

Henryk Mamcarz

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

OBLIGACJA „BYCZA” I „NIEDŹWIEDZIA” JAKO INSTRUMENT INWESTOWANIA I POZYSKIWANIA KAPITAŁU

1. Wstęp

Obligacja „bycza” i „niedźwiedzia” (*bull and bear bond*) należy do grupy obligacji indeksowanych (*indexed bonds*). Wśród tych obligacji wyróżnia się trzy ich rodzaje:

- obligacje z indeksacją kuponu odsetkowego,
- obligacje z indeksacją kwoty umorzenia (wykupu),
- obligacje z łączną indeksacją zarówno kuponu odsetkowego, jak i kwoty umorzenia.

Indeksacja polega na tym, że oprocentowanie i/lub cena umorzenia obligacji zależy od wartości określonej wielkości bazowej (indeksu). Jako przykłady takich wyemitowanych dotychczas obligacji, opartych na różnych indeksach, można podać: koszty utrzymania (Wielka Brytania), cenę srebra (USA), cenę złota (Francja, Austria), kurs dolara w walucie krajowej (Hiszpania), cenę metanu (Włochy), wartość krajowej produkcji stali (Francja), średnią arytmetyczną stóp dochodu innych obligacji (różne kraje) i giełdowy indeks akcji (różne kraje) [Sieper 1997, s. 41].

Obligacje z indeksacją bieżącego oprocentowania zależnego od różnych indeksów znane są na światowych rynkach finansowych już od dawna. Mają one na celu ochronę wartości aktywów w okresach znacznych zmienności stóp procentowych. Obligacje, w których indeksacja odnosi się do kwoty umorzenia, pojawiły się nieco później i aż do początku lat osiemdziesiątych podstawą indeksacji była cena złota. Następnie wyemitowano obligacje, których kwoty umorzenia indeksowane były najpierw na walutach (*index currency options notes*, ICON's), a potem na innych wielkościach bazowych, w tym na indeksach giełdowych akcji (*bull and bear bond*). Emitentami tych ostatnich obligacji były w przeważającej mierze banki. Najczęściej

były to indeksy niestanowiące instrumentu bazowego dla transakcji terminowych. Inwestorzy mogli wtedy zawierać transakcje spekulacyjne i hedgingowe.

2. Konstrukcja i funkcjonowanie instrumentu

Emisja omawianych obligacji dokonywana jest z reguły w dwóch dużych, równych transzach, tzn. emitowana jest tzw. transza „bycza” (*bull*) i transza „niedźwiedzia” (*bear*). Możliwa jest jednak również konstrukcja obligacji ograniczona tylko do jednej transzy. Nazwa obligacji pochodzi zatem z jej podziału na transzę „byczą” i „niedźwiedzią”. Ceny umorzenia obu transz obligacji są uzależnione głównie od wartości indeksu giełdowego w określonym z góry momencie czasowym. W przypadku transzy „byczej” kwota umorzenia obligacji rośnie (obniża się) wraz z rosnącym (spadającym) indeksem giełdowym, natomiast dla transzy „niedźwiedziej” ma miejsce sytuacja odwrotna; kwota umorzenia tej transzy rośnie (obniża się) w miarę spadku (wzrostu) indeksu giełdowego. Kursy umorzenia tych transz są z reguły wewnętrznie zależne, tzn. kwota umorzenia transzy „byczej” rośnie systematycznie o procent, o jaki spada kwota umorzenia transzy „niedźwiedziej” i odwrotnie. Przeciętny kurs umorzenia obu transz pozostaje w związku z tym stały, a kwota umorzenia całej obligacji jest niezależna od wartości indeksu. Obie transze służą zatem inwestorom do celów spekulacji lub *hedgingu* zarówno przy spadającym, jak i rosnącym indeksie giełdowym. Przedstawiona konstrukcja obligacji jest najbardziej klasyczna chociaż możliwe są jej modyfikacje.

Istotnymi elementami wyposażenia omawianej obligacji są: kupon odsetkowy, okres powiązania z indeksem, stopień i sposób powiązania z indeksem, współczynnik powiązania, wartość indeksu bazowego, kurs emisyjny obu transz i współczynnik wykupu.

Kupon odsetkowy obligacji może być kształtowany dowolnie (oprocentowanie stałe lub zmienne). Dla uplasowania emisji obligacji nie jest to kwestia najważniejsza, gdyż na pierwszy plan wysuwa się tu indeksacja kwoty umorzenia. Najczęściej emitowane są jednak obligacje o stałym oprocentowaniu. Jako tzw. obligacje z „wabikiem” (powiązanie z indeksem), wyposażone są one jednak w niższy kupon odsetkowy w stosunku do obligacji porównywalnych i oprocentowanie to obowiązuje w całym okresie powiązania z indeksem. Jeżeli okres powiązania z indeksem jest krótszy od okresu zapadalności obligacji, to w okresie do wykupu obligacja ta oprocentowana jest na poziomie odpowiadającym aktualnie obowiązującym na rynku stopom dochodu, co z definicji jest wynikiem poziomu kursu umorzenia.

Okres powiązania z indeksem stanowi czas od momentu emisji obligacji do momentu, w którym ustalony jest kurs umorzenia obligacji. Pokrywa się on najczęściej z okresem zapadalności obligacji, ale może być również krótszy. Wraz z upływem tego okresu kurs obligacji reaguje coraz bardziej na zmiany indeksu giełdowego. Z tego punktu widzenia obligacja upodabnia się do akcji, o ile wcześniej kurs jej

kształtowany był jeszcze w dużej mierze przez zmiany stóp procentowych na rynku kapitałowym, czyli tak jak kurs obligacji klasycznej. Po określeniu kursu umorzenia obligacji, gdy okres powiązania z indeksem jest krótszy od okresu zapadalności obligacji, funkcjonowanie tej obligacji na rynku jest porównywalne z obligacją o stałym (zmiennym) oprocentowaniu. Wielkość okresu powiązania z indeksem determinuje dla inwestorów okres spekulacji lub ewentualnie okres hedgingu. Zarówno okres zapadalności obligacji, jak i okres powiązania z indeksem mogą być ustalane dowolnie; oczywiście ten drugi okres musi być krótszy od pierwszego lub mu równy.

Najważniejszą zmienną, od której zależą kursy umorzenia obu transz obligacji, jest tzw. indeks zwrotu (indeks umorzenia). Jest to stosunek poziomu indeksu giełdowego w momencie ustalenia kursu umorzenia obligacji do poziomu indeksu bazowego w dniu emisji obligacji; poziom tego ostatniego przyjmuje się najczęściej jako 100%.

Indeks zwrotu można określić następującym wzorem:

$$Iz_{t_n} = \frac{I_{t_n}}{I_{t_0}} \cdot 100 ,$$

gdzie: Iz_{t_n} – indeks zwrotu w okresie t_n (w %),
 I_{t_0} – wartość indeksu bazowego w okresie t_0 ,
 I_{t_n} – wartość indeksu bazowego w okresie t_n .

Ze wzoru wynika, że wartość indeksu zwrotu zależy od zmian odpowiedniego indeksu giełdowego akcji w okresie $t_0 - t_n$.

Stopień powiązania z indeksem określa, o ile punktów procentowych zmienia się kurs umorzenia poszczególnych transz obligacji przy zmianie indeksu zwrotu o jeden punkt procentowy. Zależy to od przyjętego w warunkach wyposażenia obligacji odpowiedniego współczynnika powiązania. Jeżeli np. współczynnik taki wynosi dwa, tzn. że kurs umorzenia danej transzy obligacji zmienia się dwukrotnie szybciej niż indeks zwrotu. Gdyby indeks giełdowy wzrósł np. o 10%, to indeks umorzenia wyniósłby 110%. Przy współczynniku powiązania równym dwa kurs umorzenia transzy „byczej” wyniósłby wtedy 120%, a transzy „niedźwiedziej” 80%. Współczynnik powiązania obligacji z indeksem określa w konsekwencji dla inwestorów szanse spekulacji i możliwości hedgingu.

Oprócz stopnia powiązania z indeksem w wyposażeniu obligacji ustalany jest sposób powiązania z indeksem. Jest to z reguły powiązanie liniowe przy stosowaniu zasady określenia przedziału wahań kursu umorzenia obligacji dla obu transz, np. min 50% a maks. 150%. Dolna granica zabezpiecza inwestora przed znacznymi stratami, ale nie może on osiągnąć dużych zysków z powodu ustalenia granicy górnej.

Po uwzględnieniu dotychczasowych rozważań można określić kursy umorzenia transzy „byczej” i „niedźwiedziej”, posługując się następującymi wzorami:

$$Kb_{t_n} = a(Iz_{t_n} - 100) + 100 \quad \text{lub} \quad Kb_{t_n} = \frac{a(I_{t_n} - I_{t_0}) \cdot 100}{I_{t_0}} + 100 ,$$

$$Kn_{t_n} = -a(Iz_{t_n} - 100) + 100 \quad \text{lub} \quad Kn_{t_n} = \frac{-a(I_{t_n} - I_{t_0}) \cdot 100}{I_{t_0}} + 100 ,$$

gdzie: Kb_{t_n} – kurs umorzenia transzy „byczej” w okresie t_n (w %),
 Kn_{t_n} – kurs umorzenia transzy „niedźwiedziej” w okresie t_n (w %),
 a – współczynnik powiązania obligacji z indeksem giełdowym.

Ze wzorów wynika, że kursy umorzenia obu transz zależą od indeksu zwrotu (umorzenia) będącego rezultatem zmian indeksu giełdowego akcji oraz od współczynnika powiązania obligacji z indeksem giełdowym.

Kursy umorzenia obu transz obligacji są ustalane w sposób wzajemnie wewnętrznie zależny, tzn. przeciętny kurs wykupu obu transz jest zawsze stały i niezależny od poziomu indeksu giełdowego. Kursy umorzenia tych transz zmieniają się bowiem w kierunkach odwrotnych, stąd też nie mają one wpływu na cenę wykupu całej obligacji.

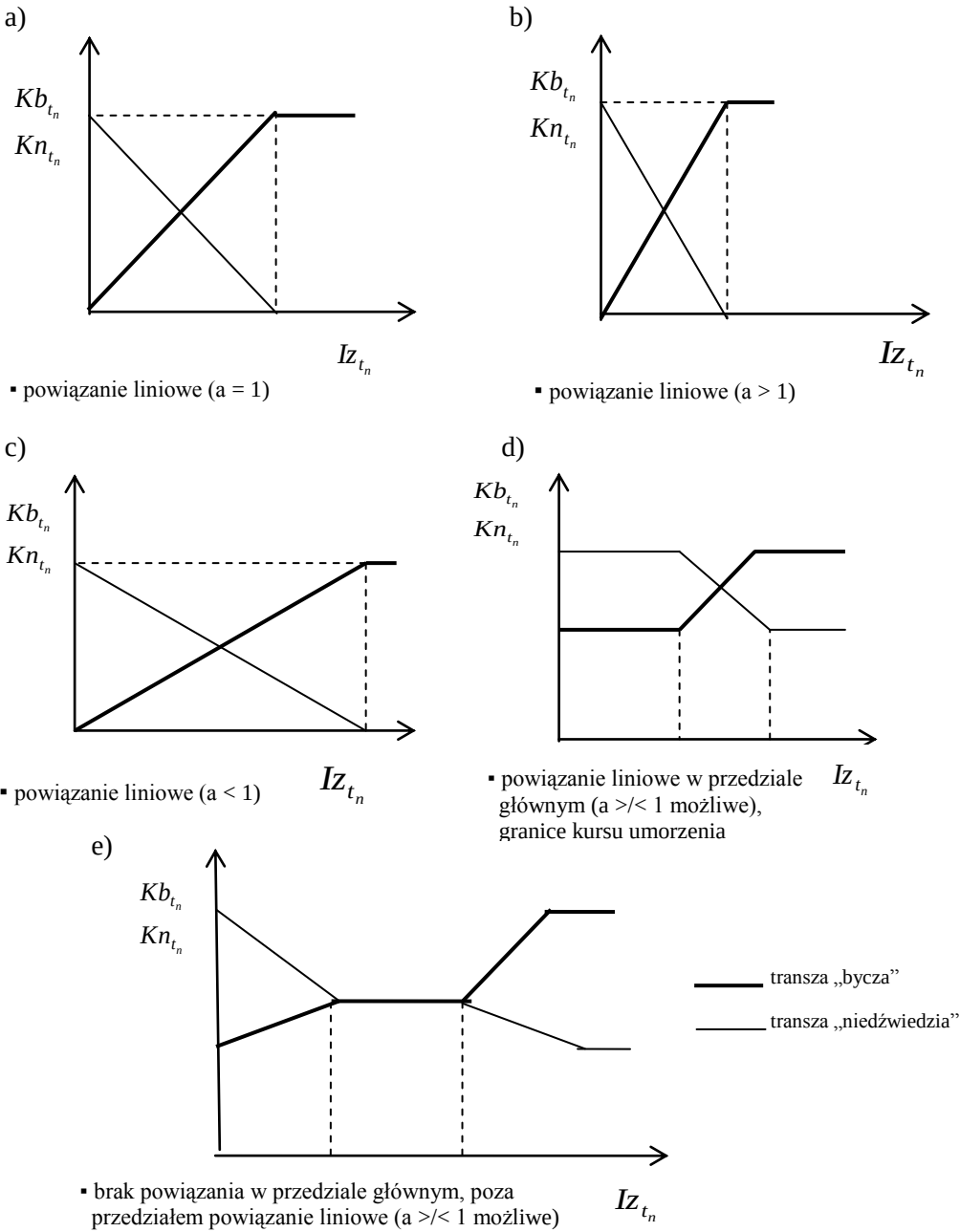
Graficzną interpretację dotychczasowych rozważań przedstawia rys. 1. Z graficznych schematów wynika, że o rentowności (kursie umorzenia) inwestycji decydują trzy główne czynniki: wartość indeksu umorzenia (indeksu giełdowego), wielkość współczynnika powiązania i ewentualnie ustalana górna i dolna granica wahań kursu. Profile kursów umorzenia przypominają wyraźnie profile strat i zysków niektórych tzw. produktów strukturyzowanych (klasyczne, gwarantowane, korytarzowe, turbo), przez które należy rozumieć produkty finansowe emitowane w ramach emisji publicznej przez bank lub inną instytucję finansową, będące syntezą co najmniej dwóch produktów finansowych, z których co najmniej jeden jest instrumentem pochodnym [Stoimenov, Wilkens 2004, s. 207-212]. Zawierają one bowiem w swych konstrukcjach elementy obligacji zerokuponowych oraz opcji kupna i opcji sprzedaży.

Kwotę wykupu poszczególnych transz obligacji można określić następująco:

$$Sb_{t_n} = \left[\frac{a(Iz_{t_n} - 100)}{100} + 1 \right] Wb ,$$

$$Sn_{t_n} = \left[\frac{-a(Iz_{t_n} - 100)}{100} + 1 \right] Wn ,$$

gdzie: Sb – kwota wykupu transzy „byczej” w okresie t_n (w j.p.),
 Sn – kwota wykupu transzy „niedźwiedziej” w okresie t_n (w j.p.),
 Wb – wartość nominalna transzy „byczej” (w j.p.),
 Wn – wartość nominalna transzy „niedźwiedziej” (w j.p.).



Rys. 1. Kursy umorzenia obligacji „byczej” i „niedźwiedziej” w zależności od wartości indeksu zwrotu i współczynnika powiązania

Źródło: [Demuth 1988, s. 62].

Powyższe rozważania zilustrujemy przykładem liczbowym dla obligacji funkcjonującej najczęściej na rynku (wariant „d”). Obligacja o kuponie odsetkowym 5%, okresie zapadalności 6 lat i wartości nominalnej 100 mln j.p. została wyemitowana w dwóch transzach – „byczej” i „niedźwiedziej” o wartości nominalnej 50 mln j.p. każda, współczynnik powiązania z indeksem aż do zapadalności obligacji wynosi $a = 2$, a przedział wahań kursu umorzenia ustalono na 50-150%. Obligacja zostanie umorzona w dniu jej zapadalności, a indeks bazowy w dniu emisji wynosił $I_{t_0} = 1500$ pkt (100%). Ilustracją powyższego przykładu są dane zawarte w tab. 1.

Tabela 1. Komponenty obligacji w zależności od wartości giełdowego indeksu akcji

Indeks giełdowy akcji w dniu t_n (w pkt)	Indeks zwrotu w dniu t_n (w %)	Kurs umorzenia (w %)			Kwota umorzenia (w mln j.p.)		
		transza „bycza”	transza „niedźwiedzia”	cała obligacja	transza „bycza”	transza „niedźwiedzia”	cała obligacja
1100	73,3	50,0(46,6)	150,0(153,4)	100,0	25,0	75,0	100,0
1125	75,0	50,0	150,0	100,0	25,0	75,0	100,0
1180	78,7	57,4	142,6	100,0	28,7	71,3	100,0
1350	90,0	80,0	120,0	100,0	40,0	60,0	100,0
1480	98,7	97,4	102,6	100,0	48,7	51,3	100,0
1500	100,0	100,0	100,0	100,0	50,0	50,0	100,0
1550	103,3	106,6	93,4	100,0	53,3	46,7	100,0
1600	106,7	113,4	86,6	100,0	56,7	43,3	100,0
1760	117,3	134,6	65,4	100,0	67,3	32,7	100,0
1875	125,0	150,0	50,0	100,0	75,0	25,0	100,0
1940	129,3	150,0 (158,6)	50,0 (41,4)	100,0	75,0	25,0	100,0

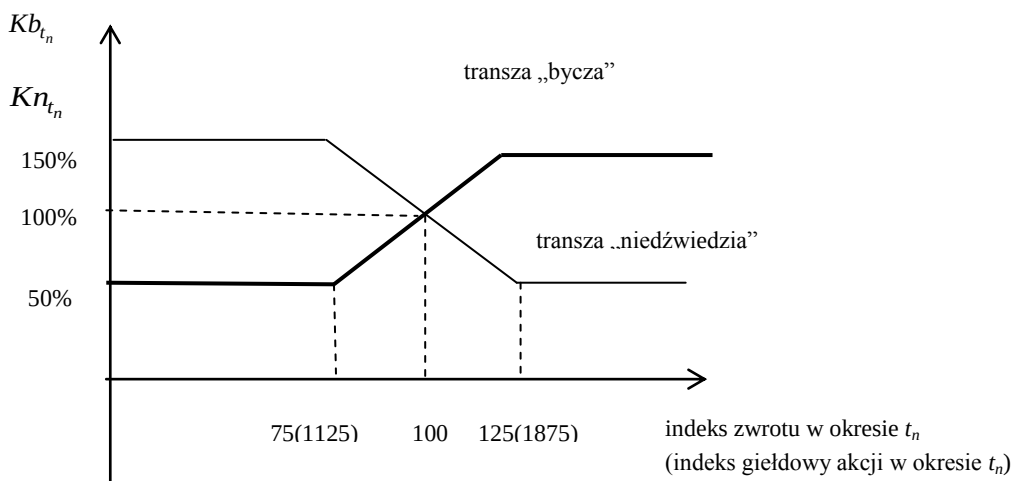
Źródło: opracowanie własne.

Rysunek (wariant „d”) i dane zawarte w tab. 1 wskazują, że chodzi tu o obligację z górną i dolną granicą wahań kursów umorzenia obligacji w przedziale 50% ($I_{t_n} = 1125$ pkt) i 150% ($I_{t_n} = 1875$ pkt), co odpowiada zmianom indeksu giełdowego w przedziale $\pm 25\%$ od indeksu bazowego ($I_{t_0} = 1500$ pkt = 100%). Wahania indeksu giełdowego wychodzące poza wyznaczone granice nie mają zatem wpływu na wielkość kursów umorzenia obligacji.

Podany w przykładzie wariant „d” obligacji można graficznie w szczegółach zilustrować jak na rys. 2.

Z rys. 2 wynika, że jeżeli emitent wykupuje jedną transzę powyżej nominalu, to drugą transzę odpowiednio poniżej nominalu. Emitent nie ponosi przy wykupie żadnego ryzyka, gdyż przerzucane jest ono na posiadaczy obu transz. Kwota wykupu zatem jest stała i niezależna od wartości indeksu w dniu t_n . Musi być jednak spełniony warunek, że obie transze dadzą się w całości uplasować na rynku. Z punktu widzenia „chemii finansowej” całkowicie bezryzykowna pozycja emitenta daje się

rozbić na dwie obciążone ryzykiem (w przykładzie w określonych granicach) pozycje inwestora.



Rys. 2. Obligacja „bycza” i „niedźwiedzia” z ograniczeniami wahań kursów umorzenia

Źródło: opracowanie własne.

Ważnym komponentem ceny umorzenia obligacji jest indeks bazowy. Najczęściej jest to wartość indeksu w momencie emisji przyjęta na poziomie 100%. Możliwa jest jednak także konstrukcja obligacji, gdzie za indeks bazowy przyjmuje się jego wartość różną od poziomu indeksu w dniu emisji. Fakt ten determinuje odpowiednio sytuację inwestorów już w dniu emisji, tworząc preferencje, ale tylko dla jednej grupy inwestorów, tzn. nabywców tylko transzy „byczej” lub „niedźwiedziej”. Jeżeli np. w dniu emisji obligacji indeks giełdowy, tak jak w przykładzie, wyniósłby 1500 pkt, a za indeks bazowy przyjęto by 1600 pkt, traktując tę wartość jako 100%, to indeks zwrotu już w dniu emisji wyniósłby 93,8% (1500/1600). Gdyby obie transze zostały wyemitowane po kursie emisyjnym równym nominalowi (100%), to nabywcy transzy „byczej” znaleźliby się pośrednio w sytuacji gorszej niż nabywcy transzy „niedźwiedziej” już w dniu emisji. Kurs umorzenia transzy „byczej” $[2(93,8 - 100) + 100 = 87,6\%]$ kształtuje się poniżej, a kurs umorzenia transzy „niedźwiedziej” powyżej $[-2(93,8 - 100) + 100 = 112,4\%]$ kursu emisyjnego. Gdyby kurs indeksu do momentu umorzenia wzrósł do 1600 pkt, to indeks zwrot wyniósłby wtedy 100% (1600/1600), a kurs umorzenia transzy „byczej” równy byłby kursowi umorzenia transzy „niedźwiedziej” $[2(100 - 100) + 100 = 100\%]$ $[-2(100 - 100) + 100 = 100\%]$. W rezultacie nabywca transzy „byczej”, który prognozował wzrost kursu indeksu giełdowego, nie osiągnąłby zysku, a nabywca transzy „niedźwiedziej” nie poniósłby straty pomimo wzrostu indeksu. W podanym przykładzie taka konstrukcja obligacji zawiera pośrednio pewną formę premii dla nabywcy transzy

„niedźwiedziej”. Możliwa jest jednak konstrukcja obligacji o różnych indeksach bazowych dla transzy „byczej” i „niedźwiedziej”, a także o różnych kursach emisyjnych tych transz [Demuth 1988, s. 65].

Regułą w omawianej konstrukcji jest współczynnik umorzenia, który służy korekcie kursu umorzenia [Weisensee, 1999, s. 201-202]. Jego wartość jest ustalana na poziomie niższym od jedności. Oznacza to, że inwestor, który przedstawiłby do wykupu emitentowi obojętnie którą transzę (ewentualnie obie), otrzymałby kwotę pomniejszoną odpowiednio w stosunku do obliczonej w tab. 1 kwoty umorzeniowej (np. przy współczynniku 0,95 otrzymałby 95% kwoty umorzeniowej). Współczynnik ten zmusza niejako inwestorów do obrotu obiema transzami na rynku wtórnym, zwłaszcza wtedy, gdy zbliża się moment wykupu obligacji. Z punktu widzenia inwestora ważne jest również to, czy obie transze zostały całkowicie uplasowane na rynku, tak aby później był on w stanie – w zależności od oczekiwanej zmiany indeksu giełdowego – łatwo „uwalniać” się od „złej” transzy; w rachubę wchodzi tu zatem kwestia płynności rynkowej [Jahrmann 1992, s. 183]. Istnieje ponadto możliwość ustalenia kuponów odsetkowych w różnej wysokości w celu stworzenia – w połączeniu z kursem umorzenia – bodźców dla inwestorów.

Przedstawione możliwe konstrukcje obligacji „byczej” i „niedźwiedziej” determinują w konsekwencji różny popyt na poszczególne jej transze w zależności od prognozy kursu indeksu giełdowego. Jest to ważna kwestia zarówno dla emitenta, jak i dla inwestorów z punktu widzenia konieczności uplasowania w pełni obu transz obligacji na rynku kapitałowym.

3. Ocena instrumentu z punktu widzenia emitenta i inwestora

Celem emitenta obligacji „byczej” i „niedźwiedziej” jest pozyskanie środków finansowych oprocentowanych na możliwie niskim poziomie w porównaniu z rynkową stopą procentową. Wyposażone są one w relatywnie niski kupon odsetkowy; jest on z reguły stały, ale możliwy jest również zmienny kupon odsetkowy. Z punktu widzenia ryzyka stopy procentowej obligacje te w przypadku emitenta nie różnią się w zasadniczy sposób od emisji obligacji klasycznych. Przy ustalaniu wysokości oprocentowania decydująca jest prognoza zmian stóp procentowych. Oprócz wysokości kuponu odsetkowego ważne są również inne elementy wyposażenia obligacji (kurs emisyjny, przeciętny kurs umorzenia), tym samym koszt pozyskania kapitału da się ściśle określić. Istotna jest zwłaszcza korekta kursu wykupu dokonywana przez emitenta. W zależności od pozostałych warunków wyposażenia obligacji przeciętny kurs wykupu obu transz może się kształtować poniżej, powyżej lub na poziomie 100%. Ponieważ obie transze są quasi-wzajemnie „zabezpieczone”, ryzyko kursu umorzenia ponosi inwestor, a nie emitent. Jest to istotna kwestia dla emitenta, gdyż mimo spekulacyjnego charakteru obligacji obu transz indeksacja jest dla niego neutralna z punktu widzenia ryzyka. Musi być jednak spełniony warunek, że

obie transze dadzą się w całości uplasować na rynku [Köpf, Waltz 1986, s. 459-462]. W tym celu warunki emisji obligacji mogą przewidywać konieczność subskrypcji obu transz przez inwestora. Dla inwestora jest to jednak niekorzystny element konstrukcji obligacji, jeżeli prognozuje on jednokierunkową zmianę indeksu giełdowego.

Wszystkie parametry wyposażenia obligacji powinny być ustalone tak, by nie odbiło się to negatywnie na możliwości uplasowania obligacji na rynku kapitałowym. Ogólnie celem emitenta jest osiągnięcie znacznej oszczędności kosztów w porównaniu z obligacją klasyczną; stąd konstrukcja tej obligacji musi dawać inwestorowi duże możliwości.

Decyzje ekonomiczne inwestora będą zależeć od prognozy zmian indeksu giełdowego rynku akcji aż do momentu ustalania kursu umorzenia. Poza wspomnianym już współczynnikiem umorzenia i jego wpływem na zachowania inwestorów są oni – z punktu widzenia ryzyka i rentowności inwestycji – zmuszani do obrotu obiema transzami przez kolejny fakt. W przypadku gdy transza zostanie przetrzymana do wykupu obligacji przez emitenta, gdyż jej cena rynkowa nie odpowiada założonej prognozie kursu indeksu, to mogą być oni w posiadaniu transzy właśnie „najgorszej”. Inwestor otrzyma wtedy wprawdzie pełny kupon odsetkowy, jednak rentowność inwestycji będzie niższa w porównaniu z oprocentowaniem rynkowym o oszczędność kosztów pozyskania kapitału przez emitenta. Ponadto, jeżeli w konstrukcji obligacji określono przedziały wahań kursu umorzenia, to może on stosować tylko w tych granicach strategie spekulacyjne i hedgingowe.

Obie transze obligacji „byczej” i „niedźwiedziej” służą przede wszystkim celom spekulacji. W zależności od wyposażenia obligacji inwestorzy partycypują w różnym stopniu w zmianach indeksu akcji. Wielkość współczynnika „a” determinuje efekty dźwigni zarówno w przypadku wzrostu (transza *bull*), jak i spadku (transza *bear*) indeksu akcji. W stosunku do bezpośredniego angażowania się w akcje korzyść inwestora przejawia się w [Demuth 1988, s. 69]:

- możliwości szerokiej dywersyfikacji portfela przez powiązanie z indeksem giełdowym,
- braku konieczności indywidualnej selekcji akcji.

W rezultacie inwestor „podaża” za tendencją całego rynku akcji, a inwestycja zagrożona jest tylko przez ogólne ryzyko rynkowe, z wyłączeniem specyficznego ryzyka poszczególnych akcji.

Oprócz możliwości spekulacji obligacja „niedźwiedzia” służy ponadto hedgingowi portfela akcji przed spadającymi kursami giełdowymi. Ten fakt powoduje, że popyt w dużej mierze koncentruje się na tej transzy, co znajduje wyraz we wzroście kursów akcji bezpośrednio po uplasowaniu emisji. W hedgingu istotna jest wielkość współczynnika „a”. W podanym przykładzie, przy współczynniku $a = 2$, tzw. współczynnik zabezpieczenia (*hedge ratio*) wynosi 0,5. Oznacza to, że do zabezpieczenia portfela akcji o wartości i strukturze równej indeksowi giełdowemu należy zaangażować w nabycie transzy „niedźwiedziej” kapitał o połowę niższy niż wartość portfela.

Dla prawidłowego funkcjonowania obligacji „byczej” i „niedźwiedziej” i możliwości stosowania wspomnianej strategii w okresie powiązania jej z indeksem istotna jest wysoka płynność rynku wtórnego. Gwarantuje ona inwestorowi każdorazowo możliwość kupna lub sprzedaży posiadanej transzy. Kursy giełdowe tych transz zależą zarówno od poziomu rynkowej stopy procentowej, jak i od kształtowania się indeksu giełdowego akcji.

4. Podsumowanie

W dobie znacznego rozwoju rynków instrumentów pochodnych, które, nabywane oddzielnie, umożliwiają inwestorom realizację pożądanых transakcji (spekulacyjnych, zabezpieczających) w okresach albo wzrostu, albo spadku indeksów giełdowych akcji, obligacja „bycza” i „niedźwiedzia” łączy w sobie zalety tych instrumentów. Służy ona przede wszystkim celom spekulacji, jednak z powodu powiązania z indeksem giełdowym wyeliminowane zostało ryzyko specyficzne akcji. Zapewnia określone korzyści zarówno emitentom, jak i inwestorom, zwłaszcza ze względu na znaczne możliwości elastycznego kształtowania jej konstrukcji.

Literatura

- Demuth M., *Fremdkapitalbeschaffung durch Finanzinnovationen*, Gabler-Verlag, Wiesbaden 1988.
 Jahrman F.-U., *Finanzierung*, Verlag Neue Wirtschafts-Briefe, Berlin 1992.
 Köpf G., Waltz H., *Die Indexanleihen der Deutschen Bank: Ansatzpunkte zu ihrer Bewertung*, „Die Bank” 1986, nr 9.
 Sieper H., *Geldanlage Professionell*, Gabler Verlag, Wiesbaden 1997.
 Stoimenov P.A., Wilkens S., *Der Markt für strukturierte Aktienprodukte in Deutschland*, „Finanz Betrieb” 2004, nr 3.
 Weisensee U., *Festverzinsliche Wertpapiere*, Rudolf Haufe Verlag, Zürich 1999.

BULL AND BEAR BOND AS AN INSTRUMENT OF RAISING AND INVESTING CAPITAL

Summary

Bull and bear bond belongs to a group of indexed bonds in which case the indexation base is the specific stock exchange index. The issue of these bonds is carried out in two big, equal tranches: bull tranche and bear tranche. Due to the low interest coupon, the issue is a cheap way of raising the capital for the issuer. At the same time the issue gives to the investor a possibility of realizing speculative and hedging strategies at both increasing and going down stock prices. Exchange bonds prices are determined by changes in the interest rate at the capital market and changes of the stock exchange index. The condition of the correct functioning of bull and bear bond is high liquidity of the secondary market.