

В. В. Зельдіс

**РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ОПЕРАТОРІВ РИНКУ FOREX:
ЗАПОБІГАННЯ ШАХРАЙСТВУ**

Розглянуто передумови регулювання позабіржової мережі послуг із організації роздрібною торгівлі валютою й деривативами. Констатовано феномен викривлення найменування порівняно нового для країни сектору послуг. Висуно гіпотезу, що позабіржова організація роздрібною торгівлі валютою й деривативами в її сучасному вигляді є скоріше різновидом азартних ігор, ніж інвестиційною послугою. На підтвердження цієї гіпотези узагальнено численні ознаки неналежної якості відповідних послуг, досліджено характер їх надання, який вступає в суперечність із тим, що мають послуги у сфері фінансових інвестицій. Із метою запобігання фінансовим махінаціям, що їх ознаки має неврегульована діяльність роздрібних FX-фірм в Україні, запропоновано встановити як базові для державної регуляторної політики в цій галузі принципи ефективності та чесності, котрі, на думку експертів Світового банку, є обов'язковими для сфери фінансових послуг (разом із принципом стабільності).

Ключові слова: ринок Forex, позабіржова мережа послуг із роздрібною торгівлі фінансовими інструментами, маркет-мейкер, роздрібний FX-брокер, спекулянт, CFD, CBBC, роздрібна фінансово-інвестиційна компанія, фінансові махінації.

Табл. 1. Літ. 15.

В. В. Зельдис

**РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОПЕРАТОРОВ РЫНКА
FOREX: ПРЕДОТВРАЩЕНИЕ МОШЕННИЧЕСТВА**

Рассмотрены предпосылки регулирования внебиржевой сети услуг по организации розничной торговли валютой и деривативами. Констатирован феномен искажения наименования относительно нового для страны сектора услуг. Выдвинута гипотеза, что внебиржевая организация розничной торговли валютой и деривативами в ее современном виде является скорее разновидностью азартных игр, чем инвестиционной услугой. В подтверждение этой гипотезы обобщены многочисленные признаки ненадлежащего качества соответствующих услуг, исследован характер их предоставления, который вступает в противоречие с тем, который носят услуги в сфере финансовых инвестиций. С целью предотвращения финансовых махинаций, признаки которых имеет нерегулируемая деятельность розничных FX-фирм в Украине, предложено установить как базовые для государственной регуляторной политики в этой отрасли принципы эффективности и честности, которые, по мнению экспертов Всемирного банка, являются обязательными для сферы финансовых услуг (вместе с принципом стабильности).

Ключевые слова: рынок Forex, внебиржевая сеть услуг по розничной торговле финансовыми инструментами, маркет-мейкер, розничный FX-брокер, спекулянт, CFD, CBBC, розничная финансово-инвестиционная компания, финансовые махинации.

Vadym Zeldis

**REGULATION OF FOREX MARKET OPERATORS ACTIVITY:
FRAUD PREVENTION**

The regulation preconditions of retail offering of off-exchange foreign exchange and derivatives trading are considered. The phenomenon of distortion of this relatively new name to the post-soviet countries services sector is established. It is hypothesized that retail offering of off-exchange

© Зельдіс В. В., 2015

foreign exchange and derivatives trading is akin to gambling, and not financial investment services. To confirm this hypothesis numerous signs of inadequate quality of appropriate services are summarized and the nature of their provision, which is in contradiction with the financial investment sphere, is explored. To prevent financial fraud, the signs of which have unsettled activities of retail FX-firms in Ukraine, it is proposed to form the state regulatory policy in this area on principles of efficiency and fairness, which according to the World Bank experts, are mandatory for financial services sphere (along with the principle of stability).

Keywords: Forex market, retail offering of off-exchange financial instruments trading, market maker, retail FX broker, speculator, CFDs, CBBCs, retail finance investment company, financial fraud.

JEL classification: G20, G23, G24.

Як альтернатива дрібній спекулятивній біржовій торгівлі нині скрізь рекламуються операції на так званому ринку Forex (Форекс). Успішні спекулянти, котрі заробляють тисячі доларів, паралельно займаючись основною діяльністю або лежачи на пляжі, вже давно дивляться на нас із плакатів у громадському транспорті та на станціях метро, з білбордів уздовж доріг і банерів у Інтернеті. Останнім часом агресивна реклама відповідних послуг поширюється деякими рейтинговими національними телеканалами. Пропозиції відвідування курсів операторів цього ринку дедалі глибше проникають у сферу короткострокової бізнес-освіти, з'являючись на сторінках авторитетних тренінгових центрів. Водночас обіцянки швидкого збагачення на операціях ринку Forex найчастіше залишаються обіцянками. Постає питання доцільності існування самого ринку в тому вигляді, в якому він існує в Україні.

Більшість наукових праць на цю тему присвячена дослідженню проблем, котрі виникають у клієнтів відповідної індустрії [1—8]. Водночас публікації стосовно будь-яких споживчих вигід від послуг посередників ринку Forex практично відсутні. До того ж функціональні параметри, вказані відповідними посередниками при специфікації власних послуг [9], значно відрізняються від параметрів послуг біржових брокерів.

Метою статті є оцінка якості та характеру надання послуг у системі глобальної позабіржової мережі компаній із організації роздрібною торгівлі іноземною валютою та іншими фінансовими інструментами на глобальному ринку й на пострадянському просторі.

У контексті Forex на пострадянському просторі передусім ідеться про організацію роздрібною торгівлі валютами — невеликий сегмент позабіржового валютного ринку (Forex), де приватні особи спекулюють на обмінних курсах валют. У світі цей сегмент почав розвиватися разом із мережею Інтернет після появи спеціалізованого програмного забезпечення та посередників, котрі дають змогу роздрібним гравцям торгувати валютами з маржею (зазвичай на ринку спот). У 2013 р. середній денний оборот роздрібною торгівлі валютами становив 185,3 млрд дол. США, або 3,5 % обсягу всього валютного ринку [10].

Власне Forex (або FX) — це світовий децентралізований ринок для торгівлі валютами. Основними учасниками цього ринку є великі банки. Відповідні фінансові центри в усьому світі функціонують як ланки торговельної мережі, чийі послуги надаються широкому спектру покупців і продавців цілодобово, за винятком вихідних. Основними електронними міжбанківськими платформами валютної торгівлі є Electronic Broking Services (EBS) та Reuters 3000 Xtra [11].

Forex функціонує на декількох рівнях. Клієнти звертаються до фінансових установ, а ті, у свою чергу, — до меншого числа фінансових компаній, відомих як дилери. А вже останні беруть активну участь у великій кількості угод із іноземною валютою. Оскільки більшість дилерів — валютні банки, іноді цей ринок називають міжбанківським, хоча в торгівлі валютами крім банків беруть участь кілька страхових компаній та інші установи (центральні банки, пенсійні фонди, транснаціональні корпорації тощо).

За даними Банку міжнародних розрахунків [10], обсяг торгівлі на Forex у квітні 2013 р. становив у середньому 5345 млрд дол. США на день. Для порівняння: в тому ж місяці 2010 р. — 4 трлн дол., 2007 р. — 3,3 трлн дол. Найактивніше вторгованими інструментами у квітні 2013 р. були валютні свопи — обсяг торгівлі ними дорівнював 2,2 трлн дол. на день. Далі йде спот-торгівля зі щоденним обсягом у 2 трлн дол.

Обсяг одного контракту з реальним постачанням валюти на другий робочий день (ринок спот) зазвичай становить близько 5 млн дол. США. Вартість одного конвертаційного платежу — від 60 до 300 дол. Окрім цього, доведеться витратити до 6 тис. дол. на місяць на міжбанківський інформаційно-торговий термінал [1]. Тому торгівля валютами забезпечує, в першу чергу, експортно-імпортні операції клієнтів міжнародних банків, потім — інтереси їхніх власних торговельно-інвестиційних відділів і лише після цього — інтереси клієнтів цих відділів, серед яких є позабіржові фірми, що надають послуги з організації торгівлі іноземною валютою роздрібним спекулянтам (*далі* — роздрібні FX-фірми).

Є два основних типи FX-посередників, котрі забезпечують можливість спекулятивної торгівлі валютою: брокери та маркет-мейкери. Брокер є агентом замовника на іншому рівні валютного ринку, що прагне отримати кращу ціну на ринку для роздрібних замовників, діючи від імені та на користь своїх клієнтів. Брокери стягують комісію чи націнку на додаток до ціни, отриманої на ринку. Маркет-мейкери (дилери), навпаки, зазвичай виступають у ролі принципала в угоді з роздрібним клієнтом, призначаючи ціни, за якими вони готові укладати угоди купівлі-продажу валюти.

Через децентралізований характер торгівлі й легкість глобального доступу до Інтернету більшість роздрібних валютних посередників у світі працюють під юрисдикцією найліберальнішого британського Управління з фінансових послуг (FSA) або взагалі реєструються в офшорних юрисдикціях, де на їхню

діяльність не накладається жодних обмежень. Тож інвестори повинні бути надзвичайно обережними при веденні бізнесу з такими компаніями [2], а це переважна більшість надавачів відповідних послуг в Україні.

Британські правила надання фінансових послуг окрім торгівлі іноземною валютою з маржею поширюються на торгівлю контрактами на різницю, відкличними контрактами бика/ведмедя, укладання угод фінансового парі¹ тощо. Саме такі послуги надає типова компанія-посередник, котра належить до глобальної позабіржової мережі послуг з організації роздрібною торгівлі фінансовими інструментами. Більшість із них просуває початкові й розширені курси навчання спекулятивної торгівлі, проводить семінари, тренінги, продає методично-пропагандистську літературу.

Контракт на різницю (CFD) — це договір між двома сторонами (роздрібним торговцем і CFD-провайдером), що передбачає сплату продавцем покупцеві різниці між поточною вартістю активу та його вартістю в майбутньому, коли одна зі сторін, котрій надається відповідне право, припиняє дію контракту (якщо різниця від’ємна, то покупець платить продавцю). По суті, CFD — це інноваційні деривативи, що їх CFD-провайдери пропонують роздрібним спекулянтам як аналог ф’ючерсів. Наприклад, CFD за акцією дає змогу торговцям спекулювати на русі цін без необхідності володіння базисними акціями. Як позабіржові контракти CFD не мають стандартних умов. Кожен CFD-провайдер встановлює їх специфікацію самостійно. Умови CFD можуть передбачати спред, комісію, нічне фінансування та збори за управління рахунком. CFD торгуються з маржею, й торговець повинен постійно підтримувати її рівень. Характерною рисою торгівлі CFD є те, що прибуток/збиток і маржинальні вимоги розраховуються постійно та в режимі реального часу відображаються на екрані терміналу торговця. Якщо через брак коштів, депонованих у CFD на рахунку брокера, рівень маржі порушується, виникає маржін-колл. Торговець мусить швидко відновити рівень маржі, інакше CFD-провайдер може ліквідувати його позицію. Торгівля з маржею (наявність у торговця кредитного плеча) є перевагою й водночас ризиком CFD.

Відкличні контракти бика/ведмедя (СВВС) теж дають змогу використовувати фінансовий важіль у грі на різниці цін базисного активу (акції, фондового індексу чи валютної пари). Є два типи СВВС: контракт бика та контракт ведмедя. Купуючи відкличний контракт бика, спекулянт очікує зростання ціни базисного активу й має намір “захопити” відповідну різницю в цінах. Покупець контракту ведмедя очікує зниження ціни базисного активу та намагається отримати прибуток на ринку, що падає. СВВС закінчується в установленний день або виконується негайно, якщо ціна базисного активу досягає ціни виконання до закінчення його терміну [12]. Тобто СВВС — це бар’єрні

¹ Зазвичай ставки приймають компанії глобальної позабіржової мережі роздрібних фінансових послуг, які працюють за принципом букмекерських контор.

опціони, розроблені для роздрібних спекулянтів у рамках глобальної позабіржової мережі послуг з організації торгівлі фінансовими інструментами.

Роздрібна торгівля валютою й деривативами завжди приваблювала багатьох як легкий спосіб одержати прибуток і, таким чином, не раз ставала предметом валютних махінацій [3–5]. У відповідь фінансові регулятори низки країн світу наклали обмеження чи заборону на цей тип торгівлі, а також подавали судові позови проти порушників [13]. Зокрема, у США діяльність роздрібних брокерів великою мірою контролюється та регулюється Комісією з торгівлі товарними ф'ючерсами (CFTC) і Національною ф'ючерсною асоціацією (NFA). З метою подолання проблеми в жовтні 2010 р. NFA запровадила обов'язкову реєстрацію для членів, котрі укладають угоди на валютному ринку. Відтоді для тих із них, хто працює на валютному ринку, традиційно мінімальні вимоги щодо розміру чистих активів значно підвищено. Дискусії на предмет подальшого обмеження (або заборони) роздрібною торгівлі валютами у США лише набирають обертів.

З вересня 2012 р. Національний банк України постановою № 327 заборонив підприємствам і фізичним особам — підприємцям надавати послуги з безготівкової купівлі-продажу іноземної валюти, щоб заробити на курсовій різниці, а також проводити подібні операції на свою користь, встановивши, що такі дії можуть вчиняти тільки вповноважені банки [14]. У відповідь представники роздрібних FX-фірм, які працюють в Україні, заявили, що НБУ не є їхнім регулятором, тому нічого не може їм заборонити. Крім того, діяльність організацій, зареєстрованих за межами України, ця постанова не регламентує.

У загальному висновку дослідження роздрібного валютного ринку США, проведеного хедж-фондом “Philadelphia Financial Management of San Francisco” (далі — PhF) на замовлення американської Комісії з цінних паперів і бірж (SEC) у 2011 р. [6], зазначається, що послуга з організації роздрібною торгівлі іноземною валютою нічим не відрізняється від азартної гри. На підтвердження фахівці компанії наводять кілька ознак, за котрими цей продукт демонструє надзвичайне віддалення від індустрії фінансових інвестицій та наближення до грального бізнесу, основні з яких узагальнено в таблиці.

Фахівці PhF зауважують, що роздрібна торгівля валютами виглядає як сучасна версія гри в числа, котра виникла у США на початку ХХ ст. Цільовою аудиторією цієї гри були мешканці бідних районів, яким обіцяли величезні виплати в разі вибору правильних чисел. Участь у грі коштувала клієнту лише 1 цент, окрім того, було дозволено грати в кредит. За виграшні номери виплачували 600 ставок, але реальні шанси на виграш становили 1:1000. Таким чином, “гральний будинок” мав зиск у розмірі 40 %, а гравці втрачали 40 % своїх коштів. Щоб гра виглядала чесною, виграшні числа визначалися як останні чотири цифри щоденного залишку Казначейства США, опубліковані

Таблиця. Родові ознаки для відокремлення послуг з організації торгівлі валютами від інвестиційних та включення їх до категорії азартних ігор

Ознака	Послуги позабіржової мережі з організації торгівлі валютами	Індустрія фінансових інвестицій
Конфлікт інтересів із клієнтом	<p>Брокери залежні від маркет-мейкерів та отримують винагороду з їхніх прибутків у вигляді плати за потік замовлень</p> <p>Деякі брокери класифікують клієнтську базу за "рівнем складності", а потім, коли потік замовлень спрямовується до різних маркет-мейкерів, останні отримують цю класифікацію та можуть відповідно змінити свої котировання</p> <p>Різні інвестори одержують неоднакові котировання, причому для інституційних інвесторів вони набагато кращі, ніж для роздрібних</p> <p>Практикується створення брокерами незручностей клієнтам: втручання в маржування та ліквідацію позицій, систематичне виконання наказів у шкідливий для клієнтів спосіб (шляхом затримки й недовиконання замовлень у моменти успішної торгівлі), відсутність обліку невиконаних наказів тощо</p>	<p>Брокери мають чітку установку на виконання наказів своїх клієнтів за найкращими умовами</p> <p>Практика розкриття кінцевого споживача маркет-мейкеру є незаконною</p> <p>Усі котировання є у вільному доступі, й усім інвесторам забезпечується рівний доступ до них</p> <p>Створення брокером незручностей клієнтові є незаконним та зазвичай завдає неоправданної шкоди його репутації</p>
Висока вартість послуг	<p>Щоб компенсувати операційні витрати та лише вийти на рівень безбитковості, середній клієнт роздрібних FX-брокерів США повинен подвоювати свої кошти приблизно раз на рік. Це твердження ґрунтується на відомостях про отримані доходи, які розкривають роздрібні FX-брокери, що зареєстровані як публічні компанії (FXCM і "Gain Capital"). Зокрема, у 2010 р. доходи FXCM становили 7,4 % середніх залишків їхніх клієнтів; "Gain Capital" — 84,2 % (прибутковість останньої компанії, ймовірно, була ще вищою, оскільки вона використовує внутрішній кліринг та отримує додатковий дохід як маркет-мейкер). Це нагадує дохідність від азартних ігор. Наприклад, дохідність онлайн-казино "Betfair" у 2010 р. сягнула 108 %</p>	<p>Співвідношення доходу та клієнтських активів у провідних дисконтних брокерів за біржовими продуктами "Charles Schwab" і "Ameritrade" становило 0,3 та 0,7 % відповідно; у "PL Financial" (провідний постачальник брокерських послуг для незалежних брокерів) — 0,7 %; у Julius Baer" (висококласний швейцарський керуючий активами) — 1,1 %; у валютних ETF — від 0,4 до 2,5 % ($m = 1,0 \%, s = 0,6 \%$)</p>
Математично обумовлена збитковість	<p>З огляду на результати математичного моделювання цінкових рухів за умов обмеженості ресурсів дрібного гравця, можна впевнено стверджувати, що на валютному ринку з кредитним плечем понад 20 практично неможливо одержати прибуток, навіть правильно вгадавши напрямок руху валютного курсу в середньо- й довгостроковий перспективах (див.: Твардовський В. Как устроен Forex и нужен ли он? // В. Твардовский // Блог компании Pinvest. — М., 2013. — 18 нояб. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://habrahabr.ru/sotrapnu/itinvest/blog/202526/). Між тим розмір кредитного плеча, який пропонують клієнтам роздрібні FX-фірми, становить від 25 до 1000 (зазвичай 50, 100 або 200)</p>	<p>Кредитне плече, котре передбачають маржинальні вимоги більшість дисконтних брокерів біржових продуктів, — до 5, проп-компаній і ф'ючерсних бірж — до 20</p>
Фінансування рахунків у кредит	<p>Рахунки роздрібних спекулянтів, як правило, фінансуються за допомогою кредитних карток (зокрема, в такий спосіб відкривався 81 % нових рахунків у FXCM і 41 % — у "Gain Capital"), а ноді — коштів із індивідуальних пенсійних рахунків. Така практика також є досить поширеною в онлайн-казино легальної юрисдикції</p>	<p>Роздрібні інвестиційні компанії не приймають кредитні картки для фінансування інвестиційних рахунків, оскільки не можуть нести відповідні трансакційні витрати*</p>

Закінчення таблиці

Ознака	Послуги позабіржової мережі з організації торгівлі валютами	Індустрія фінансових інвестицій
<p>Орієнтованість пропозиції на нових і недосвідчених клієнтів**</p>	<p>Загалом близько 70 % клієнтів роздрібних FX-фірм втрачають кошти шокварталу, а середній роздрібний клієнт втрачає всі свої інвестиції менш ніж за 12 місяців***. Але замість попередження про цю властивість продукту, котра, безперечно, є головною, реклаमा й викладене в Інтернеті відео зазвичай вводить клієнтів у оману, декларуючи нереальну прибутковість (подвоєння грошей кожні 30 днів, створення шоденного банкомату на валютному ринку) та відволікаючи інвесторів від ризику (наприклад, шляхом звернення уваги на "сексапільність" трейдингу)</p> <p>Історичний розмір збитків клієнтів "Gain Capital" шокварталу на кожен вкладений ними долар протягом 2010—2011 рр., що передували дослідженню PhF, коливався від 24 % у найкращому за прибутковістю кварталі до 34 % — у найгіршому. Цілком імовірно, що інші роздрібні FX-фірми демонструють схожі результати</p> <p>Клієнти, "освічені" за допомогою різних онлайн-відео, пропонуванних роздрібними FX-брокерами, виявляють надмірну активність у торгівлі, укладаючи угоди в середньому двічі на добу. Наслідком такого "бомбування" є створення значних доходів для FX-брокерів і додаткових збитків для клієнтів</p>	<p>Роздрібні інвестори мають доступ майже до всього спектра біржових продуктів. Останні потребують інших втрат та володіють потенціалом прибутковості для брокерів, відмінним від позабіржових. Тож біржових брокерів на ринку не так багато. Їхня реклама не настільки претензійна, адже адресована професійній аудиторії</p> <p>Середня квартальна прибутковість клієнтів "Charles Schwab" за той самий період коливалася в межах від 7 до 9 %, валютних ETF — від -6,6 до 19,5 % ($m = 4,7\%$, $s = 6,9\%$)</p> <p>Лише найдосвідченіші клієнти можуть проявляти високу торговельну активність, яка істотно збільшує вартість послуг брокера. Зокрема, співвідношення виручки та активів клієнта для "Tradestation" (брокер, орієнтований на активних трейдерів біржових продуктів) становить 5,4 %</p>
<p>Приховування інформації від клієнтів</p>	<p>NFA вимагає від FX-фірм США повідомляти відсоток їхніх рахунків, які були прибутковими в попередньому кварталі. Проте більшість роздрібних FX-брокерів удаються до різних витівок зі звітністю, щоб приховати ці відомості****</p>	<p>Розкриття інформації чітко контролюється SEC та іншими регуляторами</p>

* Якби традиційні інвестиційні фірми почали приймати кредитні картки для фінансування рахунків, навіть вихід на рівень безбитковості за новими рахунками потребував би від 5 до 20 років. А роздрібні FX-фірми та онлайн-казино отримують такий високий дохід від клієнтських активів, що можуть повернути збори за кредитними картками протягом одного дня.

** На відсутність досвіду роздрібних спекулянтів вказують також численні публікації в ЗМІ. Зокрема, в одній із них йдеться про миттєві втрати інвестицій матері-одиначки, котра стала клієнткою роздрібною FX-фірми та, подивившись комерційну телерекламу, розпочала торгувати іноземною валютою (див.: Popper N. Foreign Currency Trading Is Easy — An Easy Way to Lose Money / N. Popper // LA Times. — 2011. — April 3 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://articles.latimes.com/2011/apr/03/business/la-fi-amateur-currency-trading-20110403>).

*** Для порівняння: якби ті самі клієнти протягом кварталу замість укладання спекулятивних угод зіграли відповідну кількість разів на колір у рулетку, букмекера, блекджек або в кости, втрати зазнали відповідно 72, 61, 58 і 56 % із них. Тобто й за результативністю роздрібна торгівля іноземною валютою порівнянна з азартними іграми.

**** Зокрема, щоб дізнатися про історичну прибутковість клієнтів "Gain Capital" із веб-сайту компанії, треба спочатку відповісти на всі запитання онлайн-анкети. На 10-й сторінці цього документа є гіперпосилання на угоду з Клієнтом. При натисканні перших вісім рядків угоди відображаються в невеликому вікні. Щоб дістатися до даних про рентабельність, потрібно прочитати весь договір, викладений шрифтом у 7 пт на 19 сторінках у цьому невеликому вікні! Статистика прибутковості рахунків — у передостанньому абзаці.

Джерело: складено автором.

в діловій частині щоденної газети. Регулятори визнали цю гру азартною, тому її проведення було заборонено.

Роздрібна торгівля валютами сьогодні має майже всі названі вище ознаки. Наївні цілі, низькі вимоги до балансу інвесторів (середньомісячний залишок на рахунку становить менш ніж 5 тис. дол. США, більшість рахунків відкриваються за допомогою кредитних карток). Для того щоб розпочати торгівлю, клієнту достатньо дуже малої суми (від 10 дол.). Через високе кредитне плече та взагалі нескінченне боргове навантаження, якщо взяти до уваги можливість фінансування рахунків кредитними картками, потенційні вигоди видаються величезними, проте фактично більшість клієнтів втрачає близько 30 % витрачених коштів протягом перших трьох місяців. Аби гра виглядала чесною, перемоги й поразки обґрунтовуються онлайн-котируваннями курсів різних валют.

Усе зазначене вище стосується й торгівлі CFD¹. Якщо рахунок фінансується боргами за допомогою кредитної картки, а потім використовується ще кредитне плече, спекулянт реалізує нескінченний важіль. З цієї причини Австралійська комісія з цінних паперів та інвестицій (ASIC) (у Австралії легалізовані азартні ігри) змушена була попередити роздрібних інвесторів про небезпеки, пов'язані з торгівлею CFD. У червні 2011 р. ASIC опублікувала звіт, що містив зображення біржової діаграми з чотирма кістками та наступний текст попередження: “Ви програєте набагато більші суми грошей, ніж втратили б у казино або на іподромі. Перед вами постають потенційно необмежені збитки” [15]. Статистично підтвердити (або скасувати) інформацію про негативну середню норму прибутку від торгівлі CFD неможливо, оскільки CFD-провайдери її не розкривають. ASIC рекомендує вдаватися до торгівлі CFD лише особам, котрі мають великий досвід торгівлі, зокрема під час нестійкого ринку, та можуть дозволити собі втрати, яких вони все одно не зможуть уникнути [15]. У згаданому звіті також наголошується, що торгівлі CFD через її позабіржову природу бракує прозорості й деякі CFD-провайдери можуть користуватися цим, уводячи своїх клієнтів у оману.

Деякі фінансові коментатори та регулятори висловлюють занепокоєність тим, що пропозиції CFD-провайдерів розраховані переважно на нових і недосвідчених спекулянтів. Зокрема, рекламуються потенційні вигоди, проте не до кінця пояснюються ризики [7]. Тому більшість фінансових регуляторів, котрі опікуються торгівлею CFD, потребують розміщення застережень про ризик на видних місцях на всіх рекламних матеріалах, веб-сайтах та при відкритті нових рахунків. Наприклад, правила FSA Великобританії включають положення, що CFD-провайдери повинні оцінювати придатність цього інструменту для кожного нового клієнта на основі власного досвіду та надавати всім їм документи

¹ Цілком імовірно, що СВВС теж. Але порівняно із CFD це новіший і набагато менш поширений інструмент, тому дискусії та застереження щодо торгівлі СВВС ще не набрали обертів.

з попередженням про ризик, складені за загальним шаблоном, розробленим FSA. Оскільки більшість CFD-провайдерів хеджують власну експозицію біржовими деривативами, визначення знов-таки ними умов торгівлі CFD може призвести до конфлікту інтересів. Так, у одній із статей висловлюється припущення, що деякі CFD-провайдери відкривають позиції проти своїх клієнтів, здійснюючи їх профілювання [8].

Зауважимо, що наведені дослідження стосувалися насамперед розвинених ринків фінансових послуг, котрі відрізняються високою врегульованістю та відповідальним ставленням професійних учасників до інтересів клієнта. Користувачі фінансових послуг в Україні менш захищені через недосконалість відповідної законодавчої бази, а також брак досвіду й повноважень у інституцій, які контролюють їх виконання. Дотримання законів і етичних стандартів поки що не стало нормою для професійного співтовариства. Тож ідентифікуємо головні особливості відповідного продукту в Україні.

У своїх промо-акціях деякі компанії, що надають послуги з організації роздрібною торгівлі валютою й деривативами в Україні, серед іншого пропонують потенційним клієнтам премію в розмірі 10 % за відкриття рахунку на суму від 5 тис. дол. США без обмеження терміну дії депозиту, але при цьому вимагають певного обсягу торгівлі для виведення коштів¹. Лист із такою пропозицією надійшов на e-mail одного з авторів від київського офісу російської фірми “Інвестиційний холдинг “Альфа Бізнес Консалтинг” у листопаді 2013 р. Ми скористалися нагодою та розпочали дослідження.

Як з'ясувалося, “Альфа Бізнес Консалтинг” (*dani* — АБК) є, по суті, фронт-офісом компанії “NAS Broker”, зареєстрованої в офшорній юрисдикції (на Британських Віргінських островах) у 2013 р., де, власне, й відкриваються клієнтські рахунки. Вона, у свою чергу, входить до складу холдингу “NAS Technologies Ltd”, що згідно з інформацією на офіційному веб-сайті компанії [9] має британську юрисдикцію. За телефоном від головного менеджера по роботі з клієнтами ми як потенційні клієнти отримали пояснення щодо послуг, пропонованих компанією: по суті, це забезпечення можливості спекулятивної торгівлі валютою та CFD². Після відкриття рахунку в “NAS Broker” дрібний інвестор (мінімальний розмір депозиту для початку торгівлі становить від 1 дол. США) має зробити вибір: персонально управляти власним рахунком чи скористатися послугами фінансового консультанта або керуючого трейдера.

Звернувшись до офісу компанії (м. Київ, вул. Солом'янська, 15а, оф. 198), одержали стандартний пакет документів для клієнтів: договір про

¹ На сайті компанії ми з'ясували, що для виведення 500 дол. США бонусу, отриманого з депозиту в 5000 дол., мінімальний обсяг торгівлі має в 7000 разів перевищувати розмір депозиту, тобто 3,5 млн дол.!

² За словами штатного аналітика компанії, з яким менеджер з'єднав для отримання детальної інформації, “інноваційного продукту з числа біржових деривативів, що розроблений фахівцями чиказьких бірж”.

інформаційно-торговельне обслуговування з компанією “NAS Technologies Ltd” (із додатком у вигляді пам’ятки про технічні аспекти персонального управління рахунком); типові договори клієнта з аналітиком та з керуючим трейдером; календар новин валютного трейдингу на два наступних тижні, розроблений фахівцями АБК.

Відповідно до договору з “NAS Technologies”¹ вона забезпечує клієнта котируваннями, котрі можуть відрізнитися від котирувань eSignal не більш ніж на 0,25 %², та попереджає про те, що не відповідає за затримки, збої в торгівлі та інші негаразди, пов’язані з ризиком, зумовленим високотехнологічним характером послуг. Вартість послуг компанії в договорі не зазначена.

Договори про надання консультаційних послуг та про управління гарантійно-заставним рахунком клієнта, які укладаються за його бажанням, цікаві тим, що другою стороною в них виступає аналітик або керуючий трейдер — фізичні особи, чії кандидатури пропонують менеджери АБК. За словами головного менеджера офісу компанії всі аналітики є фахівцями відомої кіпрської компанії “Natty Consulting” (жодних згадувань про котру в Інтернеті ми не знайшли), а більшість керуючих трейдерів працюють у інших, крупніших регіональних офісах самої АБК, розташованих у Казані, Єкатеринбурзі та Уфі³.

Економічний календар, отриманий у офісі АБК, містив перелік значущих новин, які стосувалися переважно публікації статистичної інформації у США та країнах ЄС. До кожної події наводилися відомості про відповідний економічний індикатор і прогноз щодо впливу цієї “новини” на певну валютну пару в зазначені дату й час (відсоткова зміна без довірчого інтервалу). На запитання про джерело цих прогнозів менеджер відповів, що їх за великі кошти купують у партнерської компанії “Natty Consulting”. Перевірка дат новин, вміщених у календарі, показала, що вони відтерміновані від моменту реальної публікації відповідних індикаторів у середньому на тиждень.

Є підстави вважати, що “прогнози” в зазначений час підтверджуються реальними котируваннями від “NAS Technologies”. Відтак АБК і залежні від неї консультанти розкривають кінцевого споживача маркет-мейкери “NAS

¹ До речі, з тексту випливає, що компанія має не британську юрисдикцію, як зазначено на її веб-сайті, а офшорну.

² eSignal — відома серед фахівців фірма, що спеціалізується на інтерактивних даних, пропонує поточну ринкову інформацію в режимі реального часу, новини та аналітику. Продукти під брендом eSignal (Premier, Premier Plus, OnDemand, Advanced GET, LiveCharts) є визнаними лідерами на ринку. Передплата на eSignal Premier, найдешевший продукт, придатний для перевірки котирувань валютного ринку в режимі реального часу (до речі, це котирування валютних пар від понад двохсот банків та інших фінансових установ), коштує 145 дол. США на місяць. Отже, переважній більшості роздрібних спекулянтів це джерело даних для перевірки отриманих котирувань не доступне через його вартість. А “NAS Technologies”, навіть дотримуючись договору принаймні в цій частині, має чималий простір для зміни власних котирувань ($\pm 0,25$ % до набору з майже 200 котирувань eSignal Premier) залежно від рівня підготовки та ступеня обережності клієнта.

³ Тобто в разі, якщо клієнт захоче оскаржити будь-які дії керуючого рахунком, судовий розгляд відбуватиметься в Татарстані або на Уралі та за законодавством РФ.

Technologies” та здійснюють профілювання клієнтської бази за “рівнем складності” і “ступенем обережності” (готовність клієнта до додаткового поповнення депозиту, з одного боку, та ймовірність вилучення решти коштів, — з другого), а котирування “NAS Technologies” змінюються відповідно до одержаної інформації про клієнта.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків:

1. Термін “Форекс” на пострадянському просторі вживається неправильно. Ідеться про послуги глобальної позабіржової мережі компаній із організації роздрібної торгівлі іноземною валютою, а також іншими фінансовими інструментами (угоди фінансового парі, контракти на різницю, відкличні контракти бика/ведмеда тощо). Насправді Forex — це світовий децентралізований ринок для торгівлі валютами, інфраструктуру якого утворюють великі міжнародні банки, а оборот сягає кількох мільярдів доларів США на день. Середній оборот роздрібної торгівлі іноземною валютою становить лише 3,5 % обороту всього Forex.

2. Розвиток інформаційних технологій та мережі Інтернет додав послугам позабіржових посередників із організації роздрібної торгівлі фінансовими інструментами глобального характеру. Більшість операторів відповідної мережі працює під юрисдикцією найліберальнішого британського Управління з фінансових послуг (FSA) або взагалі реєструється в офшорних юрисдикціях, де на їхню діяльність не накладається жодних обмежень. У високорозвинутих країнах подібна діяльність неодноразово ставала предметом фінансових махінацій. У відповідь фінансові регулятори низки країн світу запровадили обмеження або заборону на цей тип торгівлі, а також подали судові позови проти порушників. Стосовно українських регуляторів слід зазначити, що вони взагалі не мають реальних важелів впливу на роздрібні FX-фірми, які діють у країні.

3. Є всі підстави вважати, що послуга з організації роздрібної торгівлі валютою є швидше азартною грою, ніж продуктом індустрії фінансових інвестицій. По-перше, спостерігається конфлікт інтересів роздрібних FX-фірм та їхніх клієнтів. По-друге, провідні брокерські фірми біржових продуктів стягують із клієнтів у сотні разів менше коштів, ніж роздрібні FX-брокери. По-третє, високе кредитне плече робить збитковість спекулятивної гри за правилами роздрібних FX-фірм математично обумовленою. Збитки клієнтів додатково збільшуються через фінансування рахунків кредитними картками та пенсійними коштами. По-четверте, роздрібні FX-брокери орієнтуються передусім на нових і недосвідчених клієнтів. По-п’яте, вони здебільшого приховують від клієнтів статистичну інформацію щодо прибутковості рахунків.

4. Причини дистанціювання операторів позабіржової мережі з організації торгівлі валютою й деривативами від притаманної їм індустрії азартних ігор на глобальному ринку та на пострадянському просторі дещо різняться. І там,

і там серед цілей — легалізація діяльності у випадках, коли азартні ігри заборонені, а також залучення нових клієнтів, для котрих азартні ігри априорі є табу. Але якщо на розвинутих ринках додатковим мотивом слугує пом'якшення регулювання та уникнення великих податків, то в Україні — цілковита відсутність регулювання та пов'язані з цим можливості для фінансового шахрайства.

5. Державна регуляторна політика в цій галузі повинна бути спрямована на дотримання принципів ефективності й чесності. Забезпечення ефективності передбачає реалізацію державою комплексу заходів, що сприятимуть зниженню витрат професійних учасників ринку та їхніх клієнтів (але не на шкоду стабільності системи), заохоченню конкуренції. Чесність означає забезпечення прозорості самого ринку та запобігання можливим порушенням прав та інтересів споживачів послуг, конфліктів інтересів при наданні послуг, а також здійсненню регресивних заходів щодо порушників встановлених правил роботи на ринку. Саме оцінка можливості дотримання відповідних принципів за допомогою наявних у регуляторів важелів впливу є критерієм подальшого перебування “ринку Форекс” у правовому полі країни або його заборони. А перспективи розвитку системи послуг із роздрібною торгівлю фінансовими інструментами, на наше глибоке переконання, перебувають у площині біржового фінансового ринку.

Список використаних джерел

1. *Твардовский В.* Как устроен Forex и нужен ли он? / В. Твардовский // Блог компании ITinvest. — М., 2013. — 18 нояб. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://habrahabr.ru/company/itinvest/blog/202526/>.
2. *Between a Rock and a Hard Place: The Dilemma of Fixed Versus Floating Exchange Rates* // Earnforex. — 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.earnforex.com/articles/between-rock-hard-place-dilemma-of-fixed-versus-floating-exchange-rates>.
3. *Egan J.* Check the Currency Risk. Then Multiply by 100 / J. Egan // The New York Times. — 2005. — June 19 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://online.wsj.com/news/articles/SB120010072930285383>.
4. *McKay P. A.* Scammers Operating on Periphery Of CFTC's Domain Lure Little Guy With Fantastic Promises of Profits / P. A. McKay // The Wall Street Journal (Dow Jones and Company). — 2005. — July 26 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://online.wsj.com/news/articles/SB112233850336095645>.
5. *Karmin C.* How a Money Trader went Bad; Bets on Currency Prices Become 'Fraud du Jour' Amid Regulatory Holes / C. Karmin // The Wall Street Journal (Dow Jones and Company). — 2008. — January 12. — P. B1 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.nytimes.com/2005/06/19/business/yourmoney/19fore.html?_r=3&adxnnl=1&oref=slogin&adxnnlx=1191337503-g1yHfewhqPWye0XtI+Eq0A&oref=slogin&.
6. *Hughes J.* Comments on Interim Final Temporary Rule: Retail Foreign Exchange Transactions (Release No. 34-64874, File No. S7-30-11) / J. Hughes // U. S. Securities and Exchange Commission. — Washington, 2013. — August 2 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.sec.gov/comments/s7-30-11/s73011-10.pdf>.
7. *Battersby L.* ASIC raises alarm over new CFD trade risks / L. Battersby // Business Day. — 2009. — August 24 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.smh.com.au/business/asic-raises-alarm-over-new-cfd-trade-risks-20090823-ev1u.html>.

8. *Washington S.* When brokers are the enemy / S. Washington, A. Ferguson // *Business Day*. — 2010. — August 28 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.smh.com.au/business/when-brokers-are-the-enemy-20100827-13w40.html>.
9. О компанії // Офіційний веб-сайт компанії “NAS Broker”. — 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nas-broker.com/ru/company>.
10. Global foreign exchange market turnover in 2013 / Bank of International Settlements. — Basel, 2013 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/rgfxfl3fxt.pdf>.
11. *Levinson M.* Guide to Financial Markets / M. Levinson // *The Economist Newspaper Ltd.* — 4th ed. — London : Profile Books Ltd, 2005 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: https://docs.google.com/fileview?id=0B_Qxj5U7eaJTZTJkODYzN2ItZjE3Yy00Y2M0LTk2ZmUtZGU0NzA3NGI4Y2Y5&hl=en&pli=1.
12. Understanding Callable bull/bear contract / Hong Kong Exchanges and Clearing Limited. — Hong Kong, 2006 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.hkex.com.hk/eng/prod/secprod/cbbc/Documents/cbbc%20leaflet%20eng.pdf>.
13. Commodity Software Vendor Charged with Violating CFTC Order / Commodity Futures Trading Commission. — Washington, 2003. — Release 4789-03 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.cftc.gov/opa/enf03/opa4789-03.htm>.
14. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України : постанова Правління Національного банку України від 03.08.2012 № 327 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z1434-12>.
15. Thinking of trading contracts for difference (CFDs)? / Australian Securities & Investment Commission. — 2012. — March 30 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.moneySMART.gov.au/media/173820/thinking-of-trading-in-contracts-for-difference-cfds.pdf>.