



## ZWIĄZEK MAKLERÓW I DORADCÓW

00-676 Warszawa, ul. Marszałkowska 68/70 lok.. 30  
<http://www.zmid.org.pl>

tel./fax (22) 628 37 43  
e-mail: [biuro@zmid.org.pl](mailto:biuro@zmid.org.pl)

Warszawa, dnia 22.01.2009r.

### **Stanowisko Związku Maklerów i Doradców w sprawie propozycji zmiany w zakresie wyznaczania ostatecznego kursu rozliczeniowego dla kontraktów terminowych na indeks WIG20 oraz limitu koncentracji.**

W nawiązaniu do konsultacji dotyczących propozycji zmian w zakresie zasad funkcjonowania instrumentów pochodnych (przedstawionych w załączniku do niniejszej opinii), Związek Maklerów i Doradców chciałby przedłożyć swoje stanowisko na temat planowanych zmian.

Zdaniem ZMID podczas całego okresu „życia” kontraktów terminowych, poza ostatecznym kursem rozliczeniowym, ich kurs zamknięcia powinien być wyznaczany w taki sam sposób jak wyznaczane są kursy zamknięcia na rynku kasowym dla akcji, a więc bez zmian w stosunku do obecnie obowiązujących regulacji. Przedmiotem dyskusji jest jedynie sposób wyznaczania OKR dla FW20.

Zamknięcie serii kontraktów terminowych występuje jedynie 4 razy do roku, są to jednak momenty niezmiernie istotne z punktu widzenia prawidłowego funkcjonowania rynku kapitałowego, na którym zarówno rynek kasowy jak i rynek terminowy są ze sobą ściśle powiązane. Jak wiadomo rynek terminowy nie mógłby funkcjonować bez rynku kasowego, który jest instrumentem bazowym (ang. underlying instrument) dla rynku terminowego. Z tego też powodu każda zmiana funkcjonowania któregośkolwiek z tych rynków może wpłynąć na funkcjonowanie rynku jako całości. Ważne jest więc, aby ewentualne zmiany wpływały w sposób pozytywny na funkcjonowanie rynku i w żaden sposób nie hamowały jego rozwoju.

Nr konta: PKO BP SA XIV O/Centrum w Warszawie, 28 1020 1156 0000 7802  
008 6520

Członek stowarzyszony Europejskiej Federacji Stowarzyszeń Analityków Finansowych – EFFAS  
Członek stowarzyszony Stowarzyszenia Certyfikowanych Międzynarodowych Analityków Inwestycyjnych – ACIA

Ze względu na motywy zawierania transakcji, transakcje zawierane na rynku kontraktów terminowych na indeks WIG20 można podzielić na transakcje spekulacyjne, zabezpieczające oraz arbitrażowe. **Pierwsze** z nich mają na celu wpłynięcie na obraz rynku lub spowodowanie krótkotrwałego wzrostu bądź spadku notowań. Transakcje takie zawsze występowały i będą występowały na każdym rynku. **Drugą** natomiast, bardzo istotną grupą transakcji, są transakcje zabezpieczające. Przyczyną zawierania takich transakcji na rynku kontraktów terminowych jest chęć zabezpieczenia pozycji, zarówno już posiadanych, jak i spodziewanych przyszłych wpływów. W przypadku zabezpieczania przyszłych spodziewanych wpływów inwestorzy dokonują transakcji jedynie na rynku terminowym, poprzez otwarcie długiej pozycji w kontraktach terminowych, a następnie po zmaterializowaniu się wpływu środków dokonują arbitrażu z rynku terminowego na rynek kasowy poprzez sprzedaż kontraktów terminowych i zakup akcji. Drugim, może nawet ważniejszym, motywem zawierania transakcji zabezpieczających jest chęć zabezpieczenia posiadanego już portfela akcji. Strategia taka jest stosowana przez wiele funduszy inwestycyjnych, przykładem tu mogą być fundusze optymalnej alokacji (np. Fundusz Optymalnej Alokacji PZU TFI). **Trzecim** niezmiernie ważnym elementem jest wyrównywanie nieefektywności rynku poprzez zawieranie transakcji arbitrażowych z rozliczeniem ich na zamknięcie danej serii kontraktów terminowych (wprowadzenie ewentualnych zmian może w znaczący sposób skomplikować działania arbitrażystów) bądź poprzez zawarcie transakcji przeciwstawnych zarówno na rynku kasowym jak i na rynku terminowym przed terminem wygaśnięcia danej serii kontraktów terminowych (wprowadzenie ewentualnych zmian nie będzie miało skutków na ten sposób zamknięcia arbitrażu z uwagi na wcześniejsze jego zamknięcie).

Z naszych obserwacji wynika, że tylko około 30% otwartych pozycji danej serii kontraktów jest przetrzymywana do wygaśnięcia, a więc ewentualne zmiany regulacji dotyczyłyby tego właśnie wycinku rynku terminowego. Sposób wyznaczania OKR dla FW20 ma niezmiernie znaczenie dla długoterminowego zabezpieczania długiej pozycji w akcjach, jak również dla pozycji arbitrażowych. Niespójność podczas wyznaczania kursów zamknięcia instrumentów bazowych (cen akcji wchodzących w skład indeksu WIG20) oraz kontraktów terminowych opartych na WIG20, może wpłynąć na ponoszenie znaczących strat jak i na osiągnięcie nieuzasadnionych zysków. W przypadku wyznaczania OKR w sposób inny niż dotychczasowy (wariant 1) lub zgodnie z wariantem 3 (obliczanie na podstawie dwóch ostatnich godzin notowań i na zamknięciu), utrudnione będzie na bieżąco wyznaczenie kursu

odniesienia, a przez to wyliczanie teoretycznego kursu zamknięcia, jeszcze w trakcie trwania sesji.

Propozycja zawarta w wariantcie 2 wyklucza możliwość wyliczania OKR w trakcie trwania sesji i różni się jedynie nieznacznie od propozycji zawartej w wariantcie 1. Z naszego punktu widzenia wprowadzenie tego wariantu byłoby utrudnieniem, nie zaś zmianą jakościową rozwiązania tej kwestii.

Propozycja zawarta **w wariantcie 3 jest dobrym rozwiązaniem**, ponieważ w większym stopniu niż w wariantcie 1 wpływa na obiektywność wyznaczenia OKR, a przy tym występuje dłuższy czas i większy obrót na podstawie, którego obliczany jest OKR.

Propozycja zawarta w wariantcie 4, tak aby rynek USA nie wpływał na zachowanie się polskich inwestorów, naszym zdaniem, nie jest dobrym rozwiązaniem, ponieważ polska giełda nie jest samotną wyspą i oddziałują na nią czynniki zarówno wewnętrzne jak i zewnętrzne, które mogą mieć istotne przełożenie na decyzje inwestorów. Nie uważamy również, aby otwarcie rynku w Stanach Zjednoczonych mogło w jakikolwiek sposób negatywnie wpływać na obliczany OKR. W tym wariantcie możemy mieć dodatkowo do czynienia z sytuacją, w której portfel zabezpieczony idealnie krótkimi pozycjami w kontraktach terminowych na indeks WIG20, zamiast uzyskać stopę zwrotu w okolicach zera, będzie mógł albo zarobić albo stracić w zależności od tego jak zachowują się notowania kursów akcji po ustaleniu OKR. Jest to więc sytuacja, w której dobrze dobrane zabezpieczenie, z powodów czysto technicznych, może nie zadziałać.

Propozycja zawarta w wariantcie 5, podobnie jak w wariantcie 4 nie zyskuje naszej aprobaty z uwagi na fakt, że sytuacja na giełdzie może być bardzo zmienna (może panować silny trend wzrostowy, lub silny trend spadkowy podczas tej jednej sesji) i wówczas niemożliwe będzie dokonywanie transakcji zabezpieczających oraz arbitrażowych, zaś kurs OKR nie będzie kursem rynkowym możliwym do uzyskania na koniec notowań. Nie będzie spójności pomiędzy kursami zamknięcia akcji wchodzących w skład indeksu WIG20 oraz kursem OKR dla FW20.

Propozycja zawarta w wariantcie 6, naszym zdaniem, również nie powinna zostać zaakceptowana, ponieważ w wypadku takiego sposobu obliczania OKR będzie możliwa sytuacja w której kilku inwestorów dokona dużych „umówionych” transakcji podczas sesji na spółkach wchodzących w skład indeksu WIG20, co spowoduje, że niemożliwe będzie odwzorowanie cen z VWAPu, a więc i niemożliwe będzie zamknięcie prawidłowego arbitrażu. Nie będzie spójności pomiędzy kursami zamknięcia akcji wchodzących w skład indeksu WIG20 oraz kursem OKR dla FW20.

W propozycji zawartej w wariantcie 7 występuje sztuczność dodatkowego fixingu, który nie występuje w innych dniach obrotu, a w naszym odczuciu fixing ten w żaden sposób nie zmniejszy ryzyka ewentualnego zamierzonego wpływania na OKR. Uważamy ponadto, że wyznaczanie kursu OKR w oparciu jedynie o fixing może być źródłem gwałtownych zmian kursów akcji. W wypadku zamykania pozycji arbitrażowych, pojawi się duża akcja (lub popyt zależnie od tego czy w przeważającej ilości dni notowań kontraktów baza była ujemna czy też dodatnia), która może w znaczący sposób wpłynąć na kursy akcji i zniekształcić prawidłowy obraz rynku. Pamiętamy jaki wpływ potrafiło mieć niewiele ponad 100mln zł w dniu tzw. „fixingu cudów”, 12.11.2008r. Ze względu na trwającą bessę, a co za tym idzie nieduże obroty, nawet jedna instytucja może mieć znaczący wpływ na ceny akcji podczas fixingu, a co za tym idzie na OKR kontraktów.

Odnosząc się do terminu wprowadzenia zmian w zakresie OKR na FW20 uważamy, że inwestorzy powinni być w pełni świadomi w momencie dokonywania transakcji o sposobie obliczania OKR, dlatego naszym zdaniem wariant 1, a więc wprowadzenie zmian od połowy lutego nie powinien mieć miejsca, za wyjątkiem sytuacji, gdyby wybrany został wariant 3 różniący się nieznacznie od obecnego wariantu opisanego jako 1. Akceptowalnym terminem wprowadzenia zmian, z uwagi na niewielką LOP na serii czerwcowej byłby wariant 2. Wariant 3 nie powoduje sytuacji, w której inwestorzy nie byli poinformowani o sposobie wyznaczania OKR w momencie zawierania transakcji, dlatego jest w naszym odczuciu najlepszy.

Drugą niezmiernie ważną kwestią jest wprowadzenie warunku ograniczającego liczbę otwartych pozycji przypadających na jeden NIK. Naszym zdaniem wprowadzenie takiego ograniczenia w sposób przedstawiony w piśmie **spowoduje bardzo negatywny skutek** dla naszego rynku kapitałowego i może się przyczynić do zmniejszenia zainteresowania naszym rynkiem kapitałowym ze strony dużych zagranicznych inwestorów instytucjonalnych i ograniczenia działalności funduszy inwestycyjnych, szczególnie w zakresie transakcji arbitrażowych, a to przyczyni się do zwiększenia nieefektywności rynku. Propozycja ta powoduje, że w przypadku, gdy LOP wynosi 49 tys. kontraktów, a dana instytucja posiada 25 tys. kontraktów, w momencie przekroczenia LOP 50 tys. kontraktów będzie miała prawo posiadać 15 tys. kontraktów, oznacza to więc, że będzie zmuszona sprzedać 10 tys. kontraktów w ciągu 2 dni. Uważamy, że taka sytuacja może mieć bardzo negatywny wpływ na kształtowanie się kursu FW20. Wpływ ten nie będzie spowodowany czynnikami

fundamentalnymi, a jedynie technicznymi, co może przedstawić bardzo mylny obraz rynku dla inwestora nie związanego z transakcją. Jeśli uznane zostanie za konieczne wprowadzenie ograniczenia LOP przypadających na dany NIK, naszym zdaniem, najpierw powinno zostać przeprowadzone badanie dające odpowiedź na pytania: jakie średnie oraz maksymalne LOP przypadają dotychczas na jeden NIK oraz jak kształtowała się średnia LOP na giełdzie. Dopiero wtedy będzie można ustalić określony limit koncentracji. Z całą jednak pewnością limit ten powinien obowiązywać jako określona liczbowo wartość, np. 24 tys. kontraktów ( $30\% \cdot 80\text{tys. kontraktów}$ ) od początku notowania danej serii do momentu, gdy LOP wynosi 80tys. kontraktów, a następnie, gdy LOP wynosi ponad 80 tys. kontraktów, powinien być wyrażony jako % danej serii, a więc np. proponowane 30%. Nie powinno być jednak sytuacji, w której % pewnej puli kontraktów jest mniejszy od poprzedniego limitu, co powoduje konieczność sprzedaży kontraktów po przekroczeniu tej puli. Uważamy, że przeprowadzenie badania dotyczącego LOP w ostatnich 3 latach pozwoli na określenie odpowiednich parametrów limitu koncentracji.

Dodatkowo należy zauważyć, że może to być martwy przepis z uwagi na fakt, że jeden podmiot, np. TFI może posiadać osobne NIKi dla każdego funduszu.

Konieczność zbycia nadmiernej liczby kontraktów terminowych w bardzo krótkim czasie może spowodować zachwianie rynku. Całkowicie niezrozumiała jest propozycja, aby skrócenie nadmiernej liczby kontraktów terminowych możliwe było jedynie w ciągu 2 dni, a później jedynie w wyniku transakcji poza sesyjnej.

W naszej opinii wprowadzenie limitów w zaproponowanym w piśmie kształcie znacząco ograniczyłoby efektywność rynku kapitałowego. Czym innym jest otwarcie znaczącej pozycji spekulacyjnej, a czym innym jest otwarcie pozycji zabezpieczającej już istniejącego portfela akcji, a właśnie to jest częstą przyczyną zawierania transakcji na FW20.

Odnosząc się do propozycji publikacji informacji o koncentracji pozycji, uważamy, że powinien on dotyczyć poziomów nienaturalnie wysokich. Wcześniej proponowane przez nas przeprowadzenie badania pozwoliłoby ustalić jaki poziom koncentracji jest nienaturalnie wysoki (znacznie odbiegający od średniego poziomu). Uważamy również, że jeśli miałyby być publikowane nieznaczące pozycje (np. 10 tys. kontraktów), nie powinna być publikowana informacja o tym czy dana pozycja dotyczy sprzedanych kontraktów czy też zakupionych kontraktów. Informacja taka może być błędnie zrozumiana i uznana przez inwestorów za istotną, a przez co mieć znaczący wpływ na kształtowanie się notowań. Często wysoka

koncentracja związana jest z transakcjami arbitrażowymi i może być nieprawidłowo odebrana przez inwestorów indywidualnych.

Korzystając z okazji Związek Maklerów i Doradców chciałby zaproponować nowe rozwiązanie ustalania kursu zamknięcia na rynku kasowym. Mianowicie chcielibyśmy przedstawić propozycję, aby pre-opening przed fixingiem kończył się nie dokładnie o godzinie 16.20, ale aby kończył się losowo pomiędzy godziną 16.18 a 16.20, tak jak ma to miejsce na giełdzie we Wiedniu. Takie rozwiązanie umożliwi wyeliminowanie transakcji robionych „na tzw. zamknięcie”, które powodowały sztuczne wyciąganie kursu zamknięcia nie płynnych spółek kilkoma sztukami akcji w górę lub przeciwnie nieuzasadnione niskie zamknięcia. Spowoduje to konieczność składania zleceń nie na sekundę przed końcem tej fazy sesji, lecz będzie skłaniało do składania zleceń wcześniej.

Załącznik:

Warianty zmiany zasad wyznaczania OKR dla FW20 zaproponowane przez GPW		
Wariant	Sposób wyznaczania	Dodatkowe informacje
1.	<b>Bez zmian</b> , czyli średnia arytmetyczna ze wszystkich wartości indeksu WIG20 w czasie ostatniej godziny notowań ciągłych oraz wartości tego indeksu ustalonej na zamknięcie sesji giełdowej (razem z 241 wartości).	Bez zmian.
2.	Średnia arytmetyczna ze wszystkich wartości indeksu WIG20 w czasie <b>ostatniej godziny</b> notowań ciągłych, oraz wartości tego indeksu ustalonej na zamknięcie sesji giełdowej <b>wyznaczana po odrzuceniu 5 najwyższych i 5 najniższych wartości indeksu z tego okresu.</b>	Nieco podobna formuła występuje dla kontraktu na BUX (BSE).
3.	Średnia arytmetyczna ze wszystkich wartości indeksu WIG20 w czasie <b>dwóch ostatnich godzin notowań ciągłych, oraz wartości tego indeksu ustalonej na zamknięcie sesji giełdowej.</b>	
4.	Średnia arytmetyczna ze wszystkich wartości indeksu WIG20 z okresu <b>13.30 - 15.30</b>	Obrót serią wygasającą kończy się o godz. 15.30. Wyznaczenie OKR następuje o godz. 15.30, przed rozpoczęciem obrotu na rynkach USA.

5.	Średnia arytmetyczna ze wszystkich wartości indeksu WIG20 w czasie <b>całych notowań ciągłych</b> , łącznie z wartością otwarcia oraz zamknięcia.	
6.	Wartość rozliczeniowa indeksu WIG20 obliczona na podstawie średnich dziennych ważonych obrotom, kursów spółek, wchodzących w skład indeksu.	Podobna formuła występuje na NASDAQ.OMX
7.	Wartość indeksu WIG20 ustalona <b>na specjalnym fixingu w trakcie sesji o godz. 15.00 w ostatnim dniu obrotu daną serią kontraktów.</b>	Obrót daną serią kontraktów kończy się o godz. 15.00 w danym dniu. Podobny wariant stosowany jest na giełdach Eurex (DAX), NYSE.Euronext.LIFFE (FTSE100), WB (Wiedeń) (ATX), przy czym w przypadku Eurex i WB jest to standardowy fixing w trakcie dnia. Wprowadzenie dodatkowego fixingu dla spółek z WIG20 wymaga pre-openingu przed fixingiem. Dla ograniczenia prób wpływania na OKR, długość pre-openingu powinna zostać określona adekwatnie do poziomu ryzyka i płynności. Biorąc pod uwagę, że aktualnie OKR wyznaczany jest na podstawie wartości z ostatniej godziny notowań ciągłych oraz z fixingu zamykającego poprzedzonego 10-minutowym pre-openingiem, długość tej fazy przed tym specjalnym fixingiem powinna wynosić przynajmniej 20-30 minut, co oznacza przerwę w notowaniach ciągłych. W Londynie specjalny fixing jest poprzedzony ok. 5-minutową fazą pre-openingu.
<b>Warianty możliwego terminu wprowadzenia zmian w zakresie OKR dla FW20</b>		
1.	Do połowy lutego 2009 - jednocześnie wszystkie serie będące w obrocie (zmiana obejmuje także serię marcową (H09)).	
2.	Do terminu wygaśnięcia serii marcowej - wszystkie serie będące obrocie z wyjątkiem serii marcowej (H09).	
3.	Bezzwłocznie, ale wyłącznie w odniesieniu do nowych serii (pierwszą serią objętą nowymi zasadami będzie seria wygasająca w marcu 2010 (H10), która będzie wprowadzona do obrotu w marcu 2009).	