



ZWIĄZEK MAKLERÓW I DORADCÓW

00-545 Warszawa, ul. Marszałkowska 68/70 lok. 30
<http://www.zmid.org.pl>

tel./fax (022) 628 37 43
e-mail: biuro@zmid.org.pl

Warszawa, 10 stycznia 2010r.

OPINIA ZWIĄZKU MAKLERÓW I DORADCÓW W SPRAWIE PODAWANIA DO PUBLICZNEJ WIADOMOŚCI INFORMACJI DOTYCZĄCYCH KONCENTRACJI OTWARTYCH POZYCJI DLA KONTRAKTÓW TERMINOWYCH.

W opinii ZMiD podawana obecnie informacja o koncentracji otwartych pozycji (LOP), z uwagi na jej niepełność, nie może być uznana za istotną w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jest natomiast źródłem licznych spekulacji w prasie, które mogą wprowadzać w błąd, w szczególności inwestorów indywidualnych.

W opinii ZMiD, informacja o poziomie koncentracji otwartych pozycji, powinna zawierać szczegółowe zasady sposobu określania przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A. („GPW”) poziomu koncentracji. W tym celu konieczne jest rozwiązanie kilku istotnych z punktu widzenia rynku kwestii, które nie zostały poruszone w komunikacie GPW z dnia 9.03.2009 r. W szczególności w przekazanej w komunikacie informacji nie jest jasno określone:

- (a) czy informacja o koncentracji dotyczy portfeli w ramach NIK czy też samego NIK i jak jest prezentowana – jeśli bowiem dotyczy portfeli, które są rozpatrywane rozdzielnie (a tak wynika z komunikatu GPW), to jeśli jedna instytucja w ramach swojego NIK stworzy dwa portfele (pierwszy: 30% LOP długie pozycje i drugi: 30% LOP krótkie pozycje) o łącznej ekspozycji netto 0, będzie podawana przez GPW jako 2 duże pozycje o koncentracji 30% LOP. Jest to w naszej opinii bardzo myląca interpretacja;
- (b) czy GPW podając koncentrację bierze pod uwagę Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych czy też Fundusze Inwestycyjne (a tak wynika z komunikatu GPW). Należy bowiem pamiętać, że każdy fundusz inwestycyjny ma swój odrębny NIK – informacja o koncentracji otwartych pozycji, jeśli ma mieć jakąkolwiek wartość dla rynku, powinna dotyczyć „grupy kapitałowej”, a więc sumy kontraktów na

Nr konta: BGK Oddział I w Warszawie, 90 1130 1017 0020 1062 5620 0001

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

wszystkich NIK-ach Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych, nie zaś być liczona oddzielnie dla każdego Funduszu Inwestycyjnego;

- (c) w jaki sposób GPW podchodzi do instytucji zagranicznych - z informacji, które ZMiD posiada, wynika, że w przypadku instytucji zagranicznych często mamy do czynienia z sytuacją, w której zagraniczne instytucje nie posiadają oddzielnych NIK-ów, ale utrzymują swoje pozycje poprzez brokerów (kilka instytucji występuje więc pod 1 NIK-iem brokera). Z tego też względu informacja o koncentracji w przypadku sytuacji opisanej powyżej nie mówi wiele – może bowiem dotyczyć 1 klienta, a może dotyczyć 1000 klientów. Dodatkowo jeśli działają na jednym portfelu w ramach jednego NIK, pozycje klientów się nettują, co powoduje, że klient posiadający pozycję krótką np. 30% LOP znettował się z 10 klientami posiadającymi pozycje długie, każdy po 3% LOP. W takiej sytuacji GPW nie podaje koncentracji 30% pozycji krótkiej, gdyż będzie to interpretować jako pozycję 0.

W opinii ZMiD, dopiero po rozwiązaniu powyższych zagadnień, informacja o poziomie koncentracji otwartych pozycji będzie wartościowa w procesie inwestowania.

Kolejną istotną kwestią jest brak precyzyjnej informacji o stronie skoncentrowanej pozycji. Rozważmy bowiem sytuację, podaną w informacji GPW na temat koncentracji z dnia 8.01.2010 r.: 2 pozycje po 35-40% LOP. Może to oznaczać dwie instytucje mające pozycję długą, dwie instytucje mające pozycję krótką, lub jedną instytucję posiadającą krótką i jedną posiadającą długą pozycję. Każda z tych możliwości prowadzi do zupełnie innej interpretacji - nie można wyciągnąć w zasadzie żadnych wniosków. Informacja w takiej formie jest jedynie źródłem spekulacji, bez większej wartości w procesie inwestowania.

Ważną kwestią jest także to, iż informacja przedstawiana w obecnej formie, nie pozwala określić motywu zawarcia transakcji na rynku terminowym, który to motyw jest niezmiernie istotny do prawidłowego zinterpretowania informacji o koncentracji otwartych pozycji.

Transakcje zawierane na rynku kontraktów terminowych można bowiem podzielić na transakcje spekulacyjne, zabezpieczające oraz arbitrażowe. Pierwsze z nich mają na celu wykorzystanie krótkotrwałego wzrostu bądź spadku notowań. Transakcje takie zawsze występowały i będą występowały na każdym rynku. Drugą, 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 przejścia z rynku terminowego na rynek kasowy poprzez sprzedaż kontraktów terminowych i zakup akcji. Innym 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. Trzecią grupę stanowią transakcje arbitrażowe, które pełnią niezmiernie ważną funkcję, polegającą na wyrównywaniu nieefektywności rynku poprzez zawieranie transakcji arbitrażowych z rozliczeniem ich na zamknięcie danej serii kontraktów terminowych lub rolowanie tej pozycji na następną serię kontraktów. Bardzo często wysoka koncentracja związana jest z transakcjami arbitrażowymi - brak informacji o charakterze skoncentrowanej pozycji może więc powodować nieprawidłową interpretację informacji, np. przez inwestorów indywidualnych. Zdajemy sobie jednocześnie sprawę jak trudne byłoby uzyskanie informacji od inwestorów na temat charakteru zawieranych transakcji na rynku terminowym, ma to jednak bardzo duże znaczenie w ocenie koncentracji pozycji.

Podsumowując, w opinii ZMiD, dopiero posiadanie informacji o kierunku i charakterze pozycji oraz jednoczesne zapewnienie rozwiązania problemów wskazanych w pierwszej części naszego stanowiska, dawałoby jasny obraz sytuacji oraz pozwoliłoby na poprawną interpretację informacji. Należy tu nadmienić, że w opinii ZMiD, informacja o koncentracji powinna dotyczyć poziomów nienaturalnie wysokich, stanowiących rzeczywiste „zagrożenie” dla rynku. Poziom taki powinien być ustalony poprzez przeprowadzenie badania koncentracji LOP w przeszłości. Pozwoliłoby ono ocenić jaki poziom koncentracji jest nienaturalnie wysoki (znacznie odbiegający od średniego poziomu). Wydaje się, że przy tak doprecyzowanej informacji, powinien to być poziom powyżej 25% LOP.

W opinii ZMiD, rozwiązanie nadmienionych powyżej problemów nie jest sprawą łatwą, ale bez ich rozwiązania informacja o koncentracji otwartych pozycji jest obarczona zbyt dużym błędem, przez co nie przedstawia rzetelnego obrazu sytuacji, a może być jedynie źródłem licznych spekulacji, nie posiadających wartości w procesie inwestowania.

Magdalena Zajączkowska-Ejsymont

Prezes Zarządu Związku Maklerów i Doradców