

mgr Piotr Sekinda

Streszczenie dysertacji doktorskiej:

Transakcje opcji walutowych w polskim systemie prawnym

Celem badawczym pracy doktorskiej są transakcje opcji walutowych zawierane na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych. Opracowanie nie ma z założenia celów prawnoporównawczych i poświęcone jest przede wszystkim ocenie sytuacji prawnej tych transakcji w Polsce. Niewątpliwie wartością dodaną dysertacji jest to, że charakter prawny transakcji opcji walutowych został w niej omówiony przy uwzględnieniu praktycznych zagadnień dotyczących tych transakcji oraz obowiązujących standardów dokumentacyjnych. Rozprawa doktorska składa się z sześciu rozdziałów.

Rozdział pierwszy stanowi wprowadzenie do tematyki instrumentów pochodnych. Ta część pracy nie ma charakteru *stricte* prawniczego i prezentuje przede wszystkim ekonomiczne ujęcie instrumentów pochodnych. Prawidłowa ocena konstrukcji prawnej danego instrumentu finansowego wymaga bowiem przeanalizowania ekonomicznych podstaw jego funkcjonowania. Tematem pracy doktorskiej są wprowadzone na rynek pozagiełdowy (ang. *over-the-counter market*, OTC) transakcje opcji walutowych, jednak precyzyjne zdefiniowanie i określenie prawnego charakteru tych transakcji wymaga szerszego spojrzenia na pojęcie derywatów. W tej części pracy przedstawiony został szeroko rozumiany rynek instrumentów pochodnych, jego geneza oraz podstawowy podział tego rynku na rynek giełdowy i pozagiełdowy. Ponadto zaprezentowane zostały najważniejsze klasyfikacje i rodzaje derywatów. Szczegółowo omówiono i przeanalizowano różne rodzaje opcji, kontraktów terminowych, swapów, warrantów i kredytowych instrumentów pochodnych. Na przykładach pokazano również praktyczne zastosowanie tych transakcji.

Rozdział drugi ma za zadanie przedstawienie transakcji opcji walutowych oraz możliwości ich praktycznego zastosowania. W tej części rozprawy doktorskiej omówione zostały podstawowe elementy konstrukcyjne opcji walutowych oraz cechy wyróżniające te instrumenty wśród innych transakcji opcyjnych. Przedstawiono zarówno najprostsze opcje walutowe typu *plain vanilla*, jak i skomplikowane opcje egzotyczne. Opcje walutowe są jednym z najbardziej popularnych instrumentów zabezpieczających ryzyko walutowe. Pojedyncze zastosowanie opcji walutowej jest najprostszą strategią zabezpieczającą, jednak nie jedyną. Alternatywą są złożone strategie opcyjne. W tej części pracy przedstawione

zostały – na praktycznych przykładach – możliwości zastosowania zarówno pojedynczych opcji, jak i strategii opcyjnych. Na zakończenie rozdziału drugiego zaprezentowano zarządzanie ryzykiem walutowym, ale nie od strony podmiotów zabezpieczających się, a od strony podmiotów świadczących usługę tzw. *hedging*'u walutowego swoim kontrahentom np. przez wystawianie opcji.

W rozdziale trzecim przedstawiono źródła prawa normujące funkcjonowanie instrumentów pochodnych na polskim rynku OTC, a także inne regulacje dotyczące tych instrumentów. Ponieważ polski ustawodawca nie przewidział kompleksowej regulacji prawnej w zakresie transakcji pochodnych (w tym transakcji opcji walutowych), szczegółowa analiza źródeł prawa w tym przedmiocie jest nieco utrudniona. W tej części pracy transakcja opcji walutowej została zaprezentowana jako instrument finansowy w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Następnie omówiono przepisy, na podstawie których banki zawierają tego typu transakcje ze swoimi klientami. W szczególności, przedstawione zostały zasady świadczenia przez banki usługi nabywania i zbywania instrumentów finansowych. Omówiono również obowiązki wynikające z zaimplementowanej do polskiego systemu prawa tzw. Dyrektywy MiFID, a także bezpośrednio obowiązującego Rozporządzenia EMIR. Transakcja opcji walutowej została również przedstawiona jako terminowa operacja finansowa, czyli czynność bankowa w rozumieniu ustawy Prawo bankowe. W tym rozdziale zaprezentowano także szczególną sytuację terminowych operacji finansowych w polskim prawie upadłościowym. Na zakończenie rozdziału trzeciego omówione zostały najważniejsze dla polskiego rynku instrumentów pochodnych OTC rekomendacje Komisji Nadzoru Finansowego. Niepominięty został również wątek charakteru prawnego tego typu rekomendacji.

Na rynku OTC wykształciło się wiele standardów dokumentacji, które regulują współpracę kontrahentów w zakresie transakcji pochodnych. Rozdział czwarty pracy doktorskiej ma za zadanie przybliżenie tych standardów. Niewątpliwie najbardziej rozpowszechnionym wzorcem na świecie jest standard dokumentacji opracowany przez *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA), który został szczegółowo omówiony w tej części pracy. Przedstawiony został proces rozwoju dokumentacji ISDA, jak i jej aktualna struktura. Szczegółowo przeanalizowano konkretne postanowienia *ISDA Master Agreement*, w tym przypadki naruszenia, zasady przedterminowego rozwiązania umowy i reguły wyliczenia finalnej kwoty rozliczenia. W tej części pracy przybliżony został również standard dokumentacji funkcjonujący na polskim rynku OTC – standard opracowany przez

Związek Banków Polskich (ZBP). W ostatniej części rozdziału czwartego omówiono cechy charakterystyczne umów, na podstawie których zawierane są transakcje opcyjne między polskimi przedsiębiorcami a bankami.

Kluczowy w rozprawie doktorskiej jest rozdział piąty, w którym przedstawiona została cywilnoprawna charakterystyka transakcji opcji walutowych. W pierwszej kolejności zaprezentowana została geneza konstrukcji prawnej transakcji opcyjnej na gruncie prawa kontynentalnego i *common law*. Omówione zostały najpopularniejsze koncepcje odnoszące się do charakteru prawnej transakcji opcji walutowej, tj. umowa przedwstępna, umowa sprzedaży, oferta i umowa ofertowa. Przedstawiono wady i zalety tych koncepcji, a następnie w oparciu o umowę ofertową zaproponowano prawną definicję transakcji opcji walutowej. W dalszej kolejności transakcja opcji walutowej została zaprezentowana jako umowa nienazwana, odpłatna, dwustronnie zobowiązująca i niebędąca umową wzajemną. Omówiono również kwestię losowego charakteru umowy opcyjnej oraz przedstawiono argumenty przeciwko traktowaniu jej jako umowy ubezpieczenia. Przeanalizowano także pojęcie „obrotu opcjami walutowymi”. Na zakończenie tego rozdziału wskazane zostały zasady przedawniania się roszczeń z tytułu przedmiotowych transakcji.

Szósty rozdział ma za zadanie przedstawienie problemu tzw. „toksycznych opcji”, a więc sytuacji prawnej polskich przedsiębiorców, którzy w latach 2006 - 2008 zawierali walutowe strategie opcyjne z bankami i w wyniku nagłej utraty wartości polskiego złotego ponieśli ogromne straty. Na wstępie przedstawiono zarys stanu faktycznego, a w szczególności okoliczności, w jakich polscy eksporterzy zawierali transakcje opcyjne. Następnie omówione zostały podstawy prawne unieważnienia transakcji opcji walutowych, tj. brak umocowania do zawarcia transakcji, klauzula *rebus sic stantibus*, wady oświadczenia woli, wzysek, naruszenie zasad współżycia społecznego oraz nieterminowa implementacja dyrektywy MiFID do polskiego porządku prawnego. Natomiast na koniec przedstawiono potencjalne rozwiązania problemu „toksycznych opcji”.