

芝加哥商品交易所(CME)規則 534 洗售之規範及案例說明

洗售(Wash Trade)依芝加哥商品交易所規範書(CME Rulebook)第 534 條之規定，定義如下：

任何人不得就同種產品及到期合約月發出或接受買入和賣出訂單，及以同樣的交易價格賣出或買入期權，如若知道或有合理理由應該知道該訂單的目的是避免在風險市場上產生真實的市場倉位(該類交易通常被認為或被稱作洗售交易或虛售)。相同受益所有人的不同帳戶間旨在去除市場風險或價格競爭的訂單買賣也應視為違反禁止洗售交易的規定。此外，任何人不得直接或間接故意執行此類訂單或為執行此類訂單提供方便¹。

參照 CME 發佈之市場規範建議通告(Market Regulation Advisory Notice)，洗售之交易型態係為一筆或一系列之虛偽交易，有真實買賣之外觀，但該交易之發動者、執行者或容納者並無意接受市場風險或價格競爭，處於真實市場中或執行誠實信用之交易。而洗售之成立要件有二：一為洗售結果之產生，意即於有相同受益所有人或共同受益所有人之帳戶，以相同或相近價格買賣同一部位；二為參與交易者有達成洗售結果之意圖，而該意圖得基於訂單預先安排之形式或其結構、輸入、執行之方式，推斷交易人關係人應可知或可得而知其交易將會產生洗售之結果。

典型的懲處案例可參考案號 CME 15-0134-BC，本案中之當事人 HyLife, Ltd. 為移動帳戶中之期貨部位，以名下之帳戶同時為交易之買方及賣方，遭 CME 商業行為委員會裁處美金 35,000 元。另有案號 NYMEX 11-8568-BC，當事人 Valero Marketing and Supply Company 於其為所有權人之帳戶間進行一連串洗售交易，而買方及賣方之交易決策者係為同一人，罰金 30,000 美元。上揭二例皆為當事人利用自己名下之帳戶，自為同筆交易的買方和賣方，造成市場上雖有正常交易之外觀，但此交易並無實質之利益損失產生，即實現了規則 534 定義之洗售結果。

規則 534 條中段有關帳戶所有權之規定，於市場規範建議通告 Q2 中，所謂有「相同受益所有人」(same beneficial ownership)係指各帳戶之所有人為同一人，或帳戶雖係屬不同法律主體，但各主體實由同一母公司百分之百持有者；「共同受益所有人」(common beneficial ownership)則更概括性的包含了各帳戶雖非同一主體百分之百持有者，但其具有共同利益者即屬之。而在有共同受益關係之帳戶間，縱使以同一價格買進或賣出之指令係出於合法之意圖分別同時送出，且前後買賣指令執行時間有時間差，並不能排除兩指令互相配對交易而實現洗售結果之可能。須注意的是，縱非完全相同之價格，但訂單之結構係出於規避市場而設計，亦可能

¹ 芝商所 RA1614-5 《市場規範建議通告》。

(<http://www.cmegroup.com/cn-s/market-regulation/files/cme-group-ra1614-5-rule534.pdf>)

觸法。參考案號 CBOT 14-9831-BC，當事人 Abengoa Bioenergy Operations, LLC 於其擁有所有權及控制權之子公司的帳戶間，進行期貨轉現貨之交易，同時為交易之買賣方以平倉兩帳戶中之部位。此交易雖於不同所有權人之帳戶間交易，然其利益最終仍歸屬同一主體，即當事人為帳戶之共同受益所有人，因此該帳戶間交易仍違反了洗售禁止規定。

上述案例為訂單係由同一主體所決定，若於各交易指令是由不同主體獨立下達的情形，不論是價錢決定、執行時點決定等，應以個案判斷其是否隱含規避市場風險意圖。過去有案號 CBOT 13-9262-BC，即當事人 Sun Life Financial Inc. 身為進行洗售買賣子帳戶的實質所有權人，其買賣訂單雖分別由二獨力人員作業，但因市場監管部認該人員應可推斷具有通常之知識及意圖，知悉此訂單應會互相配對，仍然遭受裁罰。

本規定後段提及之直接或間接之方法，直接係指以有共同受益關係之帳戶自為買賣交易者，已如前述。間接之方法則參照市場規範建議通告 Q19，定義為：「以消除或嚴格限制市場風險為意圖先向一個對手方作出一筆或多筆買入(賣出)交易再按相同或類似價格向相同或不同的對手方作出賣出(買入)交易，可能被視為違反規則 534 的“間接洗售交易”。如果交易方明知或本應知道訂單會消除或嚴格限制市場風險，則存在此意圖。²」。雖然此交易中的各獨立交易都有合規之外觀，但對於進行該交易的帳戶而言，並不因執行這些交易而暴露於市場風險及價格競爭中。只要交易參與者知悉或可得知悉該交易係為避免立於善意市場交易及承受市場風險，不以此交易以有預先安排為前提，即可能有洗售違反情形。例如 A、B、C 三個市場參與者，參與了一返利或獎勵計畫，該計畫的條款或條件規定各參與方要達到某一交易量門檻（例如日均交易量、月交易量、被動交易量等），因此三者相鄰的時間內，買進或賣出對方相近數量、相同或近似價格之商品，於結算時，所有參與者的部位皆無任何淨變化。考慮交易前之活動、市場情況、市場知識等，此等參與者明知或可得而知諸交易僅有在市場上增加交易活絡度之假象，而無市場競爭或部位不會暴露於市場風險之中，不論三方是否有預先安排，皆落入第 534 條所規範之洗售禁止之範圍。

綜觀市場規範建議注意事項及裁罰案例，交易人常有的觸法疑慮有三：一為接受訂單時執行者所負之確認義務，二為轉倉交易時如何為合法交易行為，三為電子下單時需進行的風險控管機制。以下分述之：

- 一、接受訂單之執行者的確認義務，參照市場規範建議通告 Q4，接受訂單之執行者，包括專員和場內經紀人，在接到同時買賣的訂單時，皆負有獨立之確認義務(duty to inquire)，確認訂單是否來自共同受益所有人之

²同註一

帳戶、是否符合市場交易秩序，若該接受者無法確認上述事項，則應拒絕該訂單。若未經確認之訂單被接受並執行後而產生了洗售結果，該執行者即有違反禁止規範之虞。

二、轉倉交易係指為更新到期日，進行平倉動作並重新建立較遠月份之相同部位。**依規定轉倉必須是完全暴露於市場風險下之獨立交易，並經活躍的執行操作；若有預先安排或係依照明示、默示等交易約定執行者則會被視為洗售交易。**

案號 CME-12-9055-BC-2，當事人 The Linn Group Inc. 雇用之經理人為一客戶之同一帳戶下單買賣相同標的、相同數量之期貨，以進行轉倉之動作。然該交易員應知悉或可得而知，此行為為規避市場風險、違反誠實信用之交易，因此受裁罰。

三、於電子交易平台下單時，若單一交易員執行買賣指令時無故意且自買自賣之情形只是偶然發生者，一般並不會被視為洗售。又交易者之自營部門，可能由個別交易員獨立作業，或由交易員獨立操作以演算法推演出之交易，在公司自營帳戶下進行買賣時，以各該執行決策是善意且非預先安排的前提下，一般亦不會歸類為洗售。惟參照市場規範建議注意事項 A12，公司有義務監督交易員之獨立性，並行相當之措施防免交易員得知他人之交易。

尤須注意在交易以自動交易系統(Automated Trading System)進行時，不論係自行產生或由同一交易決策者操作，若因演算法設定使自買自賣的情形發生頻率超過偶然發生之水準，則該自買自賣交易即有可能會被視為洗售。公司有責任施以相當之機制最小化該電子演算法推衍之交易為自買自賣，如引進 CME 提供之 SMP(Self-Match Prevention) functionality 來自動防堵以同一操作會員代號和 SMP 代號向 CME 交易平台送出之買進或賣出交易自行配對。

上述所謂偶然發生之判定，參照市場規範建議通告 Q15，應考量交易活動的內容、交易團隊、適用之演算法及相對該交易工具之交易量等綜合觀之，**大於「微量」(de minimis)的自買自賣情形將會有額外的合法性檢視及違反洗售禁止之可能。**

案號 NYMEX 13-9336-BC，當事人 Aardvark Trading LLC 即因使用自動交易系統前未為完整測試，使系統在其帳戶間為自買自賣交易而受罰。案號 CME 12-8873-BC，當事人 GSA Capital International Master Fund Limited

以兩個自動交易系統向 CME 下單，此二系統偶然地會發生為該帳戶下達相對訂單之指令。縱當事人並未因此而受有利益，然主管機關認為當事人應以相當機制監控並追蹤此等交易，使洗售情形最小化，因而裁罰當事人 130,000 美金之多。

總結來說，CME 認定之洗售違反，先以是否出現洗售結果判斷，接著再以交易參與者是否有意圖規避善意市場之風險而行交易，而該意圖可能因交易型態、洗售結果輕重而推斷認定，並賦與交易人在交易時，有注意義務實行之責。

更多資訊可參考 CME Rulebook(<http://www.cmegroup.com/rulebook/CME/I/5/5.pdf>)和其市場規範建議通告的相關規定。