezpieczne instrumenty finansowe, jak np. lokaty. Przy tym zysk z lokaty jest dzielony między pożyczkodawcę i pożyczkobiorcę; pożyczkobiorca zawsze otrzymuje mniejszy dochód niż pożyczkodawca. Warto zauważyć, że różnica między dochodem pożyczkodawcy a pożyczkobiorcy w tym przypadku jest *de facto* kosztem pożyczki. Zwykle koszt ten jest zdecydowanie niższy niż główna stopa procentowa w danym kraju. W warunkach polskich koszt ten powinien wynosić około 1-3% [18].

Istotnym ułatwieniem wprowadzonym przez obecne rozporządzenie jest fakt, iż papiery wartościowe mogą być pożyczone od dowolnego podmiotu, który nimi dysponuje.

Zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów przedmiotem pożyczki mogą być objęte „płynne papiery, których wartość rynkowa wynosi nie mniej niż 100 000 000 euro oraz spełniające co najmniej jeden z następujących warunków: średnia dzienna wartość obrotów danym papierem wartościowym wynosi nie mniej niż 250 000 euro lub średnia dzienna liczba transakcji danym papierem wartościowym wynosi nie mniej niż 50” [22]. Ponadto przedmiotem krótkiej sprzedaży mogą być wszystkie papiery skarbowe, bez względu na ich płynność.

W stosunku do akcji należy zaznaczyć, że wspomniane wymagania przyczyniają się do ograniczenia liczby akcji mogących być przedmiotem transakcji. Na większości giełd krajów rozwiniętych jest możliwość dokonywania krótkiej sprzedaży na wszystkich akcjach wchodzących w skład najważniejszych indeksów. W Polsce na dzień 31.07.2008 r. przedmiotem transakcji mogą być wszystkie akcje z indeksu WIG20 oraz akcje z pozostałych indeksów spełniające wymienione wymagania. Liczba akcji ogółem spełniająca wymagania wynosi 79, co stanowi tylko

19% wszystkich spółek notowanych na GPW. Jest to bardzo istotna różnica w stosunku do giełd zachodnich. W USA przedmiotem krótkiej sprzedaży jest około 84% wszystkich spółek [18]. Pozostałe spółki łącznie odpowiadają za mniej niż 1% kapitalizacji rynku akcyjnego. Zatem widać, iż w Polsce sytuacja jest odwrotna.

Przedstawione aspekty prawne i finansowe sprawiają, iż krótka sprzedaż ma bardzo nisko znaczenie na polskim rynku finansowym. Potwierdzają to dane statystyczne dotyczące transakcji związanych z krótką sprzedażą (tab. 1).

Tabela 1. Statystyka krótkiej sprzedaży na GPW

Rok	Wartość transakcji (tys. zł)	Średnia miesięczna wartość transakcji (tys. zł)	Wartość otwartych pozycji (tys. zł)	Średni udział wartości transakcji do jednostronnej wartości obrotu akcjami (%)	Średni udział wartości otwartych pozycji do średniej dziennej jednostronnej wartości obrotu akcjami (%)
2007	76,72	-	-	0,00	-
2006	1 930,21	193,021	430,524	0,03	0,50
2005	3 010,01	250,834167	595,1491667	0,02	0,77
2004	27 206,83	2267,23583	3628,369167	0,14	3,67
2003	23 336,23	1944,68583	3933,313333	0,18	6,69
2002	25 666,59	2 838,24	5838,721111	0,20	9,13

Źródło: obliczenia własne na podstawie statystyk GPW [19].

Jak widać z tab. 1, udział wartości transakcji nie przekracza 0,5%. Dla porównania w USA krótka sprzedaż stanowi około 10% całkowitej jednostronnej wartości obrotu [18].

Warto również wspomnieć, iż wyraźny brak zainteresowania krótką sprzedażą jest spowodowany także tym, iż biura maklerskie nie są skłonne do promowania i świadczenia tego rodzaju usług. Do momentu wejścia w życie rozporządzenia Ministra Finansów z 20 kwietnia 2006 r. pośredniczenie w pożyczaniu papierów wartościowych wymagało indywidualnego podejścia do każdej transakcji. Brak standaryzacji mógł się przyczynić do niewielkiej aktywności domów maklerskich w ramach tej usługi. Ponadto trzeba też zauważyć, iż instytucje finansowe nie wykazują wyraźnej woli zmian przepisów i zwiększenia wolumenu krótkiej sprzedaży. W przypadku OFE ustawa zezwala na krótką sprzedaż i pożyczanie papierów wartościowych, jednak nie ma rozporządzenia wykonawczego co do trybu udzielania takich pożyczek. W przypadku TFI rozporządzenie jest, ale mimo to nie widać zainteresowania [14]. Nie bez znaczenia jest także sytuacja giełdowa. Po wejściu w życie rozporządzenia z 2006 r. na giełdzie dominowały wzrosty cen. W tej sytuacji niezwykle trudno jest osiągać dodatnie stopy zwrotu, stosując krótką sprzedaż. Dopiero okres od sierpnia 2007 r. sprzyja inwestowaniu opartemu na spadkach cen.

Niechęć do stosowania krótkiej sprzedaży w pewnym stopniu wynika z wewnętrznych uregulowań prawnych (część TFI, których właścicielem są zagraniczne grupy kapitałowe, ma wewnętrzny zakaz stosowania krótkiej sprzedaży bądź zajmowania krótkich pozycji na instrumentach pochodnych). Wadą transakcji krótkiej

sprzedaży jest też to, iż pożyczkodawca ma prawo w każdej chwili zażądać zwrotu pożyczonych akcji. Konieczność natychmiastowego zwrotu akcji może istotnie obniżyć zysk z takiej transakcji lub nawet doprowadzić do poniesienia straty.

Biorąc zatem pod uwagę całość regulacji polskich dotyczących krótkiej sprzedaży oraz faktyczny stan rynku, wydaje się, że stosowanie strategii *hedge*, których integralną częścią jest krótka sprzedaż, jest bardzo ograniczone. Można przyjąć, że w zakresie spółek z indeksu WIG20 jest to możliwe.

Niekiedy uważa się, że substytutem krótkiej sprzedaży może być zajmowanie krótkiej pozycji na kontraktach terminowych lub jednostce indeksowej WIG20. Przy tym w tym przypadku możliwości rynku polskiego są także istotnie ograniczone. Wynika to z faktu, iż jedynym płynnym kontraktem jest ten na indeks WIG20. Nie zabezpieczy on jednak poprawnie inwestycji, która będzie obejmowała spółki inne niż wchodzące w skład indeksu WIG20. Ponadto potencjalne zyski są istotnie ograniczane przez koszty transakcyjne. Badania dotyczące efektywności stosowania kontraktów terminowych w strategiach arbitrażowych pokazały, iż możliwości osiągnięcia dodatnich stóp zwrotu są bardzo ograniczone.

Tabela 2. Roczne stopy zwrotu z arbitrażu na kontraktach indeksowych z uwzględnieniem ryzyka bazy oraz kosztów transakcyjnych

Okres	2001-2003		2004-2005	
Klasa kontraktów	stopa zwrotu z arbitrażu <i>cash and carry</i> po uwzględnieniu kosztów	stopa zwrotu z arbitrażu <i>reverse cash and carry</i> po uwzględnieniu kosztów	stopa zwrotu z arbitrażu <i>cash and carry</i> po uwzględnieniu kosztów	stopa zwrotu z arbitrażu <i>reverse cash and carry</i> po uwzględnieniu kosztów
Kontrakt na WIG20	1,55%	-9,33%	-21,78%	-5,55%
Kontrakt na TechWIG	14,59%	-13,06%	0,37%	-5,97%
Kontrakt na MIDWIG	4,79%	-12,95%	-16,53%	-7,27%

Źródło: [17, s. 140].

Jak to zaprezentowano w tab. 2, w okresie 2004-2005 po uwzględnieniu wszystkich kosztów transakcyjnych oraz ryzyka bazy praktycznie nie występowała możliwość stosowania strategii arbitrażowych z udziałem kontraktów *futures*. Jedynie w latach 2001-2003, stosując strategię *cash and carry*, można było osiągnąć dodatnią stopę zwrotu.

W zakresie możliwości arbitrażowych w odniesieniu do kontraktów akcyjnych trzeba stwierdzić, że są one niewielkie. Czynnikiem decydującym o takiej sytuacji jest bardzo mała płynność kontraktów akcyjnych. W wyniku tego można oszacować, że maksymalna kwota, jaka może być zainwestowana w taką transakcję, to 1-2 mln zł [3]. Stosując arbitraż akcyjny, można jednak osiągać znaczące stopy zwrotu wynoszące nawet 50% [9].

Stosowanie jednostki indeksowej miniWIG20 nie zawsze pozwala na dokonanie arbitrażu. Wynika to z obserwowanego zjawiska, jakim jest fakt, iż kurs jednostek jest bardziej zbieżny z kursem kontraktu terminowego na WIG20, a nie z kursem samego indeksu WIG20 [2].

Sytuacja krajowego rynku obligacji jest inna od tej w krajach zachodnich. Największe różnice widać w stosunku do rynku USA. Tam dobrze rozwinięty jest rynek zarówno akcji, obligacji (również tych śmieciowych), jak i krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD). W odróżnieniu od tego w Europie do niedawna rynek obligacji śmieciowych w ogóle nie istniał. Przedsiębiorstwa zaciągały dług głównie w formie kredytów bankowych, a nie emisji obligacji. Sytuacja ta zmieniła się dopiero po koniec lat 90. XX wieku wraz z powstaniem Unii Europejskiej i wprowadzeniem wspólnej waluty. Do dziś jednak dominuje dług w formie bankowej. Taka sama sytuacja jest na rynku polskim. Obrót obligacjami komercyjnymi, a w szczególności zamiennymi, jest bardzo mały. Cały rynek papierów dłużnych na koniec II kwartału 2008 r. miał wartość około 44,5 mld zł, przy czym obligacje skarbowe stanowiły niecałe 50%, zaś wartość papierów dłużnych przedsiębiorstw wyniosła 26,5 mld zł. Warto odnotować, iż pod względem wartościowym następuje szybki rozwój. W pierwszym półroczu 2008 r. nastąpił wzrost o 34% [8]. Mimo wysokiego tempa wzrostu rynek obligacji w Polsce nadal jest niewielki w porównaniu z rynkiem akcyjnym. Wynika to z faktu, iż przede wszystkim przedsiębiorstwa nie są zainteresowane emisją obligacji. Patrząc na strukturę zadłużenia spółek giełdowych, można zauważyć, iż instrumenty dłużne stanowią niewielki odsetek. Dominuje kapitał akcyjny (emisje pierwotne, wtórne) oraz kredyty i pożyczki bankowe. W przypadku spółek z większościowym udziałowcem branżowym częsta jest także pożyczka od podmiotu dominującego. Taka sytuacja przyczynia się do tego, iż rynek obligacji komercyjnych, w tym zamiennych, jest mało płynny i niewielki. W latach 1997-2005 miały miejsce 93 emisje obligacji przedsiębiorstw, ale tylko co piąta wiązała się z emisją obligacji zamiennych [13]. Ponadto warto zauważyć, że istnieje grupa przedsiębiorstw, które emitują obligacje zamienne, a jednocześnie nie są spółkami giełdowymi. W odniesieniu do strategii *hedge* tego typu obligacje zamienne nie mogą być stosowane. Co więcej, aby strategia *convertible bond arbitrage* mogła być stosowana konieczne jest aby obligacje zamienne były wyemitowane przez spółkę, której akcje charakteryzują się dużymi wahaniami zmienności [5]. Dodatkowym utrudnieniem jest to, iż w Polsce praktycznie nie funkcjonuje krótka sprzedaż, co zostało już wyjaśnione. Substytutem krótkiej sprzedaży w tej strategii mogłoby być wystawienie opcji kupna *in the money* na akcje emitenta obligacji zamiennej [5]. Jest to niemożliwe ze względu na brak obrotu opcjami na akcje.

Inaczej wygląda sytuacja na rynku obligacji skarbowych. Płynność tego rynku jest znacznie większa niż obligacji komercyjnych [6]. Obligacje są notowane na GPW, jak również na rynku CETO. Ponadto istnieje także rynek międzybankowy, nieregulowany. Trudno jednak oszacować jego wielkość. Obecnie łącznie na GPW i CETO notowanych jest 46 obligacji skarbowych o różnym terminie wykupu i róż-

nym oprocentowaniu. Płynność jednak nie jest duża. Na rynku CETO często nie ma w ogóle dziennych obrotów. Na rynku GPW obroty są niskie, a liczba transakcji w ciągu jednej sesji przypadająca na daną serię obligacji nie przekracza zwykle kilkunastu. Warto zwrócić uwagę, iż w strategiach *hedge* bazujących na obligacjach istotna jest dostępność instrumentów pochodnych opierających się na instrumentach rynku pieniężnego. Obecnie dostępne są na rynku giełdowym kontrakty na obligacje (GPW, WGT) oraz kontrakty na stopę procentową WIBOR. Obrót tymi instrumentami stanowi ułamek transakcji dokonywanych zarówno na GPW, jak i WGT [4]. Wykorzystywane są także derywaty, którymi obraca się na rynku pozagiełdowym. Dotyczy to zwłaszcza kontraktów FRA oraz swapów [4]. Niestety ponieważ rynek pozagiełdowy nie jest zorganizowany, niezwykle trudno oszacować jego wartość [15]. Mimo niskiej płynności co jakiś czas, powstają możliwości dokonania transakcji arbitrażowych. Mogą to być np. różnice między zależnościami stóp procentowych wynikających z obligacji skarbowych oraz z rynku swapów [12].

Kolejnym ważnym czynnikiem decydującym o stosowaniu strategii *hedge* jest aktywność rynku przejęć i fuzji. Podobnie jak na rozwiniętych rynkach zachodnich, tak i w Polsce występuje prawidłowość, iż w okresie bessy liczba tego typu transakcji spada, a największa jest w czasie hossy. W przypadku rynku polskiego dodatkowo trzeba zauważyć, iż z powodu dynamicznego rozwoju gospodarki w wielu branżach musi następować naturalna konsolidacja podmiotów. Większość tego typu działań obejmuje spółki niepubliczne. Jednak są również przykłady na połączenia spółek publicznych.

Rynek przejęć w Polsce rozwija się dynamicznie, o czym świadczą szacunki dotyczące jego wartości. W 2007 r. wartość transakcji na tym rynku wyniosła około 33 mld zł, podczas gdy w pierwszym półroczu 2008 r. – około 7,3 mld zł [10]. Większość fuzji i przejęć odbywa się jednak między spółkami niepublicznymi lub między spółką publiczną i niepubliczną. Takie transakcje nie mogą być wykorzystane przez fundusze hedgingowe. Wymaga się bowiem, aby podmioty uczestniczące w fuzji bądź przejęciu były spółkami publicznymi notowanymi na rynku giełdowym lub przynajmniej pozagiełdowym tak, by można było swobodnie obracać ich akcjami. Zatem mimo szybkiego rozwoju procesów konsolidacji możliwości wykorzystania ich w celu osiągnięcia zysku jest ograniczona.

5. Podsumowanie

Na globalnym rynku finansowym istnieje wiele różnorodnych strategii hedgingowych. Część z nich można zastosować tylko w skali międzynarodowej, jednak większość może być wykorzystana także w skali gospodarki krajowej. Na podstawie przytoczonych danych można stwierdzić, iż strategie *hedge* mogą być zastosowane tylko w niewielkim zakresie. Spełnione są warunki konieczne, aby można było stosować strategie *long/short equity*, *market neutral* oraz *event driven*. Ze względu na brak płynnego rynku w sposób ciągły nie mogą być natomiast stosowane strategie *convertible bond arbitrage*, *merger arbitrage* czy *dedicated short*.

Podstawową przyczyną ograniczonych możliwości stosowania strategii hedgingowych są przepisy prawne dotyczące działalności inwestycyjnej. Ponadto polski rynek w odniesieniu do niektórych instrumentów finansowych charakteryzuje się niewystarczającą płynnością. Polski rynek kapitałowy jest zatem znacznie słabiej rozwinięty niż rynki zachodnie. Wydaje się, że wraz z rozwojem branży finansowej oraz dostosowywaniem prawa polskiego do prawa Unii Europejskiej możliwości zastosowania strategii typu *hedge* znacznie się zwiększą.

Literatura

- [1] Anson M.J.P., *The handbook of alternative assets*, John Wiley&Sons 2002.
- [2] Anczok W., *Polski rynek arbitrażu: stan obecny a perspektywy rozwoju*, „Rynek Terminowy” 2002 nr 18.
- [3] Anczok W., *Jednostki indeksowe a mity dotyczące arbitrażu*, „Rynek Terminowy” 2002 nr 15.
- [4] Antkiewicz S., *Publiczne instrumenty pochodne rynku pieniężnego*, „Nasz Rynek kapitałowy” 2005 nr 7/8.
- [5] Bembenik S., *Arbitraż na obligacjach zamiennych. Analiza strategii na przykładzie emisji spółki TUI AG*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” nr 79, Warszawa 2007.
- [6] Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 2008.
- [7] Borowski K., *Strategie typu market neutral na rynku papierów dłużnych stosowane przez fundusze hedgingowe*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” nr 81, Warszawa 2007.
- [8] Gontarek J., *Obligacje korporacyjne nie dla małych inwestorów*, „Parkiet”, 4.08.2008.
- [9] Koćwin A., Wojtaszek P., *Zastosowanie klasycznego arbitrażu cash and carry do kontraktów terminowych na akcje*, „Rynek Terminowy” 2001 nr 13.
- [10] Koper A., *O tym, co wydarzy się na rynku przejąć decyduje głównie Skarb Państwa*, „Parkiet”, 26-27.07.2008.
- [11] Lhabitant F.-S., *Handbook of hedge funds*, John Wiley&Sons 2006.
- [12] Liberadzki K., *Zerokuponowa krzywa skarbową i swapową w Polsce – możliwości arbitrażu*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” nr 88, Warszawa 2008.
- [13] Łukasik G., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Akademia Ekonomiczna w Katowicach, Katowice 2007.
- [14] Maciejewski A., Mejszutowicz K., *Krótką sprzedaż w Polsce – mity i rzeczywistość*, „Rynek Terminowy” 2003 nr 19.
- [15] Nieborak T., *Pozagiełdowe instrumenty pochodne – zagadnienia prawno-ekonomiczne*, „Rynek Terminowy” 2004 nr 1.
- [16] Reilly F., Brown K., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
- [17] Widz E., *Strategie giełdowe na rynku finansowych kontraktów futures w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2008.
- [18] Wójcicki M., *Krótką sprzedaż – wybrane aspekty*, http://www.gpw.pl/zrodla/gpw/pdf/krotka_sprzedaz_arttykul_2.pdf.
- [19] www.gpw.pl/gpw.asp?cel=inwestorzy&k=152&i=/gpw/spws/pol/krsprzpl&sky=1.
- [20] Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 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 1999 nr 110, poz. 1269.
- [21] Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 19 kwietnia 2005 r. w sprawie pożyczania papierów wartościowych z udziałem podmiotów prowadzących działalność maklerską oraz banków prowadzących rachunki papierów wartościowych.
- [22] 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, DzU 2006 nr 67, poz. 481.

ASSESSMENT OF OPPORTUNITIES FOR THE HEDGE FUND STRATEGIES APPLICATION IN THE POLISH FINANCIAL MARKET

Summary

Hedge fund strategies are of interest to both academics and professionals. To implement any of the strategies certain market conditions must be met. It is crucial that there is short sale available, the liquidity is sufficient both in terms of shares and bonds. There also must be diversity in financing of companies as well as large number of takeover/merger transactions. In case of Polish capital market the opportunities for hedge strategies are strongly limited. Only long/short equity, market neutral and event driven strategies can be implemented. Legal barriers are the most significant problem. There is also the lack of sufficient liquidity of certain financial instruments, especially bonds.