

Marek Drewiński

PRAWNE I FINANSOWE ASPEKTY TRANSAKCJI GIEŁDOWYCH (NA PRZYKŁADZIE GIEŁD TOWAROWYCH)

1. Wstęp

Prawne i finansowe relacje obrotu giełdowego współtworzą fundamenty rynków kapitałowych i zorganizowanych rynków towarowych. O ile jednak te pierwsze doczekały się już w polskojęzycznej literaturze dość wszechstronnego omówienia, o tyle problemy legislacyjne związane z funkcjonowaniem giełd towarowych są omawiane na ogół w sposób pobieżny i incydentalny.

Dominacja problemów funkcjonowania rynków finansowych w pracach badawczych i w studiach teoretycznych jest zrozumiała ze względu na szczególną pozycję na polskim rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Jednocześnie należy odnotować systematyczny wzrost znaczenia na rynku krajowym Warszawskiej Giełdy Towarowej i Giełdy Poznańskiej. Tym samym należy oczekiwać, że specyficzne problemy funkcjonowania giełd towarowych w USA i w krajach Unii pojawią się wkrótce także na polskich rynkach.

Celem niniejszego artykułu jest próba przybliżenia wybranych aspektów prawnych i finansowych funkcjonowania giełd amerykańskich i europejskich, w tym procedur wdrożonych przez jedną z największych giełd towarowych świata – Chicago Mercantile Exchange (CME). Poruszając aspekty prawne, omówiono typowe nadużycia i przestępstwa w obrocie giełdowym, ale także ich konsekwencje dla inwestorów i biur maklerskich.

W drugiej części artykułu zostały przedstawione procedury nadzoru finansowego operacji giełdowych oraz, co bardzo istotne dla inwestorów, zasady rozliczania i księgowania rocznych zysków i strat. Znajomość tych procedur ma duże znaczenie praktyczne w związku ze współpracą organizacyjną, szkoleniową itd. CME i Warszawskiej Giełdy Towarowej.

2. Nadużycia i przestępstwa w obrocie giełdowym

Działania związane z wykrywaniem i zapobieganiem nadużyciom i przestępstwom w obrocie giełdowym na rynkach towarowych pozostają w gestii władz państwowych, a w USA także stanowych¹. Nadzór, w ustalonym zakresie, sprawują także same giełdy. Całość tych działań daje się sprowadzić do kilku istotnych cech:

1) zasady organizacji nadzoru w wybranych krajach charakteryzują zarówno różnice jak i podobieństwa, podstawowa różnica dotyczy podziału kompetencji między instytucje reprezentujące państwo a organa wewnętrzne giełd,

2) podobieństwo rozwiązań w porównywanych krajach, dotyczące m.in. nadzoru finansowego, wynikają z międzynarodowego (globalnego) znaczenia największych giełd amerykańskich i europejskich,

3) zasady nadzoru stosowane w USA eksponują większe niż np. we Francji czy Wielkiej Brytanii odrębności rynków towarowych i finansowych,

4) rozwiązania specyficzne dla amerykańskich giełd towarowych, w większym stopniu niż regulacje europejskie, skupiają się na kontraktach *futures*, traktowanych jako „obszar” szczególnego zagrożenia,

5) wymienione w poprzedniej części rozdziału działania standardowe poszczególnych organów państwowych są wspierane przez inne, ukierunkowane na zapobieganie i zwalczanie konkretnego rodzaju nadużyć bądź przestępstw.

Do praktyk zabronionych, zarówno na rynkach towarowych, jak i finansowych w Stanach Zjednoczonych, należą:

- nieuczciwe wykorzystywanie przez maklerów zleceń i zasobów klienta,
- sztuczne manipulowanie ceną,
- posługiwanie się w obrocie poufnymi informacjami bądź dezinformacją, zob. [Sopoćko 2003, s. 86-93].

Do pierwszej grupy zalicza się tzw. *churning*, czyli brak staranności niezbędnej do zrealizowania zlecenia „po najlepszej cenie” (por. warunki zleceń). Jest to nadużycie bardzo trudne do udowodnienia, ponieważ makler zawsze może się tłumaczyć, że nie przewidział możliwości późniejszego przeprowadzenia transakcji po korzystniejszej, dla swojego klienta, cenie. Jeśli taki brak staranności dotyczy wielu zleceń w przypadku różnych klientów, to makler może bez szczególnego wysiłku i tak uzyskać znaczną marżę brokerską. Dalej idącym nadużyciem jest realizowanie przez maklerów własnych zleceń przed składanymi przez klientów jego biura (*front running*).

Przykładem nadużyć drugiego rodzaju, czyli sztucznego zawyżania (obniżania) cen, są: sprzedaż wewnętrzna (*wash sales*), sztuczna aktywność (*match orders*) oraz zmowy rynkowe (*pool*).

Pochodną tych „strategii” jest tzw. osaczenie rynku (*corner the market*), określane też jako „zapędzanie niedźwiedzia do rogu”, zob. [Wasendorf, McCafferty 1997, s. 72-79].

¹ Stany są właścicielami giełd towarowych położonych na ich obszarze.

Działanie takie polega na zajęciu przez inwestorów na rynku terminowym pozycji długiej o dużej liczbie kontraktów i jednoczesnym oddziaływaniu na podaż towaru bazowego. Przed zbliżającym się terminem dostawy pozycja nie jest zamykana, co oznacza sytuację, w której liczba niezrealizowanych kontraktów znacznie przewyższa podaż towaru na rynku. Wymusza to na inwestorach zajmujących krótkie pozycje ich zamykanie, połączone często ze znacznymi stratami, będącymi konsekwencją wzrostu cen terminowych i gotówkowych².

Do czynników mających silnie destrukcyjny wpływ na funkcjonowanie rynków finansowych i towarowych zalicza się wymienione wcześniej posługiwanie się poufnymi bądź wprowadzającymi w błąd informacjami. Działania takie są surowo zakazane i zagrożone sankcjami, z karą więzienia włącznie. Do najbardziej rozpowszechnionych procedur tego rodzaju zalicza się tzw. *insider trading*. Działania te są charakterystyczne przede wszystkim dla rynków finansowych, choć zdobyte tam „doświadczenia” są też implantowane na rynki towarowe. Skromny „wkład” mają tu też, reaktywowane na początku lat dziewięćdziesiątych, polskie giełdy towarowe. Przykładem mogą być przeprowadzone w celach szkoleniowych w 1996 roku na Poznańskiej Giełdzie Towarowej transakcje opcyjne na półtusze wieprzowe. Najlepiej poinformowani inwestorzy³ mogli w majestacie prawa w ciągu trzech miesięcy osiągnąć do 130% zysku netto od zainwestowanego kapitału.

Jako nadrzędny cel instytucji federalnych w USA, współkształtujących funkcjonowanie giełd, wskazuje się ochronę inwestorów publicznych. Poszczególne akty prawne regulujące działalność CFTC i instytucji jej podległych, a zwłaszcza Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission – SEC), uściślają tę misję. Przykładem może być zapis zobowiązujący National Futures Association (NFA) do przeciwdziałania korupcji i nadzorowania rynków kontraktów *futures*. Stowarzyszenie jest m.in. upoważnione do monitorowania transakcji i podejmowania stosownych kroków dyscyplinarnych w stosunku do osób i instytucji naruszających reguły obrotu giełdowego. Nakładane sankcje są różnego rodzaju – od kar pieniężnych aż po pozbawienie licencji bądź uruchomienie procedury sądowej. W sytuacjach mniej drastycznych CFTC ogranicza się do przekazania zaleceń pokontrolnych organom wewnętrznym giełdy.

Od prezentowanych tu rozwiązań amerykańskich odbiegają nieco regulacje prawne, stosowane na giełdach europejskich. Upraszczając, można stwierdzić, że rozwiązania stosowane m.in. w Wielkiej Brytanii czy we Francji są mniej restrykcyjne od regulacji obowiązujących w USA, ale jednocześnie organa nadzoru sku-

² Do najbardziej spektakularnych manipulacji rynkiem można zaliczyć tzw. aferę braci Hunt. Wspomniane działania na przełomie lat 1979 i 1980 doprowadziły do wzrostu cen srebra na giełdzie nowojorskiej z 9 do 50 dolarów za uncję. Formalnym efektem afery były wieloletnie kary więzienia, choć właściwi „animatory” rynku byli nieosiągalni dla sądu amerykańskiego, zob. np. [Simon 1986, s. 272-275].

³ Data zawarcia transakcji była bardzo istotna. Spośród wystawionych do sprzedaży opcji tylko niektóre przyniosły zyski.

teczej stosują sankcje przeciwdziałające nadużyciom i przestępstwom. Najczęściej wyróżnia się cztery rodzaje zagrożeń:

- 1) możliwość transferowania kontraktów *futures* bez ujawniania tego faktu (a więc i dużych sum pieniędzy) między rachunkami z kraju do kraju,
- 2) pokusa oszukiwania klientów (*rip off*),
- 3) możliwość manipulacji cenami w celu osiągnięcia zysku,
- 4) angażowania się w zbyt duże pozycje (*over-trading*), zob. m.in. [Battley 1995, s. 102-104].

Ad 1. Zagrożenia pierwszego rodzaju wynikają głównie z anonimowości klientów biur maklerskich, wielopoziomowej, niekiedy, struktury ich pełnomocników (pośredników) i także coraz powszechniejszego transferu środków zaangażowanych w operacje giełdowe. Chodzi tu zwłaszcza o międzynarodowe przepływy środków z wykorzystaniem tzw. rajów podatkowych.

Paradoksalnie, do czynników sprzyjających nadużyciom i przestępstwom giełdowym należy zaliczyć postęp techniczny i technologiczny. Można tu np. zaliczyć handel elektroniczny za pośrednictwem platformy NYMEX ACCESS®, systemu GLOBEX®, a także możliwości składania zleceń poza rzeczywistym czasem pracy giełdy⁴.

Ad 2. Do tej grupy można włączyć liczne nadużycia dokonywane przez maklerów lub przy ich znacznym współudziale. Są to prymitywne i łatwe do udowodnienia przestępstwa, od zawyżania prowizji aż po tzw. handel z wyprzedzeniem (*trading ahead*). Polega on na wykorzystaniu informacji rynkowych od zleceńodawców, dotyczących np. planowanych przedsięwzięć inwestycyjnych. Udowodnienie nielegalności takich działań jest w praktyce bardzo trudne. Nadużyciom sprzyja tu m.in. przenoszenie przez maklerów swoich rachunków do innych biur. Podobne działania, określone terminem *accommodation trading*, odnotowano także na giełdach amerykańskich. Termin ten jest niekiedy odnoszony do tzw. transakcji łańcuchowych.

W tej grupie mieści się też tzw. handel z samym sobą. Na niektórych giełdach Wielkiej Brytanii (np. International Petroleum Exchange – IPE) handel taki jest dozwolony, jeśli makler ma dwóch klientów o przeciwnych zleceniach. Zabronione są natomiast transakcje między maklerem a jego klientem.

Ad 3 i 4. Istota nadużyć związana z tymi obszarami pozwala zauważyć liczne podobieństwa do praktyk notowanych na giełdach amerykańskich. Chodzi tu m.in. o wymieniony wcześniej handel fikcyjny czy próby omijania limitów pozycyjnych (*position limits, position reporting limits*). Procedury te są jednakże łatwe do wykrycia.

⁴ Przykładem może być handel ziemniakami na rynku terminowym w Lille. Na parkiecie handluje się bezpośrednio między 8.00 a 14.30, a w pozostałych godzinach przy wykorzystaniu wspomnianego systemu GLOBEX®. Niekiedy giełdy rezygnują z handlu w systemie *open outcry*, ograniczając się do pozaparkietowego składania zleceń, np. finansowa giełda z Toronto (Toronto Stock Exchange – TSE).

Do najbardziej spektakularnych efektów praktyk tego typu zalicza się upadek Banku Baringsa. Jedynym pożytkiem wspomnianej afery było jednoznaczne potwierdzenie tego, co i tak było wcześniej oczywiste – główny oskarżony, Lesson, nie mógł zrobić tego „w pojedynkę”.

Regulacje prawne, w tym systemy zabezpieczeń, obrotu giełdowego są we Francji zbliżone do rozwiązań brytyjskich. Warta odnotowania jest jednak troska organów nadzoru państwowego o zapewnienie odpowiednich kwalifikacji zawodowych i moralnych maklerów – członków Stowarzyszenia Zaakceptowanych Zleceniodawców – CCA. Odrębność francuskiego systemu kontroli giełdowej, z jednej strony, a brytyjskiego, a zwłaszcza amerykańskiego – z drugiej, w pewnym stopniu wynikają z rozwiązań prawnych, odmiennie regulujących miejsce giełd w strukturach gospodarczych i społeczno-politycznych. Funkcjonujący we Francji model kontynentalny z definicji przerzuca na państwo większość praw i obowiązków związanych z regulacją obrotu giełdowego, przy jednoczesnym ograniczeniu uprawnień organów wewnętrznych giełd.

3. Opodatkowanie terminowych transakcji towarowych

Spśród problemów, które bulwersują inwestorów giełdowych na całym świecie, do wzbudzających największe emocje należy opodatkowanie zysków z operacji giełdowych. Większość inwestorów, zwłaszcza drobnych, uważa, że opodatkowanie jest tu z istoty swojej niesprawiedliwe. Zyski spekulantów przeplatają się bowiem ze stratami, a te ostatnie nie są rekompensowane. Pozostali inwestorzy są gotowi zaakceptować zasadność opodatkowania, choć obowiązujące tu rozwiązanie (32% od zysku netto) także budzi gwałtowny sprzeciw. Układem odniesienia dla dyskusji nad zasadnością obowiązujących rozwiązań i ich konsekwencjami są zasady przyjęte w 1981 r. przez Kongres USA, zaadaptowane później przez giełdy krajów europejskich i azjatyckich.

System opodatkowania zysków z transakcji, obowiązujący na giełdach światowych do 1981 roku sprzyjał różnorodnym nadużyciom. Ułatwiała je specyfika rynków towarowych, technika zawierania transakcji i dowolność (w zależności od potrzeb) traktowania zysków i strat bądź jako długo-, bądź jako krótkookresowe.

Zasady te, zaakceptowane przez kraje europejskie i azjatyckie, zostały wprowadzone w trzech etapach:

- regulacje dotyczące okresu przejściowego (1981 r.),
- regulacje dotyczące identyfikacji cech (własności zmian przejściowych),
- regulacje ogólne (docelowe).

Całość regulacji zawiera Akt o zwrocie podatku (ERTA – The Economic Recovery Tax Act) z 1981 roku. Jego ustalenia precyzuje Internal Revenue Code (IRC), krajowy kodeks dotyczący dochodów. Należy dodać, że wspomniany akt kompleksowo reguluje zasady opodatkowania zysków osiąganych na giełdach zarówno towarowych, jak i kapitałowych.

Istotę regulacji można sprowadzić do działań w dwóch podstawowych kierunkach. Po pierwsze, intencją ustawodawcy była eliminacja dowolności interpretacji technik zawierania transakcji, a tym samym przekształcania typowych przychodów w przychody kapitałowe. Z drugiej strony, ustawa chroni uczciwych inwestorów przed stratami wynikającymi z długookresowego inwestowania oraz umożliwia uzasadnioną zamianę zysków krótkoterminowych w zyski długoterminowe, niżej opodatkowane [Klein, Lederman 1996].

Do szczegółowych kwestii, regulowanych Aktem o zwrocie podatku należą:

- procedury i warunki zawierania i likwidacji pozycji kontraktów typu *straddless*; możliwości nadużyć ułatwiło tzw. odroczenie likwidacji pozycji poprzez „umieszczenie” otwarcia i zamknięcia kontraktu w różnych okresach obrachunkowych,
- konsekwentne stosowanie zasady „marking to market”, polegającej na systematycznym monitorowaniu wszystkich rachunków inwestorów,
- wprowadzenie procedury wnoszenia przez inwestorów depozytów wstępnych i uzupełniających oraz rygorystyczne przestrzeganie procedur rozliczeniowych związanych z koniecznością utrzymywania tzw. depozytu obowiązkowego; przestrzeganie tych ustaleń jest niezbędnym warunkiem zapewnienia wypłacalności izb rozliczeniowych,
- adaptacja systemu *marking to market* na potrzeby opodatkowania uregulowanych terminowych kontraktów towarowych (RFC).

Ponadto ustawa wprowadza bardzo istotną zasadę, że wszelkie zyski i straty powstałe poprzez zamknięcie pozycji są traktowane tak, że 40% zysków i strat jest uznawanych za krótkoterminowe, a 60% za zyski lub straty długoterminowe. Przy zastosowaniu średniej ważonej oznacza to opodatkowanie dochodów netto w wysokości 32%⁵. Zysk (strata) w danym roku są obliczane jako suma zysków (strat) na dzień 31 grudnia.

W Stanach Zjednoczonych normy księgowe dotyczące transakcji *futures* na waluty obce określa dyrektywa FASB (Financial Accounting Standards Board – Rada Standardów Rachunkowości Finansowej) nr 52 „Przeliczanie walut obcych” (*Foreign Currency Translation*) a Dyrektywa FASB nr 80 „Księgowanie kontraktów *futures*” (*Accounting for Futures Contracts*) określa normy księgowe dotyczące pozostałych transakcji *futures*. Powyższe dyrektywy wymagają księgowania zmian wartości rynkowych kontraktu w chwili ich wystąpienia, z wyjątkiem transakcji, które można zaklasyfikować jako zabezpieczające.

Według zasad obowiązujących do roku 1981, kontrakt towarowy (RFC) tworzył majątek trwały we wszystkich przypadkach dopuszczonych prawem. Takie postępowanie, polegające na uznaniu części zysków i strat jako długo- i krótkoterminowe, miało na celu pozorowanie charakteru tych kontraktów jako aktywów.

⁵ Średnią ważoną oblicza się na podstawie stawki dla zysków krótkoterminowych równej 50%, a dla zysków na rynkach terminowych – 20%.

Celem ustawy było też ujednolicenie wymogów dotyczących terminów przechowywania aktywów, które nie są kontraktami terminowymi. W konsekwencji towary mające postać fizyczną muszą pozostać w dyspozycji inwestora przez rok, aby mogły być zaliczone do środków trwałych, a zyski z nich traktowane jako długoterminowe zyski kapitałowe. Wszelkie zyski i straty z tytułu operacji typu *hedge* tworzą przychody i straty normalne (*ordinary income & losses*) i nie podlegają regule 60/40 [Duffie 1990].

Ustawa zezwala, aby straty kapitałowe netto z transakcji towarowych *futures* były przenoszone do 3 lat wstecz i kompensowane zyskami na analogicznych transakcjach zawartych w tych samych okresach. Zysk netto z transakcji terminowych jest rozumiany jako potrącenie zysku netto z transakcji RFC lub zysku netto z pozostałych źródeł. Zyski te podlegają kompensacji w najbliższym z trzech okresów, w których poniesiono straty. Jeśli jest to niemożliwe – zysk zostaje przeniesiony na rok przyszły. Korzyści zastosowania zasady przeniesienia pokazuje następujący przykład. Inwestor w 1985 r. odnotował zyski i straty jak w tab. 1. Załóżmy ponadto, że w latach 1983 i 1984 także odnotował RFC (*carry back*) saldo ujemne.

Tabela 1. Zasady rozliczania strat z transakcji RFC (saldo ujemne – *carry back*)

1985	Krótki okres	Długi okres	Suma
RFC (<i>marking to market</i>) – strata netto	–40 000	–60 000	–100 000
Pozostałe krótkoterminowe straty kapitałowe	–3 000		–3 000
Pozostałe długoterminowe zyski kapitałowe		50 000	50 000
Strata kapitałowa netto	–40 000	–10 000	–50 000
Strata netto z term. transakcji towarowych	0	0	0
RFC <i>carry back</i>	–20 000	–30 000	–50 000

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Ernst, Tyrrel 1986].

Podatnik powinien przenieść straty netto z 1985 roku (tj. 50 000 \$) na 3 lata w tył do roku 1982. Wartość ta jest uznana w 1982 roku w 40% jako krótkoterminowa, a w 60% jako długoterminowa. Suma ta może być równoważna zyskowi RFC z roku 1982, ale tylko do granic tego zysku. Załóżmy, że podatnik w 1982 roku osiągnął zyski lub straty jak w tab. 2.

Tabela 2. Rozliczanie strat „wstecz” (RFC ujemne)

1982	Krótki okres	Długi okres	Suma
RFC <i>marking to market</i> zysk netto	20 000	30 000	50 000
Pozostałe długoterminowe straty kapitałowe		–30 000	–30 000
Zysk netto w 1982 roku	20 000	0	20 000
Straty RFC przeniesione z roku 1985	–20 000		–20 000
Zysk netto w 1982 roku po przeniesieniu	0	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Ernst, Tyrrel 1986].

Zauważmy, że tylko 20 000\$ z przeniesionych strat RFC jest wykorzystane w roku 1982. Ponieważ podatnik nie osiągnął zysku netto RFC w 1983 ani w 1984 roku, wówczas 30 000\$ nie wykorzystanych strat RFC będzie przeniesione do roku 1986 oraz będzie uznane za straty RFC w tym roku. Dlatego 12 000\$ w tych 30 000\$ jest krótkoterminową stratą kapitałową, a reszta długoterminową w roku 1985.

Korzyści dla inwestorów wynikające z takiej możliwości interpretacji ustawy są oczywiste: inwestor unika płacenia podatków od 2000 \$ (równowartość strat poniesionych w roku 1982) i może liczyć na redukcję podatków (do 3000\$) w roku 1986 (jeśli w tym roku poniósłby straty na RFC).

Ostatnią z kwestii związanych z przedmiotem niniejszych rozważań jest ocena konsekwencji ewolucji systemu podatkowego dla rozwoju giełd polskich. Nie ulega wątpliwości, że niemal „bezkrytyczna” akceptacja rozwiązań amerykańskich przez giełdy krajów Unii oznacza także konieczność przyjęcia w bliskiej perspektywie tych rozwiązań w Polsce.

Dotychczasowe doświadczenia zarówno GPW w Warszawie, jak i nielicznych giełd towarowych, nie dają jednoznacznej odpowiedzi na podstawowe pytania: kiedy i na jakim poziomie opodatkować zyski z operacji giełdowych. Przeciętne zyski inwestorów uczestników transakcji na giełdzie warszawskiej są dość wysokie (porównując lata 1992-2000), jednakże okresy bessy i hossy niemal dokładnie się równoważą. Jeszcze większym wahaniom podlegały w tym okresie ceny produktów rolnych. W niektórych okresach (np. lata 1994-1995) większość inwestorów na obydwu rynkach ponosiła straty i w konsekwencji zrezygnowała z aktywnego uczestnictwa w transakcjach giełdowych. Lukę tę wypełnił spekulacyjny kapitał zagraniczny, działający w komfortowych warunkach (brak opodatkowania transakcji na polskich giełdach).

Literatura

- Battley N., *Kontrakty futures i opcje na giełdach towarowych. Wprowadzenie*. K.E. Liber, Warszawa 1998.
- Duffie D., *Futures Markets*, Prentice Hall, New York 1989.
- Ernst F.E., Tyrrel J.P., *Handbook of Futures Markets*, Wiley and Sons, New York 1984.
- Klein R.A., Lederman J., *Derivatives and Responsibility the Complete Guide to Effective Derivatives and Decision Making*, Irvin Professional Publishing, New York 1996.
- Merrick J. Jr., *Financial Futures Markets*, Harper & Row, London 1990.
- Simon Y., *Bourses de commerce et marchés a 'terme de merchandises*, Dalloz, Paris 1986.
- Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Warszawa 2003.
- Wasendorf R.R., McCafferty T.A., *Giełdy towarowe od A do Z*, K.E. Liber, Warszawa 1997.

LEGAL AND FINANCIAL ASPECTS OF MARKET TRANSACTIONS EXEMPLIFIED BY COMMODITIES MARKETS

Summary

The article is an attempt of introducing of some chosen legal and financial aspects of functioning of American and European markets.

Typical kinds of misappropriation and offences in market turnover and their consequences for investors and brokerage offices have been discussed.

The second part of the paper presents standard procedures of market operations' financial control which are legally binding on the US markets. The knowledge of these procedures is of essential practical importance because of the organizational and training co-operation of CME and the Warsaw commodities market.

Marek Drewniński – prof. dr hab. w Katedrze Podstaw Marketingu Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.