

TOMASZ NIEBORAK (Poznań)

Ewolucja derywatów jako formy zabezpieczenia przed ryzykiem

I. Były prezes Banku Rezerwy Federalnej w Nowym Jorku powiedział kiedyś: „Instrumenty pochodne można porównać z rozgrywającymi – albo się ich nosi na rękach, albo zrzuca się na nich całą winę”¹. Cytat ten doskonale oddaje naturę pochodnych instrumentów finansowych (nazywanych także derywatami), które mimo tego, iż od wieków towarzyszą człowiekowi, cały czas stanowią dla niego wyzwanie. Aby sprostać temu wyzwaniu, ważna jest, oprócz wiedzy dotyczącej mechanizmów funkcjonowania pochodnych instrumentów finansowych, także znajomość zagadnień związanych z historią derywatów, a przede wszystkim najistotniejszych faktów odnoszących się do procesu powstawania tego wyszukanego rodzaju instrumentu finansowego. Można się bowiem spotkać z opinią, „iż najważniejszą sprawą nie jest kto i kiedy stworzył i wykorzystał pierwszy raz pewne mechanizmy dla realizacji określonych celów gospodarczych, ale czy zastosowane mechanizmy okazały się skuteczne przy realizacji pewnych określonych celów gospodarczych”². Stwierdzić jednak należy, iż historia pomaga człowiekowi postrzegać współczesny jemu świat przez pryzmat zdarzeń, które miały miejsce dziesiątki, setki, a nawet tysiące lat wcześniej³. Znana jest przecież zasada, iż przeszłość kształtuje teraźniejszość. Dlatego poniższy artykuł poświęcony zostanie prezentacji zagadnień historycznych odnoszących się do pochodnych instrumentów finansowych.

Rozważania na ten temat poprzedzić należy jeszcze jedną ważną uwagą dotyczącą konstrukcji współczesnego rynku instrumentów pochodnych. Ry-

¹ Za Reuters, *Instrumenty pochodne. Wprowadzenie*, Oficyna Ekonomiczna, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001, s. 12.

² L.A. Ratajczak, *Wprowadzenie do transakcji terminowych i opcyjnych*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1999, s. 13.

³ R. Diedrigkeit, *Rynek pieniądza i papierów wartościowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1993, s. 9.

nek derywatów jest rynkiem niezwykle skomplikowanym, na którego konstrukcję składają się setki, a nawet tysiące poszczególnych rodzajów derywatów. Mimo tej różnorodności bazę w procesie tworzenia innych pochodnych stanowi zawsze zaledwie kilka podstawowych kategorii pochodnych instrumentów finansowych. Jednak na potrzeby tego artykułu warto jest zaprezentować teorię C.W. Smithsona, którą w uproszczeniu nazwać można „teorią klocków” czy też „teorią finansowych bloków konstrukcyjnych”⁴. Ekonomista ten stwierdził, iż kontrakty opcji i kontrakty przedterminowe (*forward*) są najważniejszymi spośród kilku podstawowych rodzajów derywatów. Przyjął, iż wymienione wyżej kontrakty są niczym dwa rodzaje klocków LEGO®, z których konstruowane są następnie inne derywaty. C.L. Culp, za którym cytowana jest ta teoria, nazywa owe „klocki” „(...) dwoma prostymi i podstawowymi »finansowymi blokami konstrukcyjnymi«⁵ (...)”⁶.

Aby lepiej zrozumieć opisywane zagadnienie, przypomnieć należy pokrótce różnice, jakie występują pomiędzy kontraktem opcji a kontraktem przedterminowym (*forward*). W uproszczeniu można powiedzieć, iż u m o w a o p c j i daje posiadaczowi opcji, za cenę zapłaconej przez niego premii, p r a w o (ale go nie zobowiązuje) do zakupu albo sprzedaży pewnego szeroko pojętego dobra w przyszłości – w ilości i po cenie ustalonej wcześniej pomiędzy stronami. Z kolei w u m o w i e p r e d t e r m i n o w e j (*forward*) o b y d w i e j e j s t r o n y zobowiązują się do wykonania względem siebie przyrzeczonych w niej świadczeń w przyszłości, na warunkach i zasadach ustalonych wcześniej.

I rzeczywiście, na bazie konstrukcji tych dwóch rodzajów kontraktów („klocków”) istnieje możliwość tworzenia dowolnych kombinacji derywatów, oczywiście w ramach określonych przez prawo. Albowiem najistotniejsza, jak się wydaje, jest kwestia rozłożenia praw i obowiązków stron wobec siebie, a nie sama nazwa czy też miejsce obrotu derywatami. W każdym z finansowych przeglądów głównych rodzajów instrumentów pochodnych na pierwszy plan wysuwają się podstawowe elementy konstrukcyjne charakterystyczne dla dwóch opisanych powyżej derywatów, tj. umowy opcji i kontraktu przedterminowego (*forward*). Ktoś może jednak zapytać: Dlaczego w publikacji poświęconej historii derywatów rozpatrywane są tego typu zagadnienia? Odpowiedź jest prosta. Jak to zostanie zaprezentowane poniżej, od tysięcy lat człowiek bardziej lub mniej świadomie wykorzystuje pochodne instrumenty finansowe. Oczywiście dopiero niedawno ujęto to zagadnienie w ramy teoretyczne, nadając temu „zjawisku” nazwę d e r y w a t u, instru-

⁴ C.W. Smithson, *A LEGO® Approach to Financial Engineering*, „Midland Corporate Finance Journal” 4 (1987), cyt. za: C.L. Culp, *A primer on derivatives. Their mechanics, uses, risks and regulation*, Competitive Enterprise Institute, Chicago 1995, s. 5.

⁵ Z ang. *building blocks*.

⁶ C.L. Culp, *A primer on derivatives*, s. 5; zob. także L. Chew, *Managing Derivative Risks. The Use and Abuse of Leverage*, John Wiley & Sons, Chichester 1996, s. 5-7.

mentu pochodnego⁷. Jednak źródłem ich powstania były właśnie umowy, których elementy konstrukcyjne pozwalają zakwalifikować pierwotne pochodne instrumenty finansowe jako dzisiejsze umowy opcji czy też umowy przedterminowe (*forwards*). Właśnie na gruncie doświadczeń naszych przodków wyrosły najrozmaitsze „odmiany” derywatów wykorzystywanych przez współczesny rynek finansowy.

II. Jeden z pierwszych ze sposobów wykorzystania instrumentów pochodnych przez naszych przodków zaprezentowany został w Biblii. Według bibliistów, owa historia miała miejsce około XV wieku p.n.e. Wtedy to właśnie, jak podaje biblijna przypowieść z Księgi Rodzaju (rozdział 29), Jakub nabył od Labana opcję dającą mu prawo do ręki jego córki Racheli (notabene swojej kuzynki). Wartość tej opcji wyceniona została na 7 lat pracy Jakuba, a niosła ze sobą ryzyko niedotrzymania przyrzeczenia, jak też się stało⁸. Jakub miał bowiem prawo do skorzystania z oferty swojego wuja, który za premię – zapłatę w formie pracy – oddał rękę swojej córki. Jak się okazało, Laban skorzystał podwójnie. Albowiem jak nakazywała tradycja, w pierwszej kolejności oddał Jakubowi rękę swej starszej córki Lei. Jednak miłość Jakuba do Racheli była tak silna, iż pragnął on jej bezgranicznie. Dlatego też zgodził się on odpracować kolejne 7 lat, aby wreszcie pojąć ją za żonę. Jeśli ufać bibliście, pierwsze derywaty wykorzystywano zatem już w zamierzchłej starożytności.

Stwierdzić można z całą pewnością, iż korzenie derywatów sięgają towarowych rynków starożytności⁹. Uważa się, iż około 8000 lat temu, u schyłku neolitu, człowiek rozpoczął osiadły tryb życia. Punktem zwrotnym w historii gatunku ludzkiego było rozwinięcie przez naszych przodków uprawy roli. Pozwoliło to człowiekowi produkować taką ilość żywności, która starczała mu, aby się wyżywić. Z czasem zaczął produkować nadwyżki żywności, które następnie sprzedawał, przyczyniając się tym samym do rozwoju handlu. Pierwszą z wielkich cywilizacji zawdzięcza ludzkość Sumerom, którzy pod koniec czwartego tysiąclecia p.n.e. utworzyli w Mezopotamii rozwiniętą kulturę. Tu rozwinęło się pierwsze społeczeństwo, posiadające scentralizowane państwo, oparte na przepisach prawa. Także w Mezopotamii odnaleźć można

⁷ Sam instrument pochodny (derywat) definiuje się współcześnie jako umowę, której wartość zależy pośrednio lub bezpośrednio od wartości pewnej zmiennej bazowej, jak na przykład wartości określonych dóbr (cebulek tulipanów) będących przedmiotem obrotu cywilnoprawnego albo określonych wskaźników ekonomicznych opisujących wartość dóbr będących w obrocie. Por. L. Sobolewski [red. nauk.], *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 1999, s. 142.

⁸ Za G. Prętki, *Charakterystyka giełdowych kontraktów opcyjnych*, w: M. Biegański i A. Janc [red. nauk.] *Hedging i nowoczesne usługi finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 152; Por. *Pismo Święte Starego i Nowego Testamentu*, Wydawnictwo Pallottinum, Poznań 1965, s. 49-51.

⁹ A. Fierla, *Giełdowy rynek opcji na akcje. Możliwości rozwoju w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1997, s. 19.

pierwsze przykłady zastosowania derywatów. Dużą rolę w ich rozwoju odegrało wynalezienie pisma klinowego, którego znajomość zarezerwowana została dla skrybów, notariuszy i urzędników ówczesnych instytucji państwowych. Uważa się, że czynnikiem, który zdecydował o jego powstaniu, była konieczność jeszcze intensywniejszego rozwoju handlu. Ze względu na fakt, iż człowiek do XV wieku p.n.e. nie znał pieniądza, w formie w jakiej występuje on współcześnie, wszelkie zobowiązania regulowane były w drodze barteru. Jednak coraz intensywniejszy rozwój handlu wymuszał wprowadzanie nowych rozwiązań¹⁰. Jednym z nich było właśnie „odkrycie” pieniądza, jako swego rodzaju zjawiska społecznego, przyjmującego najróżniejsze formy w poszczególnych kulturach świata starożytnego. Pieniądzem były minerały, owoce, warzywa oraz muszle, a także inne przedmioty¹¹. Z punktu widzenia rozwoju derywatów najistotniejszym osiągnięciem było wynalezienie w Mezopotamii wspomnianego pisma klinowego. Dzięki jego zastosowaniu możliwe stało się zapisywanie (na kamiennych tabliczkach) przeprowadzanych transakcji handlowych. Miasta–państwa starożytnej Mezopotamii zawdzięczały swój rozkwit między innymi dobrze rozwiniętej uprawie roli, dzięki której możliwe było wyżywienie ludności ich zamieszkującej. Z czasem populacje tych miast zaczęły się rozwijać w tak szybkim tempie, iż na horyzoncie pojawiło się potencjalne niebezpieczeństwo braku żywności. Tereny wiejskie graniczące z miastami nie były już w stanie zapewnić im wystarczającej ilości żywności. Nie zawsze też istniała możliwość podbicia nowych terenów pod uprawę, gdyż zajmowane one były niejednokrotnie przez silniejszych sąsiadów. Dlatego ówczesni władcy, widząc to potencjalne zagrożenie, poszukiwali rozwiązań, które zabezpieczyłyby przyszłość państw przez nich rządzonych.

Właśnie w starożytnej Mezopotamii odnajdujemy pierwsze z przykładów zastosowania derywatów. Należy do nich umowa pożyczki ziarna (ang. *grain loan*), która jest pierwowzorem dla współczesnych umów przedterminowych (*forwards*), a także notowanych na towarowym rynku giełdowym umów na czas przyszły (*futures*)¹². Zawieranie tego typu umów miało stanowić zabezpieczenie na wypadek braku ziarna, co z kolei stanowić mogło zagrożenie dla bytu poszczególnych miast ówczesnej Mezopotamii. Konstrukcja takiej umowy polegała na tym, iż za cenę odpowiedniej ilości pewnego dobra (najczęściej srebra), wpłacanej przez kupującego jeszcze przed wyprodukowaniem ziarna, sprzedawca zobowiązywał się do dostarczenia w przyszłości umówionej ilości zboża drugiej stronie umowy. Kontrakt był spisywany na kamiennych tabliczkach, przy wykorzystaniu pisma klinowego.

¹⁰ P. Roth, *Rynki walutowe i pieniężne. Instrumenty finansowe i ich zastosowanie*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 26.

¹¹ D.R. Kamerschen, R.B. McKenzie, C. Nardinelli, „Ekonomia”, *Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”*, Gdańsk 1992, s. 174.

¹² E.J. Swan, *Building the Global Market. A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Law International, The Hague 1999, s. 36.

Zachowało się wiele takich tabliczek, a bodajże największa ich kolekcja znajduje się w British Museum. Jedna z owych tabliczek, zaprezentowana w książce E.J. Swana dotyczącej historii derywatów, pochodzi z 1750 roku p.n.e.¹³ Spisany został na niej kontrakt opcji na dostawę (w przyszłości) niewolników. Zawiera on elastyczne uregulowania dotyczące stosunków prawnych pomiędzy stronami tejże umowy. Po pierwsze, nie został w nim zindywidualizowany „przedmiot” umowy, a więc konkretny niewolnik. Sprzedającemu przysługiwała opcja dostarczenia bądź to niewolników, bądź też zapłaty w zamian określonej sumy w srebrze. Po drugie, zobowiązania wynikające z opisywanej umowy mogły być do czasu dostarczenia przedmiotów kontraktu przeniesione na osobę trzecią (!).

Te przykłady potwierdzają tezę, iż na starożytnych rynkach towarowych po raz pierwszy zaczęto stosować derywaty. Stronami tego rodzaju transakcji były w starożytnej Mezopotamii przede wszystkim osoby prywatne, świątynie oraz spichlerze należące do władców. Pierwsze giełdy, rozpatrywane jako miejsca spotkań handlarzy, powstały właśnie w pradawnej Babilonii, a także w Egipcie¹⁴. Wynikało to zapewne z faktu, iż właśnie w tych miejscach znajdowały się najważniejsze miejsca kultu religijnego (Charan, Mabug)¹⁵. Co ciekawe, ośrodki handlu skoncentrowane były tam w trzech miejscach, to jest: u bram miast, na nadbrzeżach miast portowych oraz w świątyniach. Te ostatnie odgrywały także ważną rolę w handlu starożytnymi derywatami – czyli umowami pożyczek ziarna. Przede wszystkim stanowiły one miejsce, w którym zawierano tego rodzaju umowy. Poza tym, świątynie udostępniały także swoje spichlerze osobom prywatnym. Jak podaje E.J. Swan, spełniały rolę izb rozliczeniowych oraz nadzorców rynku¹⁶. Regulacje przez nie wprowadzane miały zapewnić dostarczanie zboża w odpowiedniej ilości i jakości oraz kontrolę rzeczywistego wykonania umowy określonego przez strony w kontrakcie. Jednym z wówczas stosowanych standardów był standard miary według Shamasha – boga Słońca¹⁷. Handlarze, dostrzegając niebezpieczeństwa i problemy jakie wiązały się z transportem, pomiarami i ocenami jakości towarów,

¹³ Ibidem, s. 29; zaznaczyć należy, iż przytaczana pozycja należy do kilku tego rodzaju monografii, które w tak kompleksowy sposób traktują o historii rynku derywatów. Autor, E.J. Swan podjął się niezwykle trudnego zadania – zebrania i opisanie dziejów rynku pochodnych instrumentów finansowych. Niewątpliwie dokonał on tego w sposób mistrzowski, tworząc pracę, która w sposób wyczerpujący opisuje prezentowaną tematykę. Ze względu na fakt, iż istnieje zaledwie kilka źródeł dotyczących historii derywatów, autor niniejszej publikacji kilkakrotnie powoływać się będzie na opisywaną książkę. Do innych godnych uwagi, a cytowanych przez E.J. Swana pozycji zaliczyć można prace następujących autorów: J.W. Markham, *The History of Commodity Futures Trading and its Regulation*; D. Courtney, *From Forums to Futures*; G.L. Rees, *Britain's Commodity Markets*.

¹⁴ S. Woyzbun, *Giełda. Przeszłość, organizacja obecna, obroty*, Nakładem Bratniej Pomocy Studentów Szkoły Nauk Politycznych w Warszawie, Warszawa 1928, s. 14.

¹⁵ Ibidem, s. 3.

¹⁶ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 37.

¹⁷ Ibidem.

powierzali dokonywanie tych czynności świątyniom. Urzędnicy, czy też kapłani świątyni, posiadali pełnomocnictwa do dokonywania kompensacji poszczególnych transakcji, a także pobierania opłat za towary w imieniu tego czy innego kupca. Kontrakty spisywane były na kamiennych tabliczkach tylko *pro forma*, a ustalano w nich cenę oraz termin dostawy. W rzeczywistości zarówno wszelkie płatności, jak i dostawa następowały w przyszłości (transakcja terminowa). Zachowały się kontrakty, w których strony ustalały dostawy z datą przyszłą towarów takich, jak: czerwony czosnek, jęczmień, daktyle, kukurydza i słoma¹⁸.

Władcy starożytnej Mezopotamii nie pozostali obojętni na potrzebę wprowadzenia stosownych regulacji prawnych. Za przykład niech posłuży P r a w o B i l a l a m y (2268–2258 r. p.n.e.)¹⁹, które normowało ceny dzierżawy, zasady spłat pożyczek ziarna, zastaw, pokwitowania odbioru towarów i co ciekawe, stopy procentowe odsetek, które wynosiły w tym czasie od 20–33¹/₃ procenta. Z kolei w sekcji 19. tego Prawa uregulowane zostały zagadnienia dotyczące transakcji towarowych, ze szczególnym uwzględnieniem kontraktów z przyszłą dostawą. Zawarte tam regulacje zapobiegać miały spekulacji, która także i w tamtych czasach była praktykowana. Albowiem niejednokrotnie zawierano umowę pożyczki ziarna z przyszłą dostawą, którego jednostka wagi wyceniana i rozliczana była w srebrze. Jako że na przednówku niejednokrotnie występował niedostatek ziarna, jego cena wzrastała. Tym samym pożyczkobiorca ziarna był zobowiązany do zwrotu odpowiednio większej ilości srebra pożyczkodawcy. Ze względu na fakt, iż zarówno dostawa, jak i rozliczenie następowały w czasie przyszłym, ewentualne zmiany godziły w interes pożyczkobiorcy. Dlatego w sekcji 20. Prawa Bilalamy zakazane zostało stosowanie takich praktyk. Dozwolone było tylko zawarcie umowy pożyczki ziarna, którego ilość zwrócona musiała być w takiej samej ilości, powiększonej o dozwolone przez prawo odsetki²⁰. Liczne regulacje związane z przyszłą dostawą towarów zawierał także sławny Kodeks Hammurabiego pochodzący z przełomu XVIII i XVII wieku p.n.e.²¹

III. Dominującym sposobem sprzedaży wykorzystywanym w starożytnej Grecji była sprzedaż gotówkowa, natychmiastowa. Jednak ze względu na duże zapotrzebowanie na ziarno, a także potrzebę zabezpieczenia jego przyszłych dostaw, regulacje prawne dopuszczały pewne wyjątki, do których na-

¹⁸ Ibidem, s. 40.

¹⁹ Kodeks ten spisany został w języku akadyjskim i pochodzi z Eszunny, a przypisywany był początkowo królowi Eszunny, Bilalamie; zob. E. Borkowska-Bagińska, B. Lesiński, *Historia prawa sądowego*, Ars boni et aequi, Poznań 1995, s. 19.

²⁰ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 42–45.

²¹ Ibidem, s. 45–48; zob. także B. Lesiński [red.], *Historia państwa i prawa. Wybór tekstów źródłowych*, Ars boni et aequi, Poznań 1995, s. 11–14.

leżała tzw. pożyczka na pniu²². Jej zadaniem była asekuracja przed ryzykiem związanym z transportem zboża drogą morską. Pożyczkodawca był uprawniony do udzielenia pożyczki na potrzeby importu zboża, oprocentowanej, w zależności od odległości i ryzyka związanego z transportem towaru w wysokości od 10-48 procent. W wypadku zagubienia zboża (np. wskutek katastrofy statku) umowa stanowiła, iż pożyczkobiorca nie był dłużny wobec pożyczkodawcy! Jednak jeżeli zboże zostało przetransportowane bezpiecznie, to pożyczkodawca otrzymywał sumę główną plus wysoki procent. Tym samym mamy do czynienia z wykorzystaniem derywatu (umowy przedterminowej – *forward*) w celu zabezpieczenia transakcji (ang. *hedging*) z jednoczesnym przejęciem ryzyka przez pożyczkodawcę. Zyskiem za to ryzyko jest ekspektatywa wysokiego zysku, osiągniętego, jakbyśmy to dzisiaj powiedzieli, dzięki zasadzie działania prawa dźwigni finansowej. Pożyczkodawca, zainwestowawszy stosunkowo małą kwotę, miał możliwość uzyskania 48-procentowego zysku, aczkolwiek przy relatywnie dużym ryzyku.

Innym zastosowaniem pochodnych instrumentów finansowych przez starożytnych Greków jest tzw. *arrah*. Była to forma depozytu, opłaty opcyjnej (premii) zobowiązującej obydwie strony kontraktu do sprzedaży i wykonania zawartej umowy w przyszłości. Jako przykład jego zastosowania podawana jest umowa zakupu w przyszłości wszelkich sprzętów związanych z pogrzebem płacącego *arrah* bądź członka jego rodziny. Wspomina o tym między innymi Arystoteles w swoich dziełach²³.

Arystotelesowi zawdzięczamy także opis zastosowania pierwszego z kontraktów opcji. W „Polityce”²⁴ przytacza on opowieść o pierwszym z greckich filozofów, Talesie z Miletu²⁵. Arystoteles podaje historię tego uczonego jako przykład doskonałej sztuki zarobkowania. Mówi nawet, iż chodzi w tej historii o pewną spekulację zarobkową, która przypisana została Talesowi ze względu na jego mądrość. A było tak. Tales z Miletu, korzystając ze swej wiedzy astrologicznej, przewidział iż w najbliższej przyszłości nastąpi urodzaj oliwek. Dlatego jeszcze w zimie wykupił u wszystkich rolników w okolicy (Miletu i Chios) opcje do używania pras wykorzystywanych przy tłoczeniu oliwy. Za swe prawo zapłacił właścicielom pras niewielki za datę k (dziś

²² W języku angielskim na określenie tego rodzaju transakcji używa się słowa *bottomory loans*. Niezwykle trudno jest przetłumaczyć na język polski to sformułowanie. Jak się wydaje, tłumaczenie przyjęte w niniejszym artykule najlepiej oddaje istotę nazwy tej umowy; por. E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 60-62.

²³ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 61-62.

²⁴ Arystoteles, *Polityka*, Księga I, w: Arystoteles, *Dzieła wszystkie*, t. 6, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 39-40.

²⁵ Tales z Miletu (ok. 620 – ok. 540 p.n.e.), filozof, matematyk i astronom grecki, jeden z twórców tzw. szkoły jońskiej. Uważany jest za pierwszego greckiego filozofa. Podstawowym pytaniem Talesa, jak i innych jońskich filozofów przyrody, było pytanie o tzw. „arche”, czyli początek, fundament, ośnowę i strukturę otaczającego go świata. Twierdził, że arche to żywioł wody, wszystko co z niej pochodzi i do niej powraca – wniosek wyciągnął nie odwołując się do mitów, lecz do obserwacji; za: *Encyklopedia multimedialna PWN*, edycja 1999.

nazwalibyśmy go premią). Jego filozoficzny umysł nie mylił się i tym razem, gdyż rzeczywiście następnego lata nastął urodzaj oliwek. W okolicy wzrosło nagle zapotrzebowanie na prasy do oliwek, a wszyscy zainteresowani zmuszeni byli zwrócić się do skromnego dotychczas Talesa, który stał się swego rodzaju monopolistą. Jemu jedynemu przysługiwały prawa, wynikające z zawartych wcześniej umów opcji. Prawa te oczywiście odsprzedał uzyskawszy w ten sposób wielkie zyski. Tym samym, jak pisze Arystoteles, „(...) wykazał, że dla filozofów łatwą jest rzeczą zgromadzenie bogactwa, jeśli tylko zechcą, tylko że nie to jest celem, do którego ich wysiłki zdążają”²⁶.

Historia ta jest wielokrotnie przytaczana jako jeden z pierwszych sposobów zastosowania pochodnych instrumentów finansowych przez naszych przodków²⁷.

Ostatni z przykładów derywatu wykorzystywanego w starożytnej Grecji, a dokładniej w powstałym po śmierci (i jednocześnie rozpadzie imperium) Aleksandra III Wielkiego państwie Seleucydów – obejmującym tereny Azji Zachodniej (dzisiejszej Syrii) – to tzw. p r a w o p r e b e n d y²⁸. Polegało ono na tym, iż osoba bądź pewna grupa osób uzyskiwała koncesję, na podstawie której upoważniona była do udziałów w dochodach instytucji, takiej jak na przykład świątynia. W zamian strona zobowiązywała się do dostarczenia w przyszłości na rzecz tejże instytucji określonych, posiadających pewną wartość dóbr.

E.J. Swan zwraca uwagę na kilka ciekawych elementów tego typu transakcji. Umowa ta należała do umów dwustronnie przyrzeczonych, przez którą prawa (opcje) do udziału w zyskach nabywane były przez rodziny kupców, syndykaty, składające się z kilku udziałowców. Ci ostatni zobowiązywali się do spełnienia określonego świadczenia na rzecz drugiej strony, w zamian za możliwość partycypacji, przykładowo w $\frac{1}{6}$ dochodów co 20 dni. Co więcej, prawa te mogły być dowolnie zbywane na rzecz osób trzecich²⁹.

Charakterystykę wykorzystania instrumentów pochodnych w Imperium Rzymskim poprzedzić można parafrazą znanego przysłowia, iż w starożytnym świecie wszystkie drogi prowadziły do Rzymu. Na przełomie II i I wieku p.n.e., a więc w czasie przypadającym na panowanie między innymi Juliusza Cezara, stolicę Imperium zamieszkiwało 1 mln mieszkańców. Była to, jak na tamte czasy, olbrzymia liczba ludzi, których wyżywienie spędzało sen z po-

²⁶ Arystoteles, *Polityka, Księga I*, s. 40.

²⁷ G. Crawford, B. Sen, *Instrumenty pochodne narzędzie podejmowania decyzji finansowych*, K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 7-8; zob. także R.A. Dziubiński, *Od Talesa z Miletu do ... opcji egzotycznych...*, w: M. Biegański [red. nauk.], *Pochodne instrumenty finansowe*, PROMOCJA Biuro Usług Promocyjnych, Poznań 1996, s. 73-81.

²⁸ Prebenda, w kościele rzymskokatolickim beneficjum łączące się z pełnieniem funkcji kościelnej, np. proboszcza. Prawo do korzystania ze związanych z tym uposażeń i darowizn, ofiarowanych przez osoby świeckie (króla, magnatów) bądź duchowne. Prebenda były w Polsce rozdawane od średniowiecza; za: *Encyklopedia multimedialna PWN*, edycja 1999.

²⁹ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 68.

wiek ówczesnie rządzących. Zdarzało się nawet, że imperatorzy, aby zachować spokój w mieście, rozdawali zboże za darmo. Dlatego tak ważne było planowanie z wyprzedzeniem czasowym zaopatrzenia Rzymu w żywność. Można nawet powiedzieć, iż wyżywieniem tej aglomeracji zajmowało się całe ówczesne Imperium. Świadczą o tym choćby poniższe dane. W czasach cesarza Augusta Rzym potrzebował około 10 mln buszli³⁰ zboża rocznie. Dlatego co roku sprowadzano około 5 mln buszli zbóż z Egiptu, 9 mln z pozostałej części Afryki i 2 mln z Sycylii w formie trybutu (podatku) płaconego na rzecz Rzymu. Co więcej, w mieście tym wypijano 25 mln galonów³¹ wina, sprowadzanego w połowie z Italii i Hiszpanii, a także 1,5 mln galonów oleju z oliwek! I tym razem z pomocą Imperatorom przysłyły pochodne instrumenty finansowe. Jako przykład można podać zabiegi zięcia Juliusza Cezara, Pompejusza, który odpowiedzialny był za zaopatrzenie Rzymu w terminowe dostawy zboża. Zdawał on sobie sprawę z tego, iż długookresowe planowanie zaopatrzenia jest konieczne dla utrzymania spokoju w Wiecznym Mieście. W tym celu wykorzystywano kontrakty przedterminowe (*forwards*), poprzez które zapewniona była stała dostawa potrzebnych produktów, zakontraktowanych z wyprzedzeniem czasowym. Część uprawnień w zakresie handlu żywnością ówczesne władze przekazywały prywatnym handlarzom. Przykład tego rodzaju kontraktów stanowią zachowane do dnia dzisiejszego, a pochodzące z nieco późniejszego okresu umowy sprzedaży fasoli z dostawą w przyszłości (308/309 rok n.e.), czy też nasion warzyw także kupowanych z wyprzedzeniem czasowym (314 rok n.e.)³².

Na opisywany powyżej okres przypada rozwój rzymskiego prawa klasycznego. Rozkwit cesarstwa, a co za tym idzie i produkcji rolnej, przedsiębiorstw przemysłowych oraz wymiany handlowej wymusił wprowadzenie nowych rozwiązań prawnych³³. Zintensyfikowanie obrotu towarowego stało się możliwe między innymi dzięki prawu zobowiązań – a dokładniej prawu kontraktów³⁴. Przepisy prawa umożliwiały sprzedaż tzw. rzeczy przyszłych – *res futurae*, a co za tym idzie stworzyły podstawy do legalnego wykorzystywania derywatów. Dzięki tym regulacjom Rzymianie mieli możliwość zakupu rzeczy („na pniu”) niezebranych jeszcze z pola, m.in. winogron, wspomnianych zbóż, oliwek, czy wreszcie owczej wełny. Zastosowanie transakcji terminowych okazało się pomocne zarówno w kontroli dostaw, jak i wielkości przyszłej produkcji.

³⁰ Bushel, buszel, bu, tradycyjna jednostka objętości ciał sypkich (np. zboża) w krajach anglosaskich. W Anglii: 1 bu = 8 galonów = 36,369 l, w USA: 1 bu = 35,239 l; za: *Encyklopedia multimedialna PWN*, edycja 1999.

³¹ Galon (gallon), Gal, anglosaska jednostka objętości. 1 Gal (angielski, inaczej: imperialny) = 4,54609 dm³, 1 Gal USA = 3,78541 dm³; za: *Encyklopedia multimedialna PWN*, edycja 1999.

³² E.J. Swan, *Building the global market*, s. 74.

³³ W. Rozwadowski, *Prawo rzymskie. Zarys wykładu wraz z wyborem źródeł*, Ars boni et aequi, Poznań 1992, s. 23.

³⁴ *Ibidem*, s. 145-149.

IV. W 476 roku obalony został przez Odoakra Romulus, ostatni z cesarzy zachodniorzymskich. To wydarzenie uważane jest za moment zwrotny historii Europy i całej kuli ziemskiej. Można stwierdzić, iż data ta otwiera nowy rozdział w dziejach świata. Przez kolejne blisko 1000 lat, aż do momentu odkrycia Ameryki w 1492 roku, ludzkość tworzyć będzie zręby kultury i cywilizacji, nazywanej przez współczesnych okresem średniowiecza, która poprzedziła czasy nowożytne. Niejednokrotnie ten rozdział historii uważany jest za erę upadku kultury, a bywa nawet określaną jako okres wieków ciemnych. Stwierdzić jednak należy, iż okresowi temu świat współczesny zawdzięcza wiele osiągnięć, jak choćby rozwój miast, kultury, chrześcijaństwa, handlu, rzemiosła, a co najistotniejsze z punktu widzenia niniejszej pracy, pojawienie się i rozwinięcie bankowości³⁵.

Na przełomie VII i VIII wieku nastąpił dynamiczny rozwój kulturalny i cywilizacyjny społeczeństwa zamieszkującego Imperium Muzułmańskie. Owe przeobrażenia zrodziły potrzebę dostarczania nowych dóbr, a także większej ilości żywności. Ponadto, utrzymanie kontroli nad tak rozległym państwem wymagało od rządzących wyżywienia i opłacenia licznej armii. Jeden ze stosowanych podówczas sposobów regulowania zobowiązań wobec wojsk z całą pewnością zaliczylibyśmy do współczesnych pochodnych instrumentów finansowych. Polegał on na wręczaniu żołnierzom pokwitowań (skryptów), w których zawarte było zobowiązanie władcy do zapłaty żołdu na ich rzecz w formie odpowiedniej ilości zboża, którą żołnierze mogli odebrać z państwowych spichlerzy należących do władców³⁶. Odbiór następował w ściśle określonym czasie w przyszłości. Jednak chęć, a niejednokrotnie potrzeba uzyskania natychmiastowej zapłaty, powodowała iż gros żołnierzy zamieniało otrzymane skrypty na gotówkę, odprzedając je po prostu handlarzom – spekulantom zbożem. Obydwie strony były zadowolone, gdyż żołnierze otrzymywali szybko gotówkę, natomiast kupcy uzyskiwali w tani sposób prawo do otrzymania zboża, które odprzedawali z zyskiem.

Praktyka taka nie była mile widziana przez uczonych w prawie, którzy dostrzegali w niej elementy lichwy (arab. *riba*), zakazanej przecież przez Koran. Dlatego pod koniec VII wieku handel skryptami w armii został zakazany przez islamską szkołę prawa w Medynie, która rozszerzyła ten zakaz na wszelkie produkty żywnościowe. W późniejszym okresie tego samego rodzaju szkoła z Kufy rozciągnęła ową prohibicję także na inne towary³⁷.

V. Imperium Rzymskie przez wieki było duszą i podporą świata. Upadek Cesarstwa nie pozostał bez wpływu na jego istnienie i funkcjonowanie. Przez świat należy rozumieć ówczesną Europę, a także tereny w Afryce i Azji, któ-

³⁵ J. Szpak, *Historia gospodarcza powszechna*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999, s. 61.

³⁶ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 95.

³⁷ Ibidem, s. 95.

rych byt w znacznej mierze uwarunkowany był przez koegzystencję z kontynentem europejskim, a w zasadzie z Wielkim Rzymem. Podczas gdy we wczesnych wiekach średniowiecza Imperium Muzułmańskie rozwijało się dynamicznie, sąsiadująca z nim Europa pozostawała w letargu. Jednak, jak to najczęściej bywa, życie nie zatrzymuje się w miejscu. Nowe przeszkody są dla niego wyzwaniem, a istnieją po to, aby je przezwyciężyć³⁸. Każda epoka potrzebuje przywódcy, który poprzez swoje czyny wpisuje się na karty historii. Dla średniowiecznej Europy taką postacią-symbolem jest Karol Wielki, król Franków. Działania zarówno tego władcy, jak i jego przodków zapobiegły zupełnemu rozkładowi ówczesnego świata gallo-rzymskiego, a w odnawiającą się Europę tchnęły ducha, którego brakowało jej przez kilka poprzednich stuleci³⁹. Europa powstawała z upadku. Odbudowywać zaczęto struktury władzy, administracji, a co najważniejsze – handlu. Początkowo do Paryża, Saint-Denis, a od XII wieku do Szampanii kupcy z całego kontynentu zaczęli ściągać na odbywające się tam j a r m a r k i. W Szampanii spotkać można było kupców wszelkich narodowości, którzy przybywali tam z Francji, Włoch, Hiszpanii, Flandrii, Brabancji, Niemiec i Anglii. Z rąk do rąk przekazywano sobie najróżniejsze towary, a w obiegu pozostawały monety z wszystkich tych krajów. Kupcy nabywali i kontraktowali towary o określonej jakości i w żądanej ilości, określając przy tym przyszłą datę ich dostawy⁴⁰. O wadze targów w Szampanii niech świadczy fakt, iż tradycyjne dni, w których się one odbywały, były datami używanymi do określania spłat zobowiązań⁴¹. Z upływem lat zaczęły one jednak tracić na znaczeniu, a kupcy przenosili swoje interesy do Brugii i miast włoskich – Genui, Neapolu, Wenecji, Bari⁴².

Z początkiem pierwszego tysiąclecia naszej ery miasta włoskie przeżywały rozkwit. Choć kupcy włoscy byli nadal obecni na targach i jarmarkach północnej Europy, tradycyjnie już zdominowanej przez kupców żydowskich i fryzyjskich, to główną swoją uwagę skoncentrowali na rodzime strony. Do czasów pierwszej wyprawy krzyżowej w 1096 roku prowadzili intensywną wymianę handlową ze światem arabskim. Produktem tych stosunków były tzw. *fondachi* – domy noclegowe dla podróżnych, prowadzone przy monasterach, synagogach czy kościołach. Kupcy z różnych stron świata, o odmiennych wyznaniach, nocowali w nich, a spotykając się, prowadzili swoje interesy. Tak więc owe „hotele” stały się zaczątkiem późniejszych giełd⁴³.

Nie można nie wspomnieć o roli miast włoskich w rozwoju bankowości i pieniądza. Jak się bowiem uważa, giełdy powstały później niż rynek kapita-

³⁸ S. Woyzbun, *Giełda. Przeszłość, organizacja obecna, obroty*, s. 5.

³⁹ Ibidem, s. 5.

⁴⁰ C.L. Culp, *A primer on derivatives*, s. 6.

⁴¹ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 113.

⁴² W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1998, s. 14-15.

⁴³ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 99-103.

łowy – rozumiany jako szeroko pojęty rynek pieniądza⁴⁴. Pieniądz ze swej dotychczasowej postaci – monety, będącej kawałkiem kruszcu, posiadającej wartość samą w sobie, przekształcił się w nową formę, pieniądz symboliczny – znak pieniężny⁴⁵. Banknot był niczym innym jak zobowiązaniem pisemnym (wekslem) bankierów do wydania w zamian odpowiedniej kwoty w złotych monetach każdemu jego okazicielowi, w każdym terminie. Mimo iż monecie wyrósł nowy konkurent, ta pierwsza była nadal powszechnie stosowana i akceptowana. Co więcej, doszło do sytuacji, gdy na rynku istniały zarówno monety jak i banknoty, a do tego za formę pieniądza uważane były cały czas towary. Ta różnorodność form pieniądza przyczyniła się do pojawienia zawodowych bankierów, którzy już w XII wieku we Włoszech kupowali, sprzedawali i wymieniali pieniądze⁴⁶. Transakcje te odbywały się przy ławach, w języku włoskim nazywanych *banco*. Od tej nazwy wziął swój początek termin „bankier”, a następnie „bank”. W początkowym okresie istnienia tych „ławkowych banków”, trudno mówić o instytucji banku we współczesnej formie. Przypominały one raczej targ aniżeli zorganizowaną instytucję. Z czasem transakcje finansowe przeniesione zostały do tzw. domów handlowych, z których najbardziej znanymi są właśnie weneckie (1171) i genueńskie (1320) domy handlowe. Fakt, iż były one pierwszymi takiego rodzaju instytucjami oraz obsługiwały najbardziej rozwinięty handel ówczesnej Europy, przyczynił się do ich sławy. Wydarzenia te nie pozostały bez wpływu na rozwój rynku towarowego, a co za tym idzie i średniowiecznych derywatów. Albowiem pieniądz w nowej postaci niwelował niebezpieczeństwo, jakie wiązało się z transportem bądź co bądź ciężkich kosztowności⁴⁷. Poza tym weksle wystawione w Wenecji zamienić można było na żywą gotówkę na przykład na targu w Brugii.

Rola Brugii⁴⁸ jako centrum handlu ówczesnej Europy wynikała z dwóch przyczyn. Po pierwsze, do jej rozwoju przyczyniły się działania hrabiego Flandrii, pod którego władzą znajdowało się to miasto. Czynił on wysiłki w celu zintensyfikowania i urozmaicenia handlu z zagranicą – w szczególności handlu flamandzkimi sukniami, który dotychczas skoncentrowany był w Szampanii. Z pomocą przyszła mu także Matka Natura – której nieprzewidywalne poczynania stały się drugą z przyczyn rozwoju miasta. W wyniku powodzi z 1134 roku brzegi zatoki przybliżyły się na odległość 3 mil od mu-

⁴⁴ A. Sopoćko, *Gięlda Papierów Wartościowych*, AWiM MEDIABANK S.A., Warszawa 1997, s. 75.

⁴⁵ Z. Fedorowicz, *Teorie pieniądza*, Poltext, Warszawa 1993, s. 10.

⁴⁶ J. Szpak, *Historia gospodarcza powszechna*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999, s. 61.

⁴⁷ W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, s. 13.

⁴⁸ Brugia – flam. *Brugge*, fr. *Bruges*; miasto w północno-zachodniej Belgii, w prowincji Flandria Zachodnia, zamieszkałej w znacznej mierze przez Flamandów. Port śródlądowy dostępny dla statków morskich, połączony kanałami żeglownymi z miastami nad Morzem Północnym; Za: *Wielka encyklopedia PWN*, t. 4, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 488.

rów Brugii, czyniąc ją potencjalnym portem. Przez kolejne wieki miasto to rozwijało się, stając się w XIII wieku stolicą handlu angielską wełną. Handel nią skoncentrowany był w rękach flamandzkich i włoskich kupców. Z czasem ci ostatni przejęli kontrolę nad handlem wełną. Przyczyna tego leżała między innymi w pogarszających się stosunkach politycznych pomiędzy Flamandami a Anglikami. Poza tym kupcy włoscy wielokrotnie byli bankierami władców angielskich i przy okazji zbierali w ich państwie podatki papieskie⁴⁹.

W Brugii kupcy włoscy zakładali stałe przedstawicielstwa handlowe (albo też *loggie*⁵⁰), które znajdowały się przy *Place de la Bourse*. Nazwa tego miejsca pochodzi prawdopodobnie od nazwiska szanowanej rodziny patrycjusza *Van der Beurs*⁵¹, zamieszkujących tę metropolię handlu niderlandzkiego⁵². Od ich nazwiska pochodzi źródłosłów słowa *giełda* w większości języków europejskich (w niemieckim – *die Börse*, francuskim – *Bourse*, holenderskim – *Beurs*)⁵³.

Kupcy z Italii zawierali na tym placu wiele kontraktów, które z powodzeniem służyć mogą za pierwowzór pochodnych instrumentów finansowych. Tak jak w wiekach starożytnych zawierali oni kontrakty z przyszłą datą dostawy, między innymi szkła czy zboża. Jako przykład niech posłuży kontrakt zawarty 24 lipca 1215 roku w Genui pomiędzy Anrufem z Bazylei a Enrico Medico, zobowiązujący tego pierwszego do dostarczenia do Genui odpowiedniej ilości dobrego szkła, idealnego do wytworzenia lusterek spotykanych w Niemczech i wytworzonych ze szkła wypalonego w najlepszych piecach. Sprzedający zobowiązał się do dostarczenia towaru do następnych świąt Wszystkich Świętych w przewidzianym umową terminie pod groźbą kary pieniężnej. Z kolei kupujący na takich samych zasadach zobowiązał się do zapłaty za dostarczony towar. Świadcami umowy byli handlarze przyprawami

⁴⁹ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 113.

⁵⁰ *Loggie* – w średniowiecznych miastach włoskich były to ozdobne pawilony służące do zebrań cechów rzemieślniczych, których celem było tworzenie lepszych warunków handlu dla swoich członków; Za: *Nowa encyklopedia powszechna PWN*, t. 3, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 784.

⁵¹ Można się także spotkać z opinią, iż źródłosłowem tej nazwy jest włoskie słowo *borsa*, pochodzące od łacińskiego *bursa* – które oznaczało sakiewkę pieniędzy; por. S. Woyzbun, *Giełda. Przeszłość, organizacja obecna, obroty*, s. 13; W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 1994, s. 122-123.

⁵² S. Woyzbun, *Giełda. Przeszłość, organizacja obecna, obroty*, s. 13; zob. także R. Diedrigkeit, *Rynek pieniądza i papierów wartościowych*, s. 222.

⁵³ Innymi nazwami jakie wytworzyły się dla określenia tego rodzaju instytucji jest polskie słowo „giełda” i angielskie „exchange”. Polska nazwa „giełda” pochodzi od niemieckiego słowa „*die Gilde*” – oznaczającego cech rzemieślniczy (gildie). Cechy kupieckie organizowały bowiem spotkania swoich członków, podczas których to wymieniane były informacje i umacniane wzajemne kontakty handlowe; Por. W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, s. 122; Z kolei angielska nazwa „*exchange*” przyjęta została prawdopodobnie tylko z pobudek narodowych. Albowiem założyciel pierwszej giełdy angielskiej, Sir Thomas Gresham, nazwał ją *the Royal Exchange* – co w bardzo dowolnym tłumaczeniu oznaczać może Miejsce Wymiany Jej Królewskiej Mości (Giełdę Królewską); por. S. Woyzbun, *Giełda. Przeszłość, organizacja obecna, obroty*, s. 13.

Giovanni d'Usignolo i Guglielmo Provenzale⁵⁴. W innym kontrakcie handlarze z Florencji w 1276 roku zakontraktowali z opactwem z Fountain dostawy wełny na najbliższe 4 lata⁵⁵.

Z upływem czasu poprzez wprowadzanie przez władze Brugii niekorzystnych dla handlu uregulowań, zakazujących praktyk związanych ze składaniem depozytów na procent, a także wskutek rozwoju floty handlowej Anglii i Niderlandów, miasto to straciło na znaczeniu. Kupcy zaś przenieśli prowadzone przez siebie interesy do nieodległej Antwerpii.

VI. Pisząc o derywatach, nie sposób nie wspomnieć o roli papieżstwa i Kościoła w rozwoju średniowiecznego handlu, który niejednokrotnie wykorzystywał pewne formy pochodnych instrumentów finansowych. Nie ulega wątpliwości, iż Kościół, posiadając olbrzymie majątki i posiadłości ziemskie, siłą rzeczy musiał odgrywać istotną rolę w średniowiecznym handlu. Przyjmuje się nawet, iż w XIII wieku był on największym z producentów towarów w ówczesnej Europie. Co więcej, dzięki jego staraniom swe odrodzenie przeżywało w tej epoce prawo rzymskie, tak pomocne przy zawieraniu kontraktów przez kupców⁵⁶. Wielokrotnie przedmiotem tych umów były transakcje pochodnymi instrumentami finansowymi – w ich dawnej postaci.

I tak na przykład w roku 1501 papieżstwo sprzedało znanemu włoskiemu bankierowi Agostino Chigi 12-letni kontrakt na pobieranie zysków z kopalni ałunu, znajdującej się w papieskiej posiadłości Tolfa. Ałun wykorzystywano na wielką skalę w procesie barwienia szkła i tkanin. W zamian bankier wypłacił papieżstwu z wyprzedzeniem 27 000 dukatów i zobowiązał się do wpłacania co roku do kościelnej kasy 15 000 dukatów z zysków z kopalni. Papież, chcąc zabezpieczyć swoje interesy związane ze sprzedażą ałunu, podjął odpowiednie kroki, które doprowadziły do ustanowienia monopolu papieżstwa na handel tą substancją. Zagroził ekskomuniką każdemu, kto potrzebując ałunu, nie chciał kupować go z papieskich kopalni i sprowadzał z innych źródeł. Podobne uregulowania dotyczyły handlu solą, za których nieprzestrzeganie w 1511 roku papież ekskomunikował księcia Ferrary, Alfonsa d'Este⁵⁷.

Ostatnim z ciekawych przykładów derywatów sprzedawanych w średniowieczu, o których wspomina E.J. Swan, jest sprzedaż odpustów przez Kościół. Uważa on, iż było to nic innego jak sprzedaż pewnego dobra z dostawą w przyszłości. Tym co różniło ten derywat od innych wykorzystywanych w tamtych czasach (jak zresztą i od tych nam współczesnych) była data dostawy. A było nią ... przyszłe życie. Praktyka sprzedaży odpustów zakończyła się wraz z wprowadzeniem jej zakazu przez Sobór Trydencki w 1562 roku⁵⁸.

⁵⁴ Przykład cytowany jest za E.J. Swanem, *Building the Global Market*, s. 115.

⁵⁵ Ibidem, s. 116.

⁵⁶ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 124.

⁵⁷ Ibidem, s. 139-140.

⁵⁸ Ibidem, s. 290.

Można stwierdzić, iż Kościół jako uczestnik procesu kształtowania, a także rozwoju handlu na przełomie średniowiecza i wieków nowożytnych, pełnił mniejszą rolę wraz z rozwojem reformacji. Jednym z jej skutków było przejście na protestantyzm mieszkańców krajów, które były dotychczas „lokomotywami handlu” tamtego okresu.

VII. Jarmarki, targi czy karczmy były z całą pewnością tymi miejscami, bez których nie mógłby się rozwinąć średniowieczny handel. Stanowiły miejsca spotkań handlarzy z różnych rejonów świata, którzy podróżując, poszukiwali potrzebnych im towarów, oferując jednocześnie posiadane przez siebie dobra. Dobrami tymi były artykuły codziennego użytku, żywność oraz gotówka, które dostarczane mogły być z datą przyszłą. Przykładowo już w XV-wiecznym Gdańsku tamtejsi kupcy udzielali pożyczek na przyszłą dostawę towaru, charakteryzowanego poprzez jego rodzaj, ilość oraz cenę. Wspierali tym samym produkcję towarów rolnych i leśnych. Z kolei dostawcy i producenci korzystający z ich pomocy zobowiązywali się do uregulowania należności poprzez przyszłe dostawy kontraktowanych towarów, których produkcja możliwa była dzięki wyszukanemu systemowi pożyczek. Uważa się zresztą, iż system ten przyczynił się do rozwoju handlu zbożem w Rzeczypospolitej, która przez wieki była jego największym producentem w Europie⁵⁹.

Z czasem jednak spotkania w tawernach, na targach czy nawet na mostach – jak to miało miejsce w Paryżu⁶⁰ – nie zaczęły wystarczać i koniecznością stało się zorganizowanie i zinstytucjonalizowanie handlu. Stało się to możliwe dzięki powołaniu instytucji *g i e ł d y*, która jak się uważa wyrosła z ruchu, jaki towarzyszył średniowiecznym jarmarkom i targom⁶¹. Giełda jest bowiem organizacją, która zrodziła się spontanicznie, powstała z potrzeby chwili, „(...) bez dominacji planowanego rozdziału kompetencji i procedur działania. (...) Giełda, jak rafa koralowa, obrastała w podejmowane w kolejnych latach regulacje procedur działania i składniki struktury organizacyjnej”⁶². S. Woyzbun w taki sposób opisywał w 1928 roku giełdę:

„Giełda jest regularnem, w określonym czasie i miejscu, odbywajacem się zebraniem osób, które, według ściśle oznaczonych norm i zasad, zawierają transakcje handlowe, nie znajdującami się na miejscu, w pomieszczeniu giełdy, lecz dającami się zastąpić jedne przez drugie tegoż gatunku i tej samej ilości, dobrami zamiennymi, przyczem są ogłaszane do wiadomości publicznej osiągnięte ceny (...)”⁶³.

⁵⁹ D. Bliźniak, L. Gontarski, *Giełda towarowa*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 1998, str. 8.

⁶⁰ Transakcje w Paryżu na podstawie przywileju króla Ludwika VII z 1141 roku zawierane były na moście *le Grant Pont*, zwanym dziś *Pont du Change* (z franc. Most Wymiany); por. B. Belletante, *Giełda. Jej funkcjonowanie i rola w życiu gospodarczym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa-Poznań 1996, s. 167-168.

⁶¹ S. Woyzbun, *Giełda. Przeszłość, organizacja obecna, obroty*, s. 11.

⁶² A. Sopoćko, *Giełda Papierów Wartościowych*, s. 74.

⁶³ S. Woyzbun, *Giełda. Przeszłość, organizacja obecna, obroty*, s. 10 [zachowano pisownię oryginału; zazn. T.N.].

Pierwsza tego rodzaju giełda powstała w 1531 roku w Antwerpii. Wyróżniało ją to, iż mieściła się w specjalnie do tego przeznaczonym pomieszczeniu – budynku, nad którego wejściem widniał napis „*in usum negotiatorum cuiuscumque nationis ac linguae*” (dla użytku agentów handlowych spośród wszystkich narodów i języków)⁶⁴. W tym samym czasie powstała także giełda w Lyonie⁶⁵.

Podobnie jak w przypadku Brugii, także i do Antwerpii natura wyciągnęła swą pomocną dłoń. W 1530 roku miała miejsce ostatnia z powodzi, wskutek której pogłębione zostało dno portu, a dzięki temu możliwe stało się otwarcie Antwerpii na handel morski. Pozytywnie wpłynęły na jej rozwój działania władz, które zdawały sobie sprawę z tego, iż handel jest źródłem wszelkiego bogactwa. Dlatego zniesiono wszelkie ograniczenia w jego prowadzeniu, nie faworyzowano żadnej z nacji i obniżono podatki. Umowy spisywane były u notariuszy, a rozliczeń dokonywano w sposób bezgotówkowy.

Antwerpia stała się rajem dla spekulacji. Znaczna część sprzedawców odchodziła od tradycyjnego handlu towarami i zaczęła inwestować na rynku kredytów i spekulacji⁶⁶. Oczywiście wykorzystywano przy tym różnego rodzaju derywaty, których instrumentami bazowymi były najróżniejsze dobra, przedmioty, a nawet wydarzenia. Znane są umowy, w których strony spekulowały co do tego kto zostanie przyszłym papieżem⁶⁷. Znane były także transakcje arbitrażowe, a na porządku dziennym był handel, jak byśmy je dziś nazwali – obligacjami rządowymi, a także walutami⁶⁸. Kariera owych *t r a n s a k c j i r ó ż n i c z k o w y c h* (od różnic na kursach) przerwana została poprzez wprowadzenie w 1541 roku przez władze Niderlandów zakazu ich przeprowadzania. Jak to wielokrotnie bywało, i tym razem wydarzenia historyczne odcisnęły swe piętno na losach protestanckiej Antwerpii. Wskutek konfliktów pomiędzy dworami protestanckiej Anglii i katolickiej Hiszpanii, Antwerpia kilkakrotnie została splądrowana przez armię tej ostatniej. Ostatecznie przyczyniło się to do jej upadku, a kupcy po raz kolejny zmuszeni zostali do zmiany miejsca prowadzenia swoich interesów i przeniesienia się do nieodległego Amsterdamu.

Można z całą pewnością powiedzieć, iż stolicą XVII-wiecznego handlu był Amsterdam⁶⁹. Handlowano tu winem, zbożem, rybami, wełną, solą, rudami żelaza, ołowiu, miedzi, cyny oraz wieloma innymi towarami. Nie trzeba dodawać, iż towarzyszyło temu wykorzystanie pochodnych instrumentów fi-

⁶⁴ Ibidem, s. 15; zob. także M.A. Jerzak, *Znaczenie rynku terminowego dla rozwoju instytucji giełd towarowych w Polsce*, „Roczniki Akademii Rolniczej w Poznaniu”, z. 305, Wydawnictwo Akademii Rolniczej im. Augusta Cieszkowskiego w Poznaniu, Poznań 2000, s. 20.

⁶⁵ B. Belletante, *Giełda. Jej funkcjonowanie i rola w życiu gospodarczym*, s. 167-168.

⁶⁶ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 142.

⁶⁷ Ibidem, s. 142.

⁶⁸ Ibidem, s. 143-150.

⁶⁹ W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1998, s. 15-16.

nansowych, za pomocą których zarówno kupujący, jak i sprzedający zabezpieczali się przed zmianami cen w przyszłości.

Jednym z czynników, które wpłynęły na rozwój giełdy w Amsterdamie, była potrzeba finansowania wypraw handlowych związanych z licznymi w tym czasie odkryciami geograficznymi⁷⁰. Finansowanie „podróży w nieznanne” wiązało się z dużym ryzykiem. Jednak dotychczasowy ich efekt w postaci przywożonych nowych towarów i bogactw rodził naturalną żądę zysku. W roku 1602 powstała Kompania Wschodnio-Indyjska, a 20 lat później Kompania Zachodnio-Indyjska, które prowadziły wyprawy dalekomorskie⁷¹. Kapitał na ich funkcjonowanie zdobywany był nie gdzie indziej, jak właśnie na opisywanej giełdzie amsterdamskiej, która powstała w 1608 roku⁷². Na tej też giełdzie zanotowano pierwsze udokumentowane umowy opcji⁷³. Handlowano tam między innymi opcjami na zawartość ładowni statków handlowych przybijających do europejskich portów z Indii lub z Afryki⁷⁴.

Symbolem Holandii pozostaje do dziś, sprowadzony w 1554 roku z Turcji, piękny wiosenny kwiat – t u l i p a n. Można także powiedzieć, iż tulipan to symbol rozwoju rynku derywatów. Historie dotyczące handlu derywatami konstruowanymi w oparciu o instrument bazowy – cebulki tulipana, na stałe weszły do literatury jako przykład pierwszych transakcji pochodnymi instrumentami finansowymi⁷⁵. A dzieje ich były niezwykle burzliwe. Pod koniec lat trzydziestych XVII wieku Holandię opanował istny szał posiadania cebulek tulipanów⁷⁶. Ceny ich zaczęły błyskawicznie wzrastać, a mania ich zdobycia objęła swym zasięgiem wszystkie grupy społeczne⁷⁷. Trudno jest wytłumaczyć, dlaczego tak błyskawicznie poszły w górę ceny takich odmian, jak *Gouda*, *Witte Croon* czy *Switzer* – którymi handlowano wśród ludu, a które były odmianami ogrodowymi⁷⁸. Przypuszcza się, że miało na to wpływ kilka czynników. Jednym z nich była m a n i p u l a c j a c e n a m i rzadkich odmian, do

⁷⁰ M. Zdebel, J. Glumińska, *ABC gracza giełdowego*, Videograf, Katowice 1994, s.10; zob. także P. Coggan, *Money, money, money ... czyli jak działa londyńskie City*, Wydawnictwo Puls, Londyn 1991, s. 121.

⁷¹ W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, s. 15.

⁷² W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, s. 122-123; zob. także A. Weron, R. Weron, *Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa 1998, s. 15.

⁷³ I. Wojciechowski, *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 1999, s. 51.

⁷⁴ G. Prętki, *Charakterystyka giełdowych kontraktów opcyjnych*, w: M. Biegański [red. nauk.], *Pochodne instrumenty finansowe*, PROMOCJA Biuro Usług Promocyjnych, Poznań 1996, s. 73-81.

⁷⁵ D. Ford, *Opcje giełdowe*, K.E. Liber, Warszawa 1997, s. 3; zob. także W. Małecki, *Terminowe rynki finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1992, s. 6.

⁷⁶ B. Cohen, *The Edge of Chaos. Financial Booms, Bubbles, Crashes and Chaos*, John Wiley & Sons, Chichester 1996, s. 17-20; zob. także *Tulipmania. The queen of the night*, „The Economist”, 3 October 1998, s. 99-101.

⁷⁷ J. Balicki, M. Bogucka, *Historia Holandii*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław 1989, s. 199.

⁷⁸ C.P. Kindleberger, *Szałeństwo, panika, strach. Historia kryzysów finansowych*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 191.

których należała na przykład *Semper Augustus*⁷⁹. W latach 1636-1637, a więc okresie w którym nastąpił pierwszy spektakularny krach w historii derywatów, związany właśnie ze spekulacją cebulkami tulipanów, w całej Holandii znajdowały się tylko 2 sztuki tej poszukiwanej odmiany⁸⁰. Cena, jaką płacono za jej cebulkę, równa była wartości 12 akrów ziemi – za których sprzedaż opłacić można było załogę statku, biorącą udział w rocznym rejsie. Znana jest historia marynarza, który w zamian za dobre wieści, które przyniósł jednemu z holenderskich kupców otrzymał śniadanie – w postaci śledzia. Jako że był miłośnikiem śledzia z cebulką, pod nieobecność sprzedawcy zawłaszczył sobie jako zakąskę wyeksponowaną w centralnym miejscu „jakaś” cebulkę. Traf chciał, że delektując się porannym posiłkiem, zjadł przy okazji cebulkę *Semper Augustus*, który to czyn przypłacił kilkoma miesiącami spędzonymi w więzieniu⁸¹.

Spotęgowało kryzys rozpoczęty na jesieni 1636 roku to, iż ostatni raz piękne kształty i kolory tulipanów widziano wiosną. Żądza ich posiadania spowodowała ożywienie na rynku i szal zakupów instrumentów pochodnych konstruowanych na ich podstawie. I tak w porównaniu z ceną cebulki latem (w czasie gdy były one powszechnie dostępne), która wynosiła 525 florenów, cena płacona na jesieni – będąca faktycznie premią za możliwość kupna jej w przyszłości, wynosiła 4 krowy! Zaliczki opłacane były

„(...) w postaci ziemi domów, mebli, obrazów surduta i płaszcza, powozu i pary siwych nakrapianych koni; za jedną cebulkę rzadkiej odmiany *Viceroy* wycenioną na 2500 florenów oferowano dwa łaszty (miara różniąca się w zależności od towaru i regionu) pszenicy i cztery żyta, osiem świń, tuzin owiec, dwie beczki wina, cztery tony masła, tysiąc funtów sera, łóżko, trochę odzieży oraz srebrny puchar”⁸².

Jak łatwo przewidzieć, miłość „wielbicieli tulipanów” do tych wiosennych kwiatów musiała zakończyć się fatalnie. Co gorsza, zawierane umowy opcji nie posiadały gwarancji prawnych ich wykonania. Wobec nieobjęcia tego rodzaju transakcji przepisami obowiązującego wtedy prawa, sądy odmawiały rozpatrywania związanych z nimi spraw. Wobec powyższego wystawiający opisywane opcje spekulanci pozostali bezkarni⁸³. Historie dotyczące spekulacji na giełdzie w Amsterdamie opisał już w 1688 roku Hiszpan Jose de la Vega w dziele *Confusion de confusiones*⁸⁴. Pisał on o tym handlu, iż

⁷⁹ Reuters, *Instrumenty pochodne. Wprowadzenie*, s. 18.

⁸⁰ J. Kseń, *Funkcjonowanie zorganizowanych rynków terminowych*, w: M. Biegański [red. nauk.], *Pochodne instrumenty finansowe*, PROMOCJA Biuro Usług Promocyjnych, Poznań 1996, s. 18.

⁸¹ Przykład opublikowany został w: Reuters, *Instrumenty pochodne. Wprowadzenie*, s. 18.

⁸² C.P. Kindleberger, *Szałeństwo, panika, strach. Historia kryzysów finansowych*, WIG-Press, Warszawa 1999, str. 192; zob. także R. P. Flood, P. M. Garber, *Speculative Bubbles, Speculative Attacks, and Policy Switching*, The MIT Press, Cambridge, 1994, s. 55-82

⁸³ A. Fierla, *Giełdowy rynek opcji na akcje. Możliwości rozwoju w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1997, s. 19.

⁸⁴ S. Woyzbun, *Giełda. Przeszłość, organizacja obecna, obroty*, s. 15 i 216; zob. także J. Hermsdorf, *Finanzderivate und Geldpolitik*, Verlag P.C.O., Bayreuth 1999, s. 19.

„jest to źródło wszelkich oszustw, pogrzebywanie pożytecznych spraw i źródło niezdrowia”⁸⁵.

Mimo to handel instrumentami pochodnymi nie załamał się i objął w przyszłości także obrót akcjami kompanii handlowych.

Legenda Antwerpii czy Amsterdamu nie pozostała bez wpływu na historię i innych giełd. Jedną z nich była Royal Exchange, której twórcą był Sir Thomas Gresham. Zachwycony handlem na giełdzie w Antwerpii, któremu bacznie przyglądał się na miejscu, zapragnął on stworzyć takie samo miejsce w Anglii. Zdawał sobie sprawę, iż przyczyniłoby się ono, po pierwsze – do uniezależnienia handlu angielskiego od rynków kontynentalnej Europy, a po drugie – pobudziłoby rozwój rodzimego handlu. Z poparciem dworu królewskiego zrealizował swoje marzenie i w 1568 roku otwarto giełdę w Londynie⁸⁶. Jednak dopiero w 1801 roku powstała w Londynie giełda, która w swej organizacji przypomina tę współczesną⁸⁷.

Na pierwszej giełdzie londyńskiej handlowano także opcjami na akcje. Niestety, kolejny raz nie zyskały one sobie dobrej sławy, a to za sprawą licznych afer związanych z przedsiębiorstwem The South Sea, w którym inwestorzy pokładali wielkie nadzieje. Handel z hiszpańskimi koloniami w Ameryce miał przynieść kupującym opcje na udziały w tych dochodach potencjalne zyski. Ostatecznie cała historia zakończyła się bankructwami wielu spółek, które jak bańki mydlane (ang. *bubbles*) zniknęły jedna po drugiej. Dlatego też aferę tę nazwano „The South Sea Bubble”⁸⁸. Skutek był taki, iż derywaty obarczono winą za wszelki chaos, jaki zapanował na rynku finansowym – w związku ze spekulacją akcjami spółek, które miały przynieść krociowe zyski. Tak się jednak nie stało. Za to w parlamencie angielskim rozpętała się burza wokół handlu opcjami. Sir John Barnard, popierany przez Sir Roberta Walpole’a, poddał pod obrady projekt „Ustawy zapobiegającej nikczemnym praktykom frymarczenia na giełdzie”⁸⁹. W wyniku tych działań w 1733 roku przyjęto tzw. *Sir John Barnard's Act*, który aż do roku 1860 wyjął derywaty-opcje spod prawa⁹⁰. Mimo to w podejrzanych zaułkach Exchange Alley pomniejsi brokerzy i maklerzy giełdowi, którymi pogardzał świat finansjery, nadal oferowali swe usługi w zawieraniu zakazanych transakcji. Z tego też względu większość szanowanych angielskich firm, nie chcąc naruszyć swej nieskazitelnej reputacji, nie przejawiała dalszego zainteresowania tymi „niecznymi interesami”⁹¹.

⁸⁵ Ibidem, s. 15.

⁸⁶ M. Daniluk, *Rynek kapitałowy*, Dom Wydawniczy Bellona, Warszawa 1998, s. 72-73; zob. także E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 151-157.

⁸⁷ P. Coggan, *Money, money, money... czyli jak działa londyńskie City*, s. 121.

⁸⁸ W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, s. 16-17; por. S. Woyzbun, *Giełda. Przeszłość, organizacja obecna, obroty*, s. 17.

⁸⁹ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 184.

⁹⁰ J. Hermsdorf, *Finanzderivate und Geldpolitik*, s. 19; por. A. Fierla, *Giełdowy rynek opcji na akcje. Możliwości rozwoju w Polsce*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1997, s. 19; I. Wojciechowski, *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, s. 51.

⁹¹ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 188-189.

Początki rynku giełdowego w Stanach Zjednoczonych Ameryki sięgają XVIII wieku. Miejscem gromadzącym handlarzy z różnych stron tego kraju była Wall Street nr 22 w Nowym Jorku⁹². Tam też 17 maja 1792 roku 24 kupców spotkało się pod platanem i podpisało tzw. *Buttonwood Agreement*⁹³, zobowiązując się do wzajemnego handlu, stosowania jednakowych prowizji oraz powołując komisję mającą nadzorować wymianę handlową⁹⁴. Wydarzenie to uznać należy za początek giełdy nowojorskiej (NYSE – New York Stock Exchange), jednego z najpotężniejszych obecnie rynków giełdowych.

Jednakże w odniesieniu do problematyki derywatów większe znaczenie miały zdarzenia, jakie rozegrały się w Chicago. Tam bowiem powstała pierwsza profesjonalnie zorganizowana giełda towarowa w Ameryce, uważana powszechnie za prekursorkę tego rodzaju rynków na świecie⁹⁵. Na umiejscowienie jej właśnie w Chicago miało wpływ kilka czynników. Oto niektóre z nich.

W 1825 roku ukończony został kanał Eire łączący Wielkie Jeziora ze wschodnim wybrzeżem Stanów Zjednoczonych. Tym samym Chicago leżące nad jeziorem Michigan, wykorzystując swoją szansę, wyrastać zaczęło na ważny w tym rejonie port przeładunkowy i jednocześnie centrum handlu. Wraz z transportem morskim, dynamicznie rozwijała się komunikacja kolejowa. Zboża, skóry czy mięso transportowano z zachodnich terytoriów Stanów Zjednoczonych do Chicago, aby stamtąd dalej przewozić je na wschód i południe USA, gdzie dokonywano dalszej przeróbki. Na takich samych zasadach rozwijał się Nowy Jork, który w tym czasie stał się centrum handlu bawełną, transportowaną do przerobu w Nowej Anglii czy też w Europie⁹⁶.

Wokół Chicago znajdowały się bardzo żyzne gleby, rodzące duże ilości ziarna. Ziarna, uprawianego przez ciągnących do „swej amerykańskiej ziemi obiecanej” Europejczyków. Prócz siły swych rąk przywozili oni ze sobą znane i wypróbowane techniki uprawy roli, które wcielali w życie i przy okazji je ulepsiali. Żyzna gleba w połączeniu z wiedzą osiedlających się przybyszów przyczyniła się do szybkiego wzrostu produkcji rolnej, a co się z tym wiąże wzrostu populacji i kapitałów potrzebnych dla dalszych inwestycji. Jednak czyhało także pewne niebezpieczeństwo w postaci ryzyka związanego z możliwością zbycia i przechowywania płodów rolnych. I tak, ziarno kukurydzy musiało być trzymane przez farmerów do momentu uzyskania przez nie odpowiedniej wilgotności. Gdy już ją osiągało, pojawiał się kolejny problem, doty-

⁹² R. Krawczyk, *Kapitał i rynek*, Res Polonia, s. 56; zob. także *Giełda ABC, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie*, Warszawa 1993, s. 1-2.

⁹³ Buttonwood – oznacza w języku angielskim platan.

⁹⁴ A. Weron, R. Weron, *Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowo-Techniczne, Warszawa 1998, s. 46.

⁹⁵ L. Melamed, *Leo Melamed on the Markets*, John Wiley & Sons Inc., New York bd., s. 98; zob. także J. Głuchowski, J. Szambelańczyk, [red.], *Bankowość. Podręcznik dla studentów*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 1999, s. 315.

⁹⁶ G. Gold, *Modern Commodity Futures Trading*, Commodity Research Bureau Inc., New York 1975, s. 10-16.

czący ryzyka związanego z transportem po zamrzniętych wodach rzek⁹⁷. Wobec tego niejednokrotnie ziarno sprzedawane było z dużym opóźnieniem, po niekorzystnych, niższych cenach. Co gorsza, zdarzało się, iż rolnicy, przetransportowawszy ziarno do Chicago, nie mogli już znaleźć na nie chętnych. To powodowało chaos na rynku zboża, który wielokrotnie doprowadzał do sytuacji, w której niesprzedane ziarno zalegało na ulicach miasta bądź też wrzucane było do jeziora Michigan⁹⁸. Wobec powyższego, w 1848 roku 82 handlarzy zbożem postanowiło założyć Chicagowską Giełdę Towarową (CBOT – Chicago Board of Trade)⁹⁹. Jej celem miało być zrównoważenie podaży i popytu na rynku zboża, promocja handlu nim, a przede wszystkim scentralizowanie sprzedaży tym towarem. Wspomnieć także należy, iż wykorzystywano oczywiście derywaty. Co prawda, początkowo handel odbywał się z datą natychmiastową, jednak z upływem czasu zaczęto się posługiwać transakcjami terminowymi¹⁰⁰. Pierwotnie wykorzystywanym na CBOT pochodnym instrumentem finansowym była umowa przedterminowa (*forward*). Pierwszy tego rodzaju kontrakt na 3000 buszli kukurydzy datowany jest na 13 marca 1851 roku¹⁰¹.

L. Melamed, jeden z największych znawców rynku derywatów, stwierdził, iż szansa na powstanie giełdy na wzór tej z Chicago pojawiła się już dużo wcześniej – bo kilkaset lat przed naszą erą, w Egipcie. Cytuje historię biblijną dotyczącą snu faraona o krowach głodnych i sytych oraz o kłosach pełnych i pustych, spisana w Biblii w Księdze Rodzaju (rozdział czterdziesty pierwszy). Faraon, zaniepokojony swymi snami, wezwał Józefa, któremu polecił wytłumaczyć przesłanie tych koszmarów. Ten przepowiedział Egipcjowi 7 lat urodzaju i bogactwa oraz 7 lat suszy i głodu. Faraon, doceniwszy wiedzę Józefa, mianował go namiestnikiem swego królestwa i polecił mu zrobić wszystko co w jego mocy, aby zapobiec katastrofie. Tak więc Józef rozkazał gromadzić i magazynować zbiory żywności z lat sytych. Jak się później okazało, zapasy pozwoliły przetrwać Egipcjowi lata głodu¹⁰². L. Melamed, przytaczając ową przypowieść, stwierdza żartobliwie, że jedynym błędem, który uczynili faraon i Józef było to, iż nie wykorzystali szansy na założenie pierwszej w dziejach historii Giełdy Towarowej nad Nilem¹⁰³.

⁹⁷ D. Bliźniak, L. Gontarski, *Giełda towarowa*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 1998, s. 10.

⁹⁸ P. McBride Jonson, *Instrumenty pochodne. Przewodnik menedżera*, Warszawa 2001, WIG-Press, s. 22.

⁹⁹ T. Lofton, *Getting Started in Futures*, John Wiley & Sons Inc., New York 1997, s. 53; zob. także P. Ritchen, *Derivative Markets. Theory, Strategy, and Applications*, Harper Collins College Publishers Inc., New York 1996, s. 36; D. Bliźniak, L. Gontarski, *Giełda towarowa*, s. 10; W. Małecki, *Terminowe rynki finansowe*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1992, s. 6.

¹⁰⁰ Reuters, *Instrumenty pochodne. Wprowadzenie*, s. 17.

¹⁰¹ Birth of a Market Place, CBOT – Chronological History, na: www.cbot.com.

¹⁰² *Pismo Święte Starego i Testamentu*, Wydawnictwo Pallottinum, Poznań 1965, s. 61-63.

¹⁰³ L. Melamed, *Leo Melamed on the Markets*, s. 53.

Udało się to kupcom z Chicago. Przez kolejne lata doskonalili oni handel na swojej giełdzie. Ponieważ kontrakty nie były standaryzowane, kontrahenci nie zawsze dotrzymywali ich postanowień. Dlatego konieczne stało się określenie podstawowych warunków, takich jak: ilość, jakość oraz czas i miejsce dostawy ziarna¹⁰⁴.

Standaryzacja doprowadziła do powstania nowego pochodnego instrumentu finansowego, jakim jest umowa na czas przyszły (*future*)¹⁰⁵. Na giełdzie w Chicago zastosowano ją po raz pierwszy w 1865 roku¹⁰⁶. Jednak jak się uważa, to nie tej giełdzie zawdzięcza się pierwsze zastosowanie tego typu kontraktu. Taki pogląd odrzucany jest jednak przez Amerykanów, którzy nie zgadzają się z opiniami reprezentowanymi między innymi przez Japońskie Stowarzyszenie Dealerów Zbożem (Japanese Grain Dealers Association), które twierdzi, iż w Japonii umowy na czas przyszły (*futures*) zawierane były o sto lat wcześniej niż w USA¹⁰⁷. Albowiem w Kraju Kwitnącej Wiśni pierwsze rynki towarowe zaczęły powstawać już w XVIII wieku¹⁰⁸, a najbardziej znanymi giełdami towarowymi były giełdy w Dojima¹⁰⁹ i w japońskiej Wenecji – Osace¹¹⁰, gdzie podstawowym przedmiotem obrotu był ryż. Rolnicy, obawiając się zmian cen na ten towar, zawierali z wyprzedzeniem umowy na jego dostawę, po ściśle określonych cenach. Umowa taka zawierała wszelkie elementy pochodnego instrumentu finansowego, nazywanego dziś kontraktem przedterminowym (*forward*). Przenosili oni w ten sposób ryzyko zmian cen na potencjalnych nabywców, gdyby ceny te spadły poniżej oczekiwanego poziomu. Oczywiście istniała możliwość poniesienia przez rolników strat, gdyby wartość rynkowa ryżu była wyższa od wcześniej zakontraktowanej. Jak uważa A. Fierla to właśnie „w 1697 roku w Japonii po raz pierwszy w sposób bezspornie udokumentowany w źródłach wykorzystano rynek bezwarunkowych towarowych transakcji terminowych [umów opcji – T.N.] (na ryż)”¹¹¹.

Podsumowując, stwierdzić należy, iż bez względu na to, gdzie po raz pierwszy zastosowano poszczególne rodzaje derywatów, to do dnia dzisiejszego Chicago Board of Trade pozostaje jednym z najważniejszych miejsc na

¹⁰⁴ Reuters, *Instrumenty pochodne. Wprowadzenie*, s. 19.

¹⁰⁵ Przykładowo w 1854 roku ustalono standard wagowy dla buszla pszenicy, który równał się 60 funtom, oraz standard dla owsa – jeden buszel równy był 32 funtom.

¹⁰⁶ Birth of a Market Place, CBOT – Chronological History, na: www.cbot.com.

¹⁰⁷ G. Gold, *Modern Commodity Futures Trading*, Commodity Research Bureau Inc., New York 1975, s. 15.

¹⁰⁸ W. Slayter, *Spekulacja podejście strategiczne*, K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 13; por. D. Bliźniak, L. Gontarski, *Giełda towarowa*, s. 8-18; J. Kseń, *Funkcjonowanie zorganizowanych rynków terminowych*, w: M. Biegański [red. nauk.], *Pochodne instrumenty finansowe*, PROMOCJA Biuro Usług Promocyjnych, Poznań 1996, s. 18.

¹⁰⁹ P. McBride Jonson, *Instrumenty pochodne. Przewodnik menedżera*, s. 20.

¹¹⁰ Reuters, *Instrumenty pochodne. Wprowadzenie*, s. 17.

¹¹¹ A. Fierla, *Opcje akcji. Nowy instrument polskiego rynku kapitałowego*, Monografie i opracowania 422, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 1996, s. 13; zob. także M. Puławski, *Innowacje finansowe na światowych giełdach terminowych*, Wydawnictwo Uczelniane SGPiS, Warszawa 1991, s. 14.

świecie, w którym każdego dnia zawierane są transakcje pochodnymi instrumentami finansowymi, a wartość ich liczona jest w miliardach dolarów.

VIII. Zadaniem giełd towarowych było i jest do dziś, z jednej strony ułatwienie obrotu towarami (przede wszystkim płodami rolnymi, ale także ropą, metalami szlachetnymi etc.), z drugiej zaś strony zabezpieczenie się przed zmianami cen na rynku i zapewnienie sprzedawcom odpowiedniego poziomu cen zbytu. Giełdy te uważa się powszechnie za prekursorki obecnych giełd, na których dokonywany jest obrót pochodnymi instrumentami finansowymi.

W XX wieku nastąpił dynamiczny rozwój światowych rynków finansowych, który trwa po dziś dzień. Przejawia się to między innymi dostosowywaniem istniejących instrumentów finansowych do nowych potrzeb rynku.

Zanim zaczęły się pojawiać nowinki, musiało minąć kilkadziesiąt lat, w czasie których owe idee przeszły proces ewolucji. Cechą charakterystyczną każdego procesu jest istnienie katalizatorów oraz warunków, które mu sprzyjają. Nie inaczej było w przypadku finansowych transakcji terminowych. Powstawały one w okresie kształtowania się nowego spojrzenia na istnienie i funkcjonowanie systemu ekonomicznego świata. Troska o stabilność systemu monetarnego spędza sen z powiek rządzącym. Pierwsze kroki mające na celu unormowanie tej kwestii podejmowane były już w latach 1880–1890, kiedy to wprowadzony został tzw. system waluty złotej (ang. *gold exchange standard*). Zadaniem jego miało być ustabilizowanie kursów walut, poprzez zamknięcie ich w sztywnych kursach określanych poprzez odpowiedni parytet waluty do złota¹¹². Kruszec ten, określany jako homogeniczne dobro, zapoczątkował złotą erę, podczas której był on wyznacznikiem wartości walut, a w konsekwencji i towarów na całym świecie¹¹³. Jego panowanie zachwiane zostało w XX wieku, a dokładniej w dwudziestoleciu międzywojennym, kiedy światowej gospodarce zagrażać zaczęły inflacja, bezrobocie, a przede wszystkim liczne kryzysy. Wydarzenia te nie pozostały obojętne wobec rynku derywatów, którymi handel zakazany został w niektórych państwach – na przykład w USA w 1936 roku, a w Niemczech obrót opcjami nie był możliwy w okresie od 1931–1970 roku¹¹⁴.

Także najstraszniejsze doświadczenia XX wieku, jakimi były dwie wojny światowe, nie pozostały bez wpływu na sytuację gospodarki światowej. Kryzys w międzynarodowych stosunkach ekonomicznych i politycznych wymusił konieczność uzdrowienia międzynarodowego systemu walutowego i powoła-

¹¹² P.R. Krugman, M. Obstfeld, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze. Teoria i praktyka*, t. 2, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 209-212; Zob. także J.C. Baker, *International finance*, Prentice Hall, New Jersey 1998, s. 28.

¹¹³ M. Melvin, *International Money and Finance*, Addison-Wesley Longman Inc., Menlo Park 1996, s. 48; zob. także D. Bennett, *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 14-16.

¹¹⁴ A. Fierla, *Opcje akcji. Nowy instrument polskiego rynku kapitałowego*, s. 14; zob. także I. Wojciechowski, *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, s. 52.

nia organizacji, które sprawowałyby nad nim kontrolę¹¹⁵. Dlatego jeszcze w czasie trwania wojny Wielka Brytania i USA, reprezentowane przez Johna Maynarda Keynesa i Harry'ego Dextera White'a, zaczęły przygotowywać koncepcje powojennego świata¹¹⁶. Ich wynikiem było podpisanie podczas konferencji, która odbyła się w lipcu 1944 roku w Mount Washington Hotel w miasteczku Bretton Woods (New Hampshire, Stany Zjednoczone), umowy, na podstawie której powołany został Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Międzynarodowy Bank Rozwoju i Odbudowy (Bank Światowy)¹¹⁷. Ustalono tam także nowe ramy i zasady funkcjonowania międzynarodowego systemu monetarnego. Swymi korzeniami sięgał on konstrukcji z XIX wieku. Nazwać go można systemem sztywnych stałych kursów walutowych (ang. *pegged exchange rates*), do którego najistotniejszych cech należało ustalenie stałych kursów walut odnoszonych do dolara amerykańskiego. Drugim ważnym jego elementem było określenie stałej wartości dolara, wyrażonej w złocie¹¹⁸. Od tej chwili 1 uncja trojańska złota warta była 35 dolarów amerykańskich. Tym samym kursy innych walut wyrażone w dolarach, w każdej chwili mogły zostać przeliczone (i wymienione) na odpowiednią ilość złotego kruszcu. Dolar stał się tzw. walutą kluczową (ang. *key currency*). Uważa się, że system ten spełniał swoją rolę przez około 25 lat. Jednak pod koniec lat sześćdziesiątych zaczął przejawiać pewne niedoskonałości i coraz częściej pojawiały się głosy proponujące przejście do kursów zmiennych, kształtowanych podażą i popytem rynku¹¹⁹. Pierwsze takie rozwiązania wprowadzone zostały przez władze Holandii i Niemiec już na początku lat siedemdziesiątych. Początkowo sądzono, iż będzie to jedynie etap przejściowy w procesie tworzenia nowego systemu. Tak się jednak nie stało, a system płynnych kursów walutowych wykorzystywany jest do dziś.

Narastający deficyt handlowy, wzrastające wydatki wojskowe, a w konsekwencji trudności płatnicze USA, spowodowały iż 15 sierpnia 1971 roku prezydent Stanów Zjednoczonych, Richard Nixon, „zamknął złote okno”¹²⁰ – zawieszając wymiennalność dolara na złoto, a tym samym zakończył erę ustaleń z Bretton Woods – które nie wytrzymały presji zmieniających się warunków ekonomicznych na świecie¹²¹.

¹¹⁵ M. Melvin, *International Money and Finance*, s. 51-53.

¹¹⁶ K. Pilbeam, *International Finance*, MacMillan Press Ltd., London 1998, s. 278.

¹¹⁷ T. Mayer, J.S. Duesenberry, R.Z. Aliber, *Money, Banking, and the Economy*, W.W. Norton & Company, New York 1993, s. 505; zob. także D.F. Channon, *Global Banking Strategy*, John Wiley & Sons Inc., New York 1990, s. 77; R.W. Edwards, Jr., *International Money Collaboration*, Transnational Publishers Inc., New York bd., s. 4-44.

¹¹⁸ P.R. Krugman, M. Obstfeld, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, s. 217-221.

¹¹⁹ D. Bennett, *Ryzyko walutowe*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 18.

¹²⁰ L. Melamed, *Leo Melamed on the Markets*, s. 62.

¹²¹ K. Lutkowski, *Międzynarodowy system walutowy*, Poltext, Warszawa 1996, s. 105-109; zob. także L. Melamed, *Leo Melamed on the Markets*, s. 61; R. Sédillot, *Moralna i niemoralna historia pieniądza*. Wydawnictwo W.A.B., Warszawa 2002, s. 230-232.

Nowy ład międzynarodowego systemu walutowego ustanowiony został w 1976 roku podczas konferencji w Kingston na Jamajce¹²². Opracowano tam reguły kształtowania płynnych kursów walutowych (ang. *floating exchange rates*) – zamkniętych dotychczas w wąskich ramach powojennych uzgodnień¹²³. Deregulacja rynku walutowego stała się jedną z przyczyn poszukiwania nowych sposobów zabezpieczania się inwestorów przed ryzykiem¹²⁴. Pożywkę dla niego stanowiły także inne wydarzenia z przełomu lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych XX wieku. Wśród nich wymienić należy wojnę Jom Kippur – pomiędzy Izraelem a państwami arabskimi, w konsekwencji której wystąpił na świecie kryzys energetyczny. Ten z kolei spowodował podwyżkę cen paliw, a co za tym idzie wzrost inflacji i stóp procentowych¹²⁵. W takiej sytuacji „pływały” (ang. *float*) już nie tylko kursy walut, ale i stopy procentowe, których wysokość, jak wiadomo, wpływa na oprocentowanie obligacji i papierów skarbowych. Rozwijać się zaczął międzynarodowy, niecentralizowany rynek wymiany walut, potocznie zwany FOREX (ang. *foreign exchange market*)¹²⁶. Inwestorom na całym świecie zajrzała w oczy „roześmiana zmienność rynku” (ang. *smiled volatility*)¹²⁷. Przekornie stała się ona sprzymierzeńcem derywatów, które począwszy od lat siedemdziesiątych aż po dziś dzień święcą triumf.

Inwestorzy, wykorzystując doświadczenia z rynków towarowych, dostosowali rozwiązania tam stosowane do nowych potrzeb rynku finansowego. I tak między innymi, ryż, jako towar bazowy, od którego uzależniona jest cena kontraktu, zastąpiony został instrumentem finansowym – np. kursem waluty, będącym bazą do ustalania wartości pochodnego instrumentu finansowego. Przyczyna rozwoju rynku derywatów tkwiła z jednej strony w chęci osiągania przez inwestorów jeszcze większych zysków niż dotychczasowe, z drugiej zaś w potrzebie zabezpieczania się przed ryzykiem. Tradycyjne formy inwestycji, choć względnie bezpieczne, nie gwarantowały już takich profitów jak inne, obciążone znacznie większym ryzykiem, a do których zaliczyć można pochodne instrumenty finansowe.

¹²² P. Bożyk, J. Misala, M. Puławski, *Międzynarodowe stosunki ekonomiczne*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1999, s. 256-260; zob. także J.C. Baker, *International finance*, s. 28-32; K. Pilbeam, *International Finance*, MacMillan Press Ltd., London 1998, s. 291.

¹²³ T. Mayer, J.S. Duesenberry, R.Z. Aliber, *Money, Banking, and the Economy*, s. 497-509.

¹²⁴ D.F. Channon, *Global Banking Strategy*, John Wiley & Sons Inc., New York 1990, s. 76-84.

¹²⁵ A. McDougall, *Swapy*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001, s. 18.

¹²⁶ D.F. DeRosa, *Introduction: Foreign Exchange and Its Related Derivative Instruments*, w: D.F. DeRosa [red.], *Currency Derivatives*, John Wiley & Sons Inc., New York 1998, s. 1-9; zob. także D.N. Chorafas, *Treasury Operations and the Foreign Exchange Challenge*, John Wiley & Sons Inc., New York bd., s. 76-79.

¹²⁷ S.J. Taylor, X. Xu, *The Magnitude of Implied Volatility Smiles: Theory and Empirical Evidence for Exchange Rates*, w: D.F. DeRosa [red.], *Currency Derivatives*, John Wiley & Sons Inc., New York 1998, s. 165-181; zob. także M.C. Thomsett, *Getting Started in Options*, John Wiley & Sons, New York 1997, s. 39; K. Pilbeam, *International Finance*, s. 336; R. Jarrow, *Volatility*, Risk Books, London 1998, s. 5.

Z pomocą inwestorom przysłyły sztaby specjalistów, zwanych z angielskiego *rocket scientists*: matematyków, fizyków, informatyków, którzy wykorzystali swoje doświadczenie teoretyczne, tworząc zupełnie nowe „mutacje” tradycyjnych instrumentów finansowych, którymi są właśnie derywaty¹²⁸. Triumfy święcić zaczęła nowa dziedzina nauki zwana – inżynierią finansową¹²⁹. Jednak najistotniejsze, jak się wydaje, było stworzenie odpowiedniego rynku dla nowych instrumentów finansowych. Rynku już nie towarowych instrumentów pochodnych, ale rynku pochodnych instrumentów finansowych. Za jego twórcę uważa się pochodzącego z Polski Leo Melameda, który wraz ze sztabem pracowników Chicago Mercantile Exchange i przy poparciu między innymi profesora Milтона Friedmanna stworzył w 1972 roku International Money Market¹³⁰. Na giełdzie tej 16 maja tego samego roku zadebiutowały pierwsze pochodne instrumenty finansowe – umowy na czas przyszły (*futures*), dla których instrumentami bazowymi były następujące waluty: funt brytyjski, dolar kanadyjski, marka niemiecka, lir włoski, japoński jen, meksykańskie pesos i frank szwajcarski¹³¹. Wkrótce konkurent Chicago Mercantile Exchange – Chicago Board of Trade założyła giełdę Chicago Board Options Exchange, na której zaczęto handlować kontraktami opcji¹³². Zainteresowanie nowymi kontraktami przerosło najśmielsze oczekiwania nawet samych założycieli tych giełd, a liczba zleceń rosła z dnia na dzień¹³³. Uważa się, że pomocne były dwa czynniki. Po pierwsze, miejsce ulokowania wspomnianych giełd – a więc Chicago, w którym nie brakowało inwestorów (spekulantów) skłonnych podjąć ryzyko zainwestowania w nowe instrumenty finansowe. Drugim czynnikiem było doświadczenie, jakie wyniesiono z handlu towarowymi instrumentami pochodnymi, których najbardziej rozwinięty rynek znajdował się od niemal stu lat także w Chicago. Doświadczenia z okresu jego funkcjonowania były niezmiernie istotne w procesie tworzenia nowych rynków derywatów¹³⁴. Ich sukces rozpalili apetyty w innych państwach, gdzie wkrótce zaczęto tworzyć tego rodzaju giełdy. Zaczęły pojawiać się nowe rodzaje pochodnych instrumentów finansowych, bazujące na stopach procentowych, metalach szlachetnych czy na innych pochodnych.

¹²⁸ D.N. Chorafas, *Treasury Operations and the Foreign Exchange Challenge*, John Wiley & Sons Inc., New York bd., s. 53-54.

¹²⁹ A. Weron, R. Weron, *Inżynieria finansowa*, s. 23-26.

¹³⁰ J. Kseń, *Funkcjonowanie zorganizowanych rynków terminowych*, s. 18; zob. także L.A. Rajczak, *Wprowadzenie do transakcji terminowych i opcyjnych*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1999, s. 16-17.

¹³¹ L. Melamed, *Leo Melamed on the Markets*, s. 55.

¹³² W. Małecki, *Terminowe rynki finansowe*, s. 7; zob. także M. Puławski, *Innowacje finansowe na światowych giełdach terminowych*, Wydawnictwo Uczelniane SGPiS, Warszawa 1991, s. 16-17; I. Wojciechowski, *Opcje na wybrane instrumenty finansowe jako narzędzia ograniczające ryzyko*, s. 52.

¹³³ A.J. Baird, *Rynek opcji*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, s. 44.

¹³⁴ W. Małecki, *Terminowe rynki finansowe*, s. 9.

Wraz z powstaniem nowej formy inwestycji pojawiać zaczęły się problemy natury prawnej, i co się z tym wiąże – pierwsze spory sądowe. Jednemu z nich zresztą zawdzięczamy użycie po raz pierwszy terminu „d e r y w a t – i n s t r u m e n t p o c h o d n y”. W 1982 roku sędzia Weinfeld, prowadzący przed Sądem Federalnym w Nowym Jorku sprawę z powództwa American Stock Exchange przeciwko Commodity Futures Trading Commision, stwierdził, iż rezultatem zastosowania umowy opcji na fizyczną dostawę towaru jest rzeczywista dostawa tegoż towaru – na bazie którego skonstruowana jest owa umowa. „Tak więc są one pierwszymi instrumentami pochodnymi (ang. „*first derivative*” instruments), które są jednak oddalone o jeden krok od towaru bazowego”¹³⁵.

Drzwi sal sądowych jeszcze wielokrotnie otwierały się przed derywatami. A to za sprawą wielu afer, bankructw i przestępstw, które związane były z ich wykorzystywaniem. Największe spośród nich miały miejsce w ostatnim dziesięcioleciu. Każdy zna nazwę koncernu P r o c t e r & G a m b l e. Jednak zapewne mało kto wie, iż ta sama firma poprzez niewłaściwe wykorzystanie derywatów poniosła straty liczone w dziesiątkach milionów dolarów¹³⁶. Wśród innych amerykańskich firm, które także popadły w tarapaty finansowe z powodu pochodnych instrumentów finansowych, wymienić można potentata w przemyśle kartek okolicznościowych, firmę G i b s o n G r e e t i n g s I n c. z Cincinnati w stanie Ohio¹³⁷.

Straty te były jednak niczym w porównaniu z tymi, jakie poniósł w 1993 roku olbrzymi koncern niemiecki M e t a l l g e s e l l s c h a f t A G wskutek operacji związanych ze sprzedażą ropy i oleju opałowego w Stanach Zjednoczonych. To transakcje zabezpieczane były właśnie poprzez wykorzystanie derywatów. Strata z tego tytułu wyniosła, bagatela, około 2 mld dolarów¹³⁸. Mimo to firma ta przetrwała trudny okres.

Takiego szczęścia nie miał najstarszy (liczący sobie 172 lata) bank komercyjny Wielkiej Brytanii – B a r i n g s. Już raz, zainwestowawszy w obligacje argentyńskich wodociągów w 1890 roku, omal nie upadł¹³⁹. Po około stu latach, w 1995 roku, wskutek zuchwałych poczynań 28-letniego dealera Nicka Leesona, nie był w stanie pokryć straty w wysokości aż 1,5 mld dolarów¹⁴⁰.

¹³⁵ E.J. Swan, *Building the Global Market*, s. 5.

¹³⁶ L. Chew, *Managing Derivative Risks. The Use and Abuse of Leverage*, John Wiley & Sons, Chichester 1996, s. 33-37; zob. także W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, s. 45.

¹³⁷ Ibidem, s. 37-49; zob. także R. Kendall, *Zarządzanie ryzykiem dla menedżerów*, K.E. Liber, Warszawa 2000, s. 3-8; zob. także J.C. Baker, *International Finance*, s. 323-325.

¹³⁸ R. Waters, *Academics Open Wounds of MG Corp's Oil Crisis*, „Financial Times”, 1994\10\6, s. 27; zob. także W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, s. 43-44; R. Kendall, *Zarządzanie ryzykiem dla menedżerów*, s. 8-13; J.C. Baker, *International Finance*, s. 325-327; F.R. Edwards, *Derivatives can be hazardous to your health: the case of Metallgesellschaft*, The London School of Economics Special Paper No. 64, London 1994.

¹³⁹ J. Kseń, *Funkcjonowanie zorganizowanych rynków terminowych*, s. 26.

¹⁴⁰ A. Fierla, *Opcje akcji. Nowy instrument polskiego rynku kapitałowego*, s. 20-21.

Były one wynikiem ryzykownych transakcji terminowych, przeprowadzanych na giełdach w Osace i Singapurze, które początkowo przynosiły bankowi nie-małe zyski¹⁴¹. Nick Leeson wygrywający na parkietach giełdowych, okazał się jednak bezsilny w konfrontacji z Matką Naturą, która w 1995 roku „zafundowała” Ziemi trzęsienie ziemi w Kiobe. Nie pozostało ono oczywiście bez wpływu na sytuację na giełdach azjatyckich, która przekładać zaczęła się na ceny transakcji terminowych, jakie zawarł wcześniej Leeson. Sytuacja jego zmieniała się diametralnie z minuty na minutę, a wcześniejsze zyski w oka mgnieniu stawały się teraz stratami. Widząc swoją rozpaczliwą sytuację, makler po prostu uciekł, pozostawiając bank Baringsa w ruinie¹⁴².

Zaprezentowane kryzysy finansowe związane z wykorzystaniem pochodnych instrumentów finansowych należą do tych najbardziej znanych. W literaturze wymienia się także kłopoty finansowe hrabstwa Cuyahoga w Ohio, które omal nie doprowadziły do jego bankructwa, jak to miało miejsce w przypadku kalifornijskiego hrabstwa Orange, które poprzez błędne decyzje swego skarbnika Boba Cirrona utraciło 1,6 mld dolarów¹⁴³. Wobec wszystkich opisywanych zdarzeń, atmosfera wokół derywatów zaczęła się z czasem pogarszać. Ich wykorzystanie porównywano do sytuacji, w której bolid Formuły 1 wpuszczony zostaje do zatłoczonego centrum wielkiego miasta, powodując tu chaos¹⁴⁴. Zaczęły się nawet pojawiać głosy nawołujące do zakazu handlu derywatami, które „z Piękności zaczęły się zmieniać w Bestię”¹⁴⁵.

Stając w obronie tych instrumentów finansowych, należy się zgodzić z opinią R. Kendalla, iż „we wszystkich przypadkach katastrof finansowych wina leży po stronie użytkowników instrumentów pochodnych”¹⁴⁶. Albowiem za straty Baringsa, Metallgesellschaft AG czy japońskiego banku Sumimoto – spowodowanych w tym konkretnym przypadku transakcjami terminowymi zawartymi przez „Pana Pięć Procent”¹⁴⁷ Yasuo Hamanaki na rynku miedzi – odpowiedzialny był zawsze człowiek. Nieumiejętne zastosowanie danego derywatu, niedostateczna kontrola instytucji nad przeprowadzanymi przez jej pracowników transakcjami terminowymi lub, co gorsza, niezrozu-

¹⁴¹ J. Board, C. Goodhart, M. Power, D. Schoenmaker, *Derivatives regulation*, London School of Economics Special Paper No. 70, London 1995, s. 14-18.

¹⁴² Bank of England Report on the Collapse of Barings, w: P. McBride Jonson, *Instrumenty pochodne. Przewodnik menedżera*, Załącznik; zob. także A. Weron, R. Weron, *Inżynieria finansowa*, s. 20-23; J. Kseń, *Funkcjonowanie zorganizowanych rynków terminowych*, s. 26-27; W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, s. 46-47.

¹⁴³ D.J. Ross, M.H. Miller, *The Orange County bankruptcy and its aftermath; Some new evidence*, „Journal of Derivatives”, Vol. 4 1997, s. 51-61; zob. także P.H. Huang, K.D. Krawiec, F. Partnoy, *Derivatives on TV: A Tale of Two Derivatives Debates in Prime-Time*, w: *Law and Economics Research Paper No. 08*, University of San Diego School of Law bd., s. 2-6.

¹⁴⁴ L. Chew, *Managing Derivative Risks. The Use and Abuse of Leverage*, s. 61.

¹⁴⁵ *Ibidem*, s. 61-75.

¹⁴⁶ Zob. także R. Kendall, *Zarządzanie ryzykiem dla menedżerów*, s. 5.

¹⁴⁷ Według relacji w pewnym momencie dealer ten uważał, iż kontroluje pięć procent światowego rynku miedzi; por. *ibidem*, s. 18-22.

mienie zasad funkcjonowania tego rynku przez zarządzających prowadziły zawsze do problemów finansowych, a nawet bankructw. Przeciwnikom rynku derywatów przytoczyć można jednakże następującą maksymę: „Nie wiń młotka za to, że uderzyłeś się w nim palec”¹⁴⁸. Poza tym warto nadmienić, iż 14 października 1997 roku Królewska Szwedzka Akademia Nauk przyznała nagrodę Nobla¹⁴⁹ w dziedzinie nauk ekonomicznych amerykańskim profesorom Robertowi C. Mertonowi i Myronowi S. Scholesowi, za nową metodę wyceny pochodnych instrumentów finansowych, doceniając tym samym wysiłki, jakie włożono w rozwój handlu tymi „niecnymi i tajemniczymi” instrumentami finansowymi¹⁵⁰.

IX. Celem poniższego artykułu było przedstawienie kilkusetletniej historii derywatów, zaliczanych powszechnie do niezwykle wyszukanych instrumentów finansowych. Prezentacja ta pozwala potwierdzić tezę, iż nie są one tylko wytworem ostatnich dziesięcioleci. Człowiek czerpie naukę przede wszystkim ze swoich wcześniejszych doświadczeń, które następnie niejednokrotnie ulepsza. Tak też było w przypadku pochodnych instrumentów finansowych, które od czasów starożytnej Babilonii, poprzez okres średniowiecza, aż do czasów nam współczesnych przeszły niezwykle ewolucję. I te przemiany zapewne trwać będą dalej, a osoby wykorzystujące derywaty bogatsze będą o doświadczenia swoich przodków. Przedstawicielom nauki prawa pozostaje natomiast korzystać z doświadczeń praktyki w zakresie wykorzystania instrumentów pochodnych oraz tworzyć takie regulacje prawne, które w odpowiedni sposób zabezpieczą funkcjonowanie tego olbrzymiego, jakże szybko rozwijającego się rynku. Aby to uczynić, muszą oni jednak posiadać wiedzę na temat zdarzeń, które miały miejsce w przeszłości, a przede wszystkim rozumieć istotę funkcjonowania poszczególnych rodzajów derywatów. Derywatów, które niejednokrotnie zapisały się na kartach historii zarówno z dobrej, jak i niestety złej strony.

¹⁴⁸ J. Kseń, *Funkcjonowanie zorganizowanych rynków terminowych*, s. 24.

¹⁴⁹ J. Olszewski, *Papiery wartościowe w świetle nowych ustaw*, „Infor” Wydawnictwo Książkowe Sp. z o. o., Warszawa 1998, s. 121.

¹⁵⁰ Model ten opracowany został w 1973 roku przez F. Blacka i M. Scholesa, a tego samego roku udoskonalony przez Mertona; Por. A. J. Baird, *Rynek opcji*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, str. 28; zob. także A. Weron, R. Weron, *Inżynieria finansowa*, s. 26-29; N. A. Chriss, *Balck-Scholes and beyond. Options pricing models*, IRWIN Professional Publishing, Chicago 1997, s. 119-219. G. S. Questa, *Fixed-Income Analysis for the Global Financial Market*, John Wiley & Sons Inc., New York 1999, s. 309-345; P. Wilmott, *Derivatives. The theory and practice of financial engineering*, John Wiley & Sons, Chichester 1998, s. 71-78.

L'ÉVOLUTION DES DÉRIVÉS COMME UNE FORME DE L'ASSURANCE DES RISQUES ÉCONOMIQUES

R é s u m é

Aujourd'hui, les marchés financiers mondiales utilisent les formes nouvelles d'investissement, à qui peut-on compter aussi les instruments financiers spéciaux appelés « les dérivés ». Ils constituent les instruments extrêmement subtils. Etant bien simple dans leur construction, ils constituent une forme d'investissement bien compliquée. On peut rencontrer l'opinion, que la vie contemporaine est influencée par les dérivés dans la manière très forte bien qu'ils n'existent pas physiquement. Le processus de leur évolution avait une tradition bien longue qui se date des plusieurs siècles. Le but de l'article est la présentation des aspects historiques concernant la formation des instruments financiers dérivés (« les dérivés »), dont les commencements remontent à l'Antiquité. On en parle dans la Bible aussi. Les formes primitives de ceux-là accomplissaient les mêmes fonctions que les dérivés contemporains. Il s'agit de l'assurance contre le risque financier, avant tout contre la fluctuation des prix dans l'avenir. C'est le fait bien fascinant que dans les derniers siècles l'homme a réussi de construire très vite et effectivement les formes abstraites d'investissement qui dans leur nature ressemblaient l'institution de la monnaie, mais leur utilisation est compliquée bien plus de celle-ci.