

# Поиск формата

## **НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ УЧАСТНИКОВ ФОНДОВОГО РЫНКА (НАУФОР) ПОДГОТОВИЛА КОНЦЕПЦИЮ РЕГУЛИРОВАНИЯ РОЗНИЧНОГО РЫНКА FOREX в России**

Документ включает в себя описание регулируемого и нерегулируемого розничного внебиржевого рынка FOREX и его правовой сущности, общие черты регулирования этого рынка за рубежом, проблемы и основные задачи регулирования розничного рынка FOREX в России, а также предложения по его регулированию.

НАУФОР предлагает лицензировать эту деятельность как дилерскую, при этом внести изменения в понятие «дилерская деятельность», как наиболее близкую к деятельности на этом рынке. Предлагается установить требования к размеру собственных средств и управлению рисками, регулированию конфликта интересов, а также рекламы этой деятельности.

Концепция основана на предложениях регулирования розничного рынка FOREX, утвержденных Советом директоров НАУФОР 11 апреля 2012 года. Вопрос о разработке такой концепции был поставлен перед НАУФОР в конце 2011 года, в том числе, в связи с участием компаний членов НАУФОР на этом рынке, а также необходимостью исключить регулятивный арбитраж для компаний, занимающихся дилерской и брокерской деятельностью на рынке ценных бумаг.

Документ направлен в Министерство финансов РФ и в ФСФР России.

Внебиржевой розничный рынок FOREX в России в последние годы растет высокими темпами, вовлекая в операции все большие слои населения. К настоящему времени этот рынок сопоставим с регулируемым фондовым рынком брокерских услуг.

Инструментом, который чаще всего предлагается розничным клиентам, является «контракт на разницу» (Contract for Difference, CFD), то есть договор, предполагающий уплату денежных сумм сторонами в зависимости от изменения курсов определенных сторонами валют. Контрагентом граждан в этом случае обычно являются зарубежные компании, зарегистрированные в офшорных юрисдикциях.

В настоящее время российское гражданское законодательство, в том числе законодательство, регулирующее финансовый рынок, определилось в отношении внебиржевых сделок граждан, расчеты по которым зависят от изменения валютных котировок, признав их

производными финансовыми инструментами. Тем не менее полноценное регулирование деятельности по предоставлению услуг на рынке FOREX отсутствует, в результате чего интересы граждан подвергаются большому риску.

В настоящее время на всех развитых финансовых рынках услуги, позволяющие совершать операции с биржевыми либо внебиржевыми валютными деривативами, могут предоставляться только лицензированными лицами, такие операции регулируются и контролируются. В целом подходы к регулированию сходны, хотя и имеют некоторые отличия от страны к стране.

Основные проблемы, характерные для внебиржевого розничного рынка FOREX, следующие:

- отсутствие в России судебной защиты внебиржевых производных финансовых инструментов с участием граждан, связанное с двумя аспектами, — прямое указание ГК, исключающее такую защиту, и практика заключения соответствующих сделок с иностранным юридическим лицом с подчинением их иностранному праву;
- недобросовестная реклама, которая вводит граждан в заблуждение относительно существенных аспектов сделок на рынке FOREX и рисков, которые связаны с этими операциями. Реклама адресуется наиболее уязвимым, неквалифицированным на финансовом рынке группам населения;
- отсутствие необходимой информации о рисках, связанных с операциями на рынке FOREX, снижает осмы-

сленность решения граждан о совершении таких операций и выбор их условий, выбор наиболее рискованных условий приводит к высокой вероятности потерь;

- манипулирование котировками — в отсутствие регулирования формирования котировок — произвольное, независимое от рыночной конъюнктуры, зачастую манипулятивное, их формирование является одним из наиболее распространенных способов злоупотребления на рынке FOREX;
- использование большого «плеча» — предложение гражданам возможности повысить доход от операций за счет предоставления «плеча» (многие компании предлагают плечо 1:500), что многократно увеличивает риск потери средств клиентами в результате самых незначительных изменений котировок, усиливаемый манипулированием котировками;
- имитация технических сбоев — в отсутствие контроля и распределения риска технических сбоев их имитация является одним из распространенных на практике злоупотреблений, препятствующих клиентам воспользоваться выгодным изменением котировок или минимизировать свои потери в случае невыгодного их изменения;
- сделки «задним числом» — наиболее грубое злоупотребление, состоящее в имитации сделок клиента, невыгодных для него;
- несовершенство налогового режима — сальдирование прибыли и убытков по внебиржевым сделкам предусмотрено только в отношении

аналогичных внебиржевых производных финансовых инструментов. У налогоплательщика отсутствует возможность уменьшить доход, полученный от операций с базовым активом (ценные бумаги, товарные активы, драгметаллы) на величину убытка от внебиржевых сделок на разницу цен (в том числе в отношении цен указанных ценных бумаг, товарных активов, драгметаллов) или валютных курсов.

Государство не может больше игнорировать внебиржевой розничный рынок FOREX. Если оно продолжит его игнорировать, население может понести большие потери и сформировать негативное отношение к финансовому рынку в целом, а это противоречит задачам его развития. Перед законодателем стоит сложная задача: с одной стороны, обеспечить приемлемый уровень защиты интересов населения, с другой — обеспечить интерес к предложению услуг на рынке FOREX-компаниями, зарегистрированными на территории России. При этом законодатель должен избежать регулятивного арбитража с другими сегментами финансового рынка.

В качестве основных регулятивных решений предлагаются следующие:

- лицензирование деятельности на розничном рынке внебиржевых деривативов — предлагается распространить законодательство о рынке ценных бумаг, регулирующее дилерскую деятельность, на деятельность на рынке FOREX, установив при необходимости особенности такой деятельности;
- установление требований к размеру собственных средств и управлению

- рисками — поставщики услуг на рынке FOREX должны подчиняться не меньшим требованиям к минимальному размеру собственных средств, чем соответствующие профессиональные участники рынка ценных бумаг. Эти требования по мере введения пруденциального надзора должны быть дополнены пруденциальными требованиями;
- регулирование конфликта интересов — регулятивный режим должен снижать вероятность разрешения конфликта интересов компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, в свою пользу и в ущерб своим клиентам;
  - регулирование рекламы — важнейший элемент регулирования, который должен исключать вероятность существенного заблуждения граждан, совершающих операции на FOREX, и ограничивать участие в этих операциях части населения, которая наименее квалифицирована в операциях на финансовом рынке;
  - регулирование информирования о рисках — должны быть установлены правила информирования о рисках, связанных с операциями на рынке FOREX, которые позволят клиентам принимать осознанное и приемлемое для них решение об их совершении, а также о выборе условий таких операций;
  - введение требований *suitability* — правила оказания услуг на рынке FOREX должны обеспечивать дифференциацию своих условий в зависимости от профиля клиента, исключая предложение условий, связанных с высоким риском, наименее квалифицированным клиентам;
  - регулирование и ограничение «кредитных плечей» — в законодательстве должно быть ограничено общее количество «плечей», которые могут быть предоставлены гражданам при совершении операций на рынке FOREX, при этом граждане должны быть дифференцированы в соответствии с правилами *suitability*;

- регулирование отчетности перед клиентами — правила отчетности должны обеспечивать для клиента прозрачность операций с его средствами, позволять ему судить о финансовых результатах своих операций и отличаться юридической определенностью в случае возникновения споров;
- регулирование формирования котировок — такое регулирование должно обеспечивать юридическую определенность обязательств между сторонами, исключая возможность манипулирования котировками, при этом котировки должны быть как можно более близки к индикаторам, отражающим рыночную конъюнктуру;
- создание системы контроля котировок — создание централизованного механизма проведения всех операций, фиксации и раскрытия котировок на рынке FOREX, позволяющего повысить дисциплину участников рынка FOREX и обеспечить возможность выявления злоупотреблений на этом рынке;
- введение судебной защиты — введение регулирования деятельности на рынке FOREX позволяет распространить судебную защиту на внебиржевые производные финансовые инструменты с участием физических лиц;
- уточнение правил налогообложения — в налоговое законодательство должны быть внесены изменения, предусматривающие возможность сальдирования прибыли и убытков по операциям с валютными парами и однородными инструментами, независимо от того, совершены ли они на биржевых торгах или на внебиржевом рынке.

### **Регулируемый и нерегулируемый розничный рынок FOREX в России сегодня**

Термин «FOREX» является общим и объединяет в себе множество различных видов операций, так или иначе связанных с иностранной валютой. В широком смысле это понятие включает в себя все многообразие связанных с валютой

операций с разным субъектным составом, например: спотовые конверсионные операции, поставочные и расчетные производные финансовые инструменты, осуществляемые банками, финансовыми организациями, юридическими и физическими лицами.

На сегодняшний день розничным клиентам доступны как биржевой, так и внебиржевой рынки FOREX, а на этих рынках — два типа операций: конверсионные операции и договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами.

#### **Регулируемый рынок**

На биржевом рынке розничным инвесторам доступны конверсионные операции, а также производные финансовые инструменты, базовым активом которых является валюта.

В первом случае речь идет о валютном рынке Московской биржи, доступ к которому розничным инвесторам был предложен сравнительно недавно. Доступ к этому рынку имеют клиенты банков-участников — «прайм-брокеров», которые благодаря этому могут осуществлять операции в рамках ETC, то есть приобретать иностранную валюту за рубли.

Во втором случае речь идет об операциях с валютными деривативами в секции FORTS Московской биржи, среди которых представлены пять видов фьючерсов на курс валютных пар<sup>1</sup>, а также два вида опционов на фьючерс<sup>2</sup>. Следует упомянуть и Биржу «Санкт-Петербург», которая недавно приступила к реализации проекта FX+, в рамках которого биржевые посредники совершают фьючерсные операции на кросс-курсы валют.

На внебиржевом рынке гражданам доступны конверсионные операции, то есть сделки покупки или продажи валюты с кредитной организацией, имеющей валютную лицензию Банка России. В последнее время ряд российских коммерческих банков предлагает услуги по совершению конверсионных

арбитражных операций, то есть сделок «между банком и клиентом по покупке или продаже безналичной иностранной валюты за безналичную иностранную валюту другого вида или за рубли, с расчетом на согласованную дату валютирования»<sup>3</sup>.

В целом указанными выше операциями перечень доступных физическим лицам операций, находящихся под государственным регулированием и надзором, ограничивается.

### Нерегулируемый рынок

Наряду с упомянутыми выше биржевыми инструментами и внебиржевыми конверсионными операциями в последние годы в России активно предлагаются внебиржевые валютные инструменты.

Инструментом, который чаще всего предлагается розничным клиентам, является «контракт на разницу» (Contract for Difference, CFD), то есть договор, предполагающий уплату денежных сумм сторонами в зависимости от изменения курсов определенных сторонами валют.

Розничным клиентам предлагается следующая модель отношений. Розничный клиент вступает в договорные отношения обычно с иностранной компанией, при этом несмотря на то, что де-факто услуги оказываются на территории России, отношения находятся в правовом поле иностранных государств.

Такие сделки, хотя они и ассоциируются с финансовым рынком и финансовыми услугами, не находятся под российским регулированием и надзором, а также не подлежат судебной защите в России.

По данным подготовленного в конце 2011 года Интерфакс ЦЭА обзора рынка услуг FOREX — брокеров в России, клиентами крупнейших компаний, предлагающих свои услуги в России по указанной офшорной модели, являются 600 тыс. человек, что свидетельствует о степени распространения услуг, сопоставимой с клиентской базой брокерских компаний в России<sup>4</sup>.

## Правовая сущность розничного внебиржевого производного финансового инструмента

Одной из главных юридических проблем регулирования рынка деривативов является их отграничение от азартных игр, и в частности от пари. Удовлетворительные попытки такого отграничения предприняты относительно недавно, однако до настоящего времени ни одна правовая система не предложила достаточно четкого разграничения этих понятий для сделок с участием физических лиц. Такое разграничение по-прежнему представляется важным, поскольку предполагает применение к отношениям разного регулятивного режима, в частности признание или отказ в их судебной защите. Ниже будет показано, что российское законодательство не до конца определилось со своим отношением к производным финансовым инструментам с участием физических лиц (в том числе CFD).

Мировое законодательство исторически негативно относится к азартным играм: с точки зрения римского частного права, действовавшего до Дигестов Юстиниана, все сделки, заключенные ради игры на деньги, включая пари, являлись ничтожными, а некоторые были даже уголовно наказуемыми, позднее Дигесты Юстиниана лишили права требования игроков и участников пари исковой защиты.

Дореволюционной отечественной цивилистике было известно понятие «сделки на разность», причем подобное правоотношение квалифицировалось в качестве сделки пари, что лишало судебной защиты требования из подобных правоотношений. Однако уже в то время подобная квалификация вызывала споры среди ученых-цивилистов, некоторые из них видели в подобных сделках стабильные предпринимательские отношения, а другие усматривали лишь удовлетворение чувства азарта,

то есть страсть к риску, составляющую единственный мотив соглашения.

Аналогичный подход использовался и в других европейских кодексах, в английском праве и праве США.

В 1734 году в Великобритании были запрещены все сделки с деривативами при том, что к этому моменту в стране уже был сформирован рынок фьючерсов и опционов. Тенденция к запрету срочных сделок изменяется в конце XIX века, когда в законодательстве Франции и Германии впервые появляются указания на особый статус производных финансовых инструментов среди иных алеаторных договоров, а на требования из них распространяется судебная защита. Наличие судебной защиты, однако, зависело от определенных обстоятельств. Так, немецкий биржевой закон допускал судебную защиту, если сделки совершались купцами, записанными в торговый регистр, а объектом сделки были товары и ценные бумаги, обращаемые на бирже.

Вплоть до 1974 года в США все производные финансовые инструменты были приравнены к азартным играм и запрещены в США. Исключение было сделано только Законом о товарных биржах 1936 для поставочных деривативов, базовым активом которых являлась сельскохозяйственная продукция.

В 1974 году в Закон 1936 года были внесены изменения, давшие более широкое понятие производным финансовым инструментам. Оно включило в себя договоры, предусматривающие уплату денежных сумм в зависимости от изменения цен на все товары (кроме лука), услуги, права, процентные ставки и иные виды базового актива. Регулирование появившегося рынка производных тем же законом было передано от Министерства сельского хозяйства в независимый орган власти — Commodity Futures Trading Commission.

Эволюция законодательства, приведшая к выделению сделок с деривативами из сделок пари, демонстрирует труд-

ности в юридическом разделении этих сделок, с которыми приходилось сталкиваться законодателю. Действительно, азартные игры и деривативы имеют много общего с внешней стороны, что порой позволяет манипулировать этими понятиями.

Схожесть двух этих сделок иллюстрирует тот факт, что большинство компаний, предоставляющих доступ на внебиржевой розничный рынок FOREX Великобритании, сегодня предлагают физическим лицам сделки двух различных видов одновременно: финансовые пари (Spread Betting) и операции с производными финансовыми инструментами (контрактами на разницу). При этом используются одни и те же торговые терминалы, и клиент совершает одни и те же действия, однако в одном случае они будут являться ставкой в азартной игре, а в другом заключением договора, являющегося производным финансовым инструментом.

Указанная ситуация является следствием естественного дефекта в позитивном праве, которое не справилось и, возможно, не в состоянии окончательно справиться с задачей по разделению азартных сделок пари и расчетных производных финансовых инструментов. В конечном итоге, спор о признании тех или иных сделок пари или производными финансовыми инструментами на регулятивном уровне идет вокруг сауса этих сделок. В большинстве случаев законодатель пытается дать как можно более формальные признаки для сделок, не относящихся к азартным играм, позволяющие избежать выяснение сауса, однако в остальных случаях ее выяснение, а значит и квалификация конкретных сделок остается на усмотрение судей.

Российское законодательство дает пример неясности границ между понятиями «игра», «пари» и «производный финансовый инструмент». ГК не использует при разграничении сделок, заслужи-

вающих и не заслуживающих судебной защиты, понятие «производный финансовый инструмент», давая формальные признаки, обыкновенно ассоциирующиеся с производными финансовыми инструментами<sup>5</sup>.

Определение понятий «азартная игра», «пари» и «производный финансовый инструмент» дается в специальном законодательстве, первые два — в законе «О государственном регулировании деятельности по организации и проведению азартных игр и внесении и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации» (Закон об азартных играх), а последнее — в законе «О рынке ценных бумаг».

В соответствии с Законом об азартных играх «азартная игра — основанное на риске соглашение о выигрыше, заключенное двумя или несколькими участниками такого соглашения между собой либо с организатором азартной игры по правилам, установленным организатором азартной игры»<sup>6</sup>, а «пари — азартная игра, при которой исход основанного на риске соглашения о выигрыше, заключаемого двумя или несколькими участниками пари между собой либо с организатором данного вида азартной игры, зависит от события, относительно которого неизвестно, наступит оно или нет».<sup>7</sup>

Понятие «выигрыш»<sup>8</sup>, данное в этом законе, мало помогает юридической определенности понятий «азартная игра» и «пари», оставляя на усмотрение суда определение того является ли та или иная сделка основанной на риске соглашением о выигрыше.

Аналогичные задачи решались российским судом и прежде. Классическое для российской цивилистики определение пари содержится в решении Гражданского кассационного департамента Правительствующего Сената № 57 за 1883 год: «По общему понятию о пари, это такое соглашение, которое, имея все внешние признаки договора, вызы-

вается не действительными и серьезными потребностями жизни, а прихотью или страстью, и в котором стремление достигнуть известного результата лишь путем риска составляет единственный мотив соглашения».

В новейшей истории российской судебной системе тоже пришлось искать отношение к производным финансовым инструментам. Под влиянием споров, возникших после финансового кризиса 1998 года, установилось следующее отношение к деривативам: поставочные производные финансовые инструменты, являясь по своей природе договорами купли-продажи или мены с отложенным сроком исполнения, обладали всей полнотой судебной защиты, предусмотренной законодательством для данного вида договоров, а расчетные производные финансовые инструменты в соответствии с действовавшей тогда редакцией статьи 1062 Гражданского кодекса отвечали признакам пари и на этом основании не подлежали судебной защите.

На этом основании различные судебные инстанции неоднократно отказывали в судебной защите прав сторон сделок, являющихся расчетными производными финансовыми инструментами. В постановлении от 08.06.1999 № 5347/98 Президиум Высшего арбитражного суда РФ признал обоснованным квалификацию указанных сделок в качестве разновидности игровых сделок, которые действующее законодательство не регулирует и не содержит указаний на предоставление подобным сделкам судебной защиты.

Указанное Постановление несколько лет определяло судебную практику. Однако Конституционный суд РФ в определении от 16.12.2002 № 282-О указал, что отказ в судебной защите требований из соответствующих сделок может в ряде случаев оказаться в противоречии с принципом свободы предпринимательской деятельности, принципом свободы договоров, закрепленным в

статье 421 Гражданского кодекса РФ, Конституционный суд РФ отметил, что вопрос о том, является ли сделка пари или нормальной предпринимательской сделкой, должен решаться судом исходя из конкретных обстоятельств дела. Между тем Конституционный суд признал то, что законодательство не содержит признаков, которыми суды могут руководствоваться при вынесении такого решения, и указал на необходимость дальнейшего регулирования соответствующих отношений.

Российский законодатель, руководствуясь вышеуказанными соображениями и действуя в русле практики, сформированной на тот момент в государствах континентального права, внес в 2007 году важные поправки в ст. 1062 ГК РФ<sup>9</sup> главы «Требования, связанные с организацией игр и пари и участием в них».

ГК устанавливает, что правила этой главы (а значит, и отказ в судебной защите) не распространяются «на требования, связанные с участием в сделках, предусматривающих обязанность стороны или сторон сделки уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции или от значений, рассчитываемых на основании совокупности указанных показателей, либо от наступления иного обстоятельства, которое предусмотрено законом и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит». Далее ГК устанавливает дополнительные условия предоставления им судебной защиты: «Указанные требования подлежат судебной защите, если хотя бы одной из сторон сделки является юридическое лицо, получившее лицензию на осуществление банковских операций или лицензию на осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, либо хотя бы одной из сторон сделки, заключенной на бирже, является юридическое лицо, получив-

шее лицензию, на основании которой возможно заключение сделок на бирже. Требования, связанные с участием граждан в указанных в настоящем пункте сделках, подлежат судебной защите только при условии их заключения на бирже».

Внесение изменений в ст. 1062 ГК дало новый импульс развитию рынка деривативов в России и позволило включить в 2009 году определение производного финансового инструмента<sup>10</sup> в ст. 2 ФЗ «О рынке ценных бумаг»: «Производный финансовый инструмент — договор, за исключением договора репо, предусматривающий одну или несколько из следующих обязанностей:

1. Обязанность сторон или стороны договора периодически или единовременно уплачивать денежные суммы, в том числе в случае предъявления требований другой стороной, в зависимости от изменения цен на товары, ценные бумаги, курса соответствующей валюты, величины процентных ставок, уровня инфляции, значений, рассчитываемых на основании цен производных финансовых инструментов, значений показателей, составляющих официальную статистическую информацию, значений физических, биологических и (или) химических показателей состояния окружающей среды, от наступления обстоятельства, свидетельствующего о неисполнении или ненадлежащем исполнении одним или несколькими юридическими лицами, государствами или муниципальными образованияами своих обязанностей (за исключением договора поручительства и договора страхования), либо иного обстоятельства, которое предусмотрено федеральным законом или нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг и относительно которого неизвестно, наступит оно или не наступит, а

также от изменения значений, рассчитываемых на основании одного или совокупности нескольких указанных в настоящем пункте показателей.

При этом такой договор может также предусматривать обязанность сторон или стороны договора передать другой стороне ценные бумаги, товар или валюту либо обязанность заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;

2. Обязанность сторон или стороны на условиях, определенных при заключении договора, в случае предъявления требования другой стороной купить или продать ценные бумаги, валюту или товар либо заключить договор, являющийся производным финансовым инструментом;
3. Обязанность одной стороны передать ценные бумаги, валюту или товар в собственность другой стороне не ранее третьего дня после дня заключения договора, обязанность другой стороны принять и оплатить указанное имущество и указание на то, что такой договор является производным финансовым инструментом.»

Нетрудно заметить, что вслед за ГК Закон «О рынке ценных бумаг» не делает попытку использовать *causa* для того, чтобы отграничить понятие «производный финансовый инструмент» от «азартной игры» и «пари», а пытается, как и ГК, дать как можно более формальные признаки, которые ассоциируются с общественно полезной *causa*.

Учитывая положение Закона «О рынке ценных бумаг», можно сделать вывод, о правовой сущности операций на внебиржевом розничном рынке FOREX CFD — это контракт предусматривает передачу сторонами соглашения друг другу разницы между текущей стоимостью актива и его значением в конце действия соглашения, при этом, если в конце действия соглашения цена актива выросла, то прибыль получает сторона, купившая актив, а если снизилась — сторона, которая продала актив. Таким

образом, это соглашение попадает под определение понятия «производный финансовый инструмент», данное в законе «О рынке ценных бумаг» как договор, предусматривающий обязанность сторон (или стороны) периодически или одновременно уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения курса соответствующей валюты.

Теперь рассмотрим внутреннее противоречие, характерное российскому законодательству и имеющее непосредственное отношение к производным финансовым инструментам на розничном рынке FOREX. Это противоречие заключается в том, что объем понятия «производный финансовый инструмент» по закону «О рынке ценных бумаг» и круг сделок, на которые не распространяются правила главы ГК об играх и пари шире чем круг сделок, которым предоставляется судебная защита. Это происходит потому, что ГК определяет дополнительные условия для предоставления судебной защиты: участие в сделке лицензированного института, а в случае участия в сделке физического лица — совершение сделки на бирже.

Решение, найденное ГК, является безусловно юридически эффективным для обеспечения судебной защиты по основным видам производных финансовых инструментов. По-видимому, ГК даже исключает их из числа сделок, относящихся к азартным играм. Однако в решении есть и противоречие: правила главы об играх и пари на определенные сделки не распространяются, но некоторые из них не имеют судебной защиты, как если бы они были игрой или пари.

Это противоречие выдает сомнение законодателя в отношении общественно полезной сауса сделок с участием физических лиц на внебиржевом рынке. Действительно, операции с деривативами на бирже обычно совершаются одновременно с другими операциями и в результате обеспечивают возможность хеджирования. Отказать гражданам в такой возможности означало бы ограни-

чить их операции на спот-рынке. Иное дело — внебиржевой рынок.

В случае с юридическими лицами трудно предположить наличие азарта при совершении сделок. Более того, общепризнанным и общественно-полезным мотивом операций юридических лиц на рынке валютных деривативов является стремление избежать потерь от изменения курса валют и, как следствие, оптимизация одного из видов предпринимательского риска, используя хеджирование как на биржевом, так и внебиржевом рынке. Например, иностранные инвесторы, покупающие ценные бумаги российских эмитентов за рубли, или компании-заемщики, кредитующиеся в долларах США, с помощью производных, безразлично биржевых или внебиржевых, на курс доллара США могут застраховаться от снижения курса рубля, а российские участники внешнеэкономической деятельности на рынке производных могут застраховать поток платежей в иностранной валюте от укрепления курса рубля. Законодатель не может игнорировать и современные объемы этого рынка<sup>11</sup>.

В отличие от юридических лиц, а также физических лиц, совершающих операции на биржевом рынке деривативов, азарт физических лиц, совершающих аналогичные сделки на внебиржевом рынке, является распространенной чертой, чего законодатель не может не видеть.

Таким образом, несмотря на то, что сделки на внебиржевом рынке FOREX признаются законодателем производными финансовыми инструментами, они относятся к тем производным финансовым инструментам, которым отказано в судебной защите. Решение вопроса о предоставлении такой защиты является общим для всех внебиржевых финансовых инструментов с участием физических лиц и в целом зависит от ответа на вопрос, не достаточно ли для предоставления такой защиты участия

в сделке лицензированного финансового института как это сделано в отношении сделок юридических лиц. В случае положительного решения ГК последовал бы иностранному опыту. В качестве примера можно привести действующую норму Закона ФРГ о ценных бумагах, которая содержит исключение из-под действия статьи ГГУ об азартных играх и пари: судебная защита распространяется на требования из договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, при условии, что одна из сторон договора является лицензированным участником финансового рынка. Иными словами, Закон ФРГ предоставляет судебную защиту внебиржевым производным инструментам с участием физических лиц, если их контрагентом или посредником является лицензированный институт, независимо от того идет ли речь о биржевой или внебиржевой сделке.

### Регулирование розничного рынка FOREX за рубежом: США и ЕС

В настоящее время на всех развитых финансовых рынках услуги с внебиржевыми валютными деривативами, могут предоставляться только лицензированными лицами, такие операции регулируются и контролируются.

#### США

В США подобные услуги предлагают фьючерсные брокеры (futures commission merchant, FCM) и розничные FOREX-дилеры (retail foreign exchange dealer, RFED).

В силу исторически сложившейся в США фрагментации регулирования срочный рынок в основном относится к юрисдикции Комиссии по торговле товарными фьючерсами (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) и саморегулируемой организации — Национальной фьючерсной ассоциации (National Futures Association, NFA).

Основные элементы регулирования деятельности со стороны CFTC заключаются в следующем. FCM и RFED получают лицензию в CFTC и являются членами саморегулируемой организации NFA. Минимальный размер собственных средств установлен в размере 22 млн долларов США. Сверх минимальной величины компании обязаны поддерживать размер собственных средств в размере пяти процентов от своих обязательств, превышающих 10 млн долларов. К FCM и RFED применяются также требования о наличии контролера (комплаенс-оффисера), а также о наличии внутренних документов и политик, регулирующих внутренний контроль, управление рисками, на исключение конфликта интересов, а также детализирующие взаимоотношения с клиентами.

При заключении договора клиенту представляется на подпись форма уведомления о рисках, текст которого утвержден регулятором<sup>12</sup>. Кроме того, раскрытию подлежит информация о процентном соотношении счетов клиентов, понесших убыток (получивших прибыль) в течение квартала. Кроме того, при заключении договора клиенту сообщается о методике расчета (определения) либо источнике информации о курсе валют.

Существуют также детальные требования к отчетности перед клиентом. Клиент ежедневно и ежемесячно получает отчеты, содержащие информацию о состоянии счета, всех совершенных операциях, размере убытка (прибыли), размере комиссий и других удержаний. Клиенту также доступна информация о всех движениях цены на инструменты за весь период, а также информации о методе и алгоритме формирования цены спроса/предложения по которой исполнена его сделка.

В соответствии с регулированием CFTC размер кредитного плеча для клиентов ограничен соотношением 1:50 для основных мировых валют<sup>13</sup> и 1:20 для экзотических.

Кроме общего запрета на мошеннические действия, действует ряд конкретных запретов, например, на заключение сделок по нерыночным ценам, изменение цены сделки после ее заключения, выставление клиенту котировки bid выше (ниже) предыдущей без повышения (понижения) котировки ask на такую же величину, а также прямой запрет на совершение сделок за счет клиента, разрешение на которые не получено от клиента с указанием вида сделки, инструмента и количества.

FCM и RFED обязаны направлять в CFTC и NFA периодическую и ежегодную отчетность, содержащую финансовую информацию и информацию о соблюдении требований регулирования. NFA также проводит ежегодные проверки деятельности всех FCM и RFED.

Кроме отчетности о деятельности FCM и RFED в режиме реального времени отправляют информацию о каждой совершенной операции с клиентом в систему отчетности FORTRESS (Forex Transaction Reporting Execution Surveillance System), которая является инструментом NFA для автоматического анализа рынка и выявления нарушений. В отчет о совершенной сделке включаются все ее основные параметры, что позволяет системе автоматически идентифицировать отклонения от нормальных рыночных условий.

Фрагментация регулирования в США вряд ли является достоинством американского финансового рынка. В свое время такая фрагментация препятствовала развитию рынка деривативов, в частности появлению single stock futures, в настоящее время такая фрагментация привела к очевидному регуляторному арбитражу, который постоянно обсуждается регуляторами. Отношение к требованиям к капиталу, кругу операций, доступного различным видам клиентов (правила suitability), к плечам, разрешенным для клиентов, регулятивная и правоприменительная философия различны для FCM и RFED, с одной сторо-

ны, и брокеров-дилеров, совершающих операции на фондовом рынке, с другой стороны.

Временное правило SEC<sup>14</sup> позволяет зарегистрированным брокерам также предлагать услуги розничного FOREX, а при условии соблюдения требований регулирования и правил саморегулируемой организации (FINRA), в частности по раскрытию информации, хранению записей, капиталу, отчетности, и др. В частности, применяется правило предоставления кредитного плеча для розничных клиентов, которое по общему правилу не превышает соотношение 1:1. Как результат, этот сегмент рынка не вызвал интереса у брокеров.

Регулирование раскрытия информации FOREX-компаниями в США позволяет увидеть следующую картину. В настоящее время суммарный объем обязательств FOREX-компаний в США перед клиентами составляет приблизительно 800 млн долларов США. Около 80% от этой суммы составляют обязательства пяти крупнейших компаний, количество активных клиентов которых составляет от 20 до 100 тысяч клиентов.

CFTC предписывает раскрывать информацию о соотношении убыточных и прибыльных счетов в течение квартала. Результаты демонстрируют, что в среднем 70% счетов, открытых у FOREX-компаний, терпят убытки в течение квартала. Соотношение годового дохода FOREX-компаний со среднегодовой величиной активов их клиентов составляет в среднем 5 к 1, то есть около 85% совокупных клиентских активов в течение года переходят в доход FOREX-компаний<sup>15</sup>.

#### Европейский союз

В Европе услуги на розничном рынке FOREX предлагают инвестиционные фирмы (в терминологии MiFID<sup>16</sup>).

Европейские инвестиционные фирмы, предлагающие клиентам услуги по заключению контрактов на разницу, находятся под юрисдикцией государ-

ственного регулятора рынка финансовых услуг, которому, как правило, поднадзорны как рынок ценных бумаг, так и деривативный рынок.

MiFID создал в Европе единый рынок финансовых услуг и единые правила лицензирования деятельности инвестиционных фирм. MiFID не выделяет отдельные категории лицензий для финансовых посредников, в самой лицензии инвестиционной фирмы перечисляются возможные виды деятельности, разрешенные ей регулятором той или иной европейской страны. Кроме того, получив лицензию в одной стране ЕС, инвестиционная фирма может предлагать свои услуги в других странах на основании «домашней» лицензии.

Большинство FOREX-компаний ЕС осуществляют деятельность на основании лицензий, разрешающих выполнение поручения клиентов на операции и совершение операций с клиентами за свой счет с производными финансовыми инструментами (включая контракты на разницу), а также хранение активов клиентов. В Великобритании в силу специфики законодательства, к указанным разрешенным видам деятельности, как правило, добавляется организация финансовых пари, однако эти услуги не могут «экспортироваться» в другие страны на основании лицензии инвестиционной фирмы.

Инвестиционная фирма, предлагающая услуги на рынке FOREX, попадает в категорию инвестиционных фирм, осуществляющих операции за свой счет и хранение активов клиента, к которым MiFID и CAD<sup>17</sup> предъявляют наиболее высокие регулятивные требования и требования к минимальному капиталу — 730 тыс. евро, а также пруденциальные требования к финансовой устойчивости.

Заметным отличием европейского регулирования от регулирования в США является отсутствие ограничений по кредитным плечам, что позволяет

FOREX-компаниям в Европе предлагать плечи вплоть до 1:500.

### **Проблемы и основные задачи регулирования внебиржевого розничного рынка FOREX в России**

В настоящее время в России активно обсуждается необходимость правового регулирования рынка FOREX, при этом речь главным образом идет о внебиржевом рынке услуг по заключению сделок на разницу курса валют, в которых одной из сторон выступает физическое лицо — о внебиржевом розничном рынке FOREX.

Обсуждение необходимости и способов регулирования рынка FOREX вызвано большой активностью по предложению гражданам соответствующих услуг и количеством граждан, которые уже вовлечены или могут быть вовлечены в соответствующие операции. Это создает все большие социальные риски, требующие регулятивного ответа со стороны государства. Кроме того, неправильные ассоциации населения этих услуг с услугами на регулируемом финансовом рынке, неправильные представления об уровне защиты их интересов, рисках, с которыми связаны соответствующие операции, нарушения интересов граждан дискредитируют регулируемый финансовый рынок.

Следует отметить, что услуги на рынке FOREX предлагаются как компаниями, не имеющими никаких лицензий для операций на финансовом рынке, так и компаниями, имеющими лицензии профессиональных участников рынка ценных бумаг или лицензии кредитных организаций. Операции ни тех, ни других компаний не регулируются, однако существуют некоторые отличия в практике их предоставления (минимальный депозит, количество плечей и др.), свидетельствующие о более бережном отно-

шении лицензированных институтов к своей репутации.

Наконец, на рынке действует большое число компаний, которые используют понятие «FOREX» и связанную с этим терминологию для мошенничества, нанося наибольший вред гражданам и их отношению к финансовому рынку в целом.

Представляется, что в настоящее время у государства отсутствует возможность уклониться, как прежде, от регулирования этого рынка, и сделано это должно быть в первую очередь для решения задачи по защите розничных клиентов.

Рассмотрим основные проблемы, характерные для внебиржевого розничного рынка FOREX и риски граждан, участвующих в операциях на этом рынке.

**Отсутствие судебной защиты в России**  
Выше уже говорилось, что ГК отказывает в судебной защите производным финансовым инструментам с участием граждан на внебиржевом рынке. В результате этого в случае нарушения договора CFD гражданин не может рассчитывать на возможность обратиться в суд с иском о защите своих прав.

Второй аспект этой проблемы состоит в том, что обычно контрагентом гражданина является иностранное юридическое лицо, договор между ними заключается в соответствии с иностранным правом, а спор подлежит рассмотрению в иностранном суде. На практике компания, которая ведет с гражданином переговоры о заключении договора, является российской, однако сам договор заключается с компанией, принадлежащей к той же группе и имеющей созвучное наименование, находящейся за рубежом, чаще всего в юрисдикции, дающей налоговые преимущества или лояльно относящейся к оказанию со своей территории подоб-

ных услуг, если они носят трансграничный характер<sup>18</sup>.

В соответствии с общими положениями о подсудности, установленными Арбитражным процессуальным кодексом РФ и Гражданским процессуальным кодексом РФ, иск предъявляется по месту нахождения ответчика (то есть в иностранном государстве)<sup>19</sup>.

Таким образом, возможность судебной защиты граждан-клиентов FOREX-компаний по российскому праву исключена, а применение иностранного права физическими лицами затруднена. Это создает очевидный дисбаланс в положении сторон этого договора. Значение отсутствия судебной защиты необычайно важно для решения всех остальных регулятивных проблем — обязательства, которые на себя принимает FOREX-компания, не имеют юридического смысла в отсутствие реальной возможности настаивать на их исполнении в суде.

#### **Недобросовестная реклама**

Реклама является одним из основных источников заблуждения граждан относительно операций на рынке FOREX, их существенных аспектов и присущих им рисков. Стоит заметить, что в отсутствие четкого определения операций использование понятия «FOREX» в широком смысле (например, в связи с сообщением о курсе валют в СМИ) является наиболее распространенным способом ввести в заблуждение, вызвать ассоциации с операциями крупных лицензированных финансовых институтов, в том числе на спот-рынке, наличие государственного регулирования и контроля на этом рынке, в этом смысле само понятие «FOREX» является брендом.

Важной чертой рекламы рынка FOREX является то, что она адресована широкому кругу лиц, в первую очередь тем, кто не обладает опытом и знаниями об операциях на финансовом рынке; делается без пояснения о рисках, связанных с соответствующими операциями.

Однако существует и ряд специальных приемов, которые широко используются в рекламе услуг на рынке FOREX и вводят в заблуждение:

во-первых, создание впечатления о высоком уровне доходности операций, а также об их обыденности — естественном дополнении к заработной плате, а значит, о низких рисках таких операций;

во-вторых, контекстные ссылки в Интернете, которые позволяют добиваться ассоциаций операций на рынке FOREX с высоким уровнем доходов на этом рынке, а также ассоциаций с регулируемым финансовым рынком (например, поиск по словам «биржа», «фондовый рынок», «брокер» и другим, не имеющим отношения к услугам на рынке FOREX словам, или использование этих слов, позволяющие попадать на сайты FOREX — компаний);

в-третьих, создание впечатления о наличии лицензии и таким образом, регулирования и контроля со стороны государства за совершением операций на рынке FOREX. При этом может упоминаться лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг, кредитной организации, однако в ряде случаев упоминание лицензии может означать и лицензию на образовательную деятельность или какую-либо иную лицензию, не связанную с оказанием услуг финансовых услуг.

#### **Недостаточная информация о рисках, связанных с операциями**

В большинстве случаев начало операций на рынке FOREX не предполагает подписания какого-либо документа — заключение CFD возможно путем присоединения к условиям на сайте FOREX-компаний в сети Интернет. Сайт FOREX-компаний часто содержит уведомление о рисках, однако общего подхода к их описанию нет, как нет и необходимой полноты описания таких рисков. В результате клиенты находятся в заблуждении относительно существа обязательства и его условий — отсут-

ствует понимание, что сделка не является сделкой с валютой (права на нее по сделке не переходят), что сделка не предполагает совершения каких-либо операций с третьими лицами и единственным контрагентом является компания, с которой заключен договор; отсутствует понимание конфликта интересов, присущего CFD; того, что котировки, по которым определяются обязательства сторон, определяются самой FOREX-компанией; того, что использование «плечей» увеличивает риск потери средств, использованных в операции, и прочих рисков.

#### **Манипулирование котировками («Сдвиг котировок»)**

В соответствии с CFD котировки, от которых зависят обязательства его сторон (в том числе закрытие позиции) определяются FOREX-компанией — контрагентом по этому контракту. Договор не устанавливает никакой связи или зависимости этих котировок от котировок на спот-рынке или на рынке производных финансовых инструментов, и, таким образом, котировки могут быть произвольными. В связи с этим распространенным злоупотреблением является «сдвиг котировок» — изменение котировок, которые делают позицию клиента убыточной, заставляя его закрыть её самому, либо ведут к закрытию позиции компанией. Информационный вакуум — отсутствие у большинства клиентов доступа к информации торговых систем или котировкам других FOREX-компаний, приводит к тому, что они не могут оценить адекватность котировок рыночной конъюнктуре. Но даже в том случае, если клиент может заметить «сдвиг», в отсутствие привязки котировок в договоре к рыночной конъюнктуре или благодаря специальным условиям, исключающим ответственность за «нерыночные» котировки, споры о возмещении убытков, вызванных их манипулированием, исключены.

### Использования большого «плеча»

Высокая доходность на розничном рынке FOREX связывается с использованием «плечей», которые предлагаются клиентам. Компании, оказывающие услуги на рынке FOREX, предлагают клиентам плечо в соотношении до 1:500, хотя большинство клиентов ограничивается меньшим числом плечей. В этом случае средства, предоставленные клиентом, становятся обеспечением «возвращения займа» и в случае неблагоприятного для клиента изменения котировок переходят к компании, являющейся его контрагентом по CFD. Эти средства и являются прибылью компании, причем основным источником такой прибыли.

Следует иметь в виду и то, что большие плечи скрывают манипулирование котировками (см. выше), которое благодаря этому может быть незначительным по сравнению с рыночной конъюнктурой и, кроме того, его трудно выявить.

### Имитация технических сбоев

Контроль за операциями на рынке FOREX, в том числе возможность закрыть позицию, зависит от доступа к серверу компании-контрагента или надежности связи с ней. В случае выгодного для клиента изменения котировки на практике распространены случаи имитации технических сбоев и разрыва связи, препятствующие закрытию позиции и получения им дохода, до момента изменения котировок до выгодных для FOREX-компании или, по крайней мере, менее выгодных для клиента.

### Сделки «задним числом»

Наиболее недобросовестные компании злоупотребляют имитацией совершения клиентом невыгодных для него сделок «задним числом», лишая его возможности получения выгоды от своей позиции или закрывая ее с убытком для него. Отсутствие достаточной технической

квалификации со стороны большинства клиентов, недоступность для них и возможности расследования технических аспектов совершения таких операций, а значит, возможности доказывания факта их отсутствия, делает их положение неравным по сравнению с положением FOREX-компаний.

### Недостатки налогообложения

Операции на рынке FOREX рассматриваются налоговым законодательством как операции с финансовыми инструментами срочных сделок, не обращающимися на организованном рынке<sup>20</sup>. При этом сальдирование прибыли и убытков по указанным операциям предусмотрено только в отношении аналогичных внебиржевых производных финансовых инструментов. У налогоплательщика отсутствует возможность уменьшить доход, полученный от операций с базовым активом (ценные бумаги, товарные активы, драгметаллы) на величину убытка от внебиржевых сделок на разницу цен (в том числе в отношении цен указанных ценных бумаг, товарных активов, драгметаллов) или валютных курсов<sup>21</sup>. В связи с этим у налогоплательщиков возникают значительные трудности, связанные с исчислением и уплатой налогов по соответствующим операциям, и стремление избежать уплаты соответствующих налогов в России.

### Предложения по регулированию розничного рынка FOREX

Выше говорилось о проблемах и рисках, создаваемых на рынке внебиржевого розничного рынка FOREX в отсутствие его регулирования. Мы считаем необходимым введение регулирования, которое может устранить или снизить вероятность нарушения интересов граждан на этом рынке, повысить тем самым их комфорт и доверие к финансовому рынку в целом. Эти операции смогут разнообразить спектр услуг, предоставляемых финансовыми организациями

на российском рынке и повысить положительный эффект в сочетании с другими операциями, снизив их азартный характер.

Регулятивный режим должен быть таким, чтобы обеспечить интерес к предложению услуг на рынке FOREX компаниями, зарегистрированными на территории России, то есть не должен создавать необоснованных препятствий для ведения деятельности на рынке FOREX на российском рынке и должен быть конкурентоспособным по сравнению с регулятивным режимом, действующим в отношении поставщиков аналогичных услуг на конкурирующих финансовых рынках. Однако это соображение является общим для регулирования всех видов деятельности на финансовом рынке.

Вопрос о регулировании рынка FOREX тесно связан с вопросом регуляторного арбитража, связанного с тем, что деятельность на финансовом рынке подчиняется регулированию и контролю, в то время как оказание услуг на рынке FOREX не подчиняется ни регулированию ни контролю. Благодаря этому услуги на рынке FOREX свободны от регулятивных издержек, что повышает прибыль от таких операций. Помимо баланса между необходимым уровнем защиты интересов клиентов, необходим также баланс между регулятивной нагрузкой в отношении разных видов деятельности на финансовом рынке. Регулятивный дисбаланс не должен создавать предпосылок к неоправданному перетоку операций из одного финансового сектора в другой. Введение регулирования в отношении деятельности на рынке FOREX может сопровождаться снижением ряда требований, установленных в настоящее время в отношении иных видов деятельности на финансовом рынке.

Ниже следуют предложения по основным регулятивным решениям, необходимым на рынке FOREX.

### 1. Лицензирование деятельности на розничном рынке внебиржевых деривативов

Механизм лицензирования деятельности на рынке FOREX позволит создать общий для всех финансовых организаций регулятивный режим оказания услуг на финансовом рынке, в том числе правила допуска на этот рынок и контроля за осуществлением на нем деятельности в целях защиты интересов потребителей этих услуг.

Оказание розничных услуг на рынке FOREX путем заключения за свой счет сделок на разницу является наиболее близким к определению понятия дилерской деятельности. В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» «дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленному лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам». Отсутствие упоминания производных финансовых инструментов в числе операций, квалифицирующих дилерскую деятельность, является пробелом законодательства. В пользу этого говорит, во-первых, необходимость такого упоминания для целей лицензирования дилерских операций с биржевыми производными финансовыми инструментами, а во-вторых, то, что в отличие от определения понятия «дилерская деятельность» определение понятия «брокерская деятельность»<sup>22</sup> содержит упоминание производных финансовых инструментов.

Следует иметь в виду, что операции на разницу не ограничиваются валютным рынком, более того, развитие розничного внебиржевого рынка с иными базовыми активами, уже началось и будет развиваться. В этих целях предложенное регулирование должно быть основано на как можно более общих решениях, обеспечивающих решение

вопросов деятельности с производными финансовыми инструментами независимо от базового актива.

С учетом этого внесение в определение понятия «дилерская деятельность» операций с производными финансовыми операциями является наиболее целесообразным способом введения лицензирования деятельности на рынке FOREX<sup>23</sup>. Этот подход подчинит операции компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, общим правилам осуществления этого вида деятельности, однако не исключит возможность установить особенности такого регулирования, что возможно как на уровне закона, так и на уровне подзаконных нормативных актов. Некоторые из сделанных ниже предложений отражают специфику деятельности на рынке FOREX, требующую своего отражения в регулировании.

**2. Система регулирования и контроля**  
В отношении компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, должна действовать система регулирующих и контролирующих органов и организаций, сложившаяся на рынке ценных бумаг и производных финансовых инструментов, — государственный орган (ФСФР России) и саморегулируемая организация. В соответствии с подходом Закона «О рынке ценных бумаг» ФСФР устанавливает нормативные требования к деятельности на рынке ценных бумаг, а СРО дополняет их своими или более жесткими стандартами. Тем не менее концепция саморегулирования на рынке ценных бумаг носит незаконченный характер — в отсутствие обязательного членства в СРО, эти организации не могут осуществлять полноценное регулирование и надзор. Решение, которое должно быть принято в отношении регулятивной системы для компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, является общим для всех профессиональных участников рынка ценных бумаг — такие компании, как и прочие компании, осуществляющие профессиональную деятельность на рынке ценных

бумаг, должны быть членами одной из СРО.

Здесь и далее — предложения по установлению правил деятельности на рынке FOREX не разделяются на те, которые относятся к компетенции ФСФР, и те, которые должны относиться к компетенции СРО. В ряде случаев такое разделение может быть сделано, а в ряде случаев — нет. В последнем случае они могут относиться к компетенции как ФСФР России так и СРО. Очевидно, что базовые требования должны относиться к компетенции ФСФР, а наиболее абстрактные правила, предполагающие оценку при правоприменении, — к компетенции СРО.

При этом подход Закона «О рынке ценных бумаг», предполагающий присвоение ФСФР статуса СРО, а также согласование ФСФР стандартов СРО, должен быть сохранен. Благодаря этому будет обеспечена возможность соответствия стандартов СРО базовым правилам ФСФР, а также контроль со стороны ФСФР, позволяющий исключить в нормотворчестве СРО конфликт интересов.

В связи с множественностью СРО на рынке ценных бумаг необходимо, с одной стороны, исключить необходимость для одних и тех же профессиональных участников рынка ценных бумаг быть членами двух СРО, объединяющих один и тот же вид деятельности, а с другой стороны, для того чтобы избежать регуляторного арбитража на уровне СРО, — согласование их стандартов между собой. Последнее может опираться на процедуру согласования ФСФР стандартов СРО.

### 3. Установление требований к размеру собственных средств, управление рисками

Для компаний, осуществляющих деятельность на рынке FOREX, должны быть введены требования к собственному капиталу. Распространение на них понятия «дилерская деятельность» подчиняет их общим требованиям к

капиталу, установленным для дилеров<sup>24</sup>. Между тем общепринятыми за рубежом являются более высокие требования к initial capital компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX, по сравнению с базовыми требованиями к капиталу дилеров, что отражает более требовательное отношение государства к допуску на этот рынок. Представляется, однако, что действующее требование к собственным требованиям дилеров в размере 35 млн рублей является для FOREX-компаний удовлетворительным.

Правильным является и дополнение этих требований пруденциальными — резервирования, зависящего от объема рисков и специфики деятельности, в том числе на смежных сегментах финансового рынка.

#### 4. Управление рисками

В отсутствие регулирования FOREX-компании легко избегают ситуации, угрожающей их устойчивости. Введение регулирования и надзора на рынке FOREX с одной стороны повышает юридическую определенность и прозрачность отношений с клиентами и должно привести к снижению возможности злоупотреблений, однако с другой стороны требует введения механизма управления рисками.

Крупные FOREX-компании с большим числом клиентов поддерживают портфель разносторонних позиций, которые дают возможность эффективного внутреннего клиринга. В случае отсутствия необходимого баланса компании должны совершать сделки с третьими лицами. Данный механизм должен подчиняться общим требованиям управления рисками.

В общем случае компании должны управлять стандартными для финансовых организаций рисками — кредитным, рыночным (в том числе процентным), операционным, риском ликвидности.

#### 5. Регулирование конфликта интересов

Деятельность компаний, предлагающих услуги на розничном рынке FOREX, сопря-

жена с исключительно сильным конфликтом интересов. Этот конфликт интересов основан на том, что FOREX-компания, является контрагентом гражданина по производному финансовому инструменту, и при этом прибыль клиента, предполагает ее убытки. Иными словами, FOREX-компания не заинтересована в прибыли клиента и при этом имеет возможность влиять на это. В отсутствие профессионализма, характерного для контрагентов — юридических лиц, действующих на внебиржевом рынке, в отсутствие регулирования, в условиях информационного дисбаланса сторон риск нарушения интересов клиентов — физических лиц очень высок.

В известной степени большинство проблем, возникающих в связи с предоставлением услуг на рынке FOREX, связано с реализацией конфликта интересов в пользу FOREX-компаний.

Законодательство и нормативные акты ФСФР должны содержать требования к управлению конфликтом интересов в деятельности дилеров, предлагающих услуги на внебиржевом рынке FOREX. В компаниях должны быть установлены соответствующие политики по исключению конфликта интересов, утвержденные внутренними документами, а также назначены внутренние контролеры, имеющие квалификационные аттестаты специалистов финансового рынка, которые отвечают за контроль соблюдения внутренних политик по исключению конфликта интересов.

Клиент, заключающий соглашение с компанией, предоставляющей услуги на рынке FOREX, должен быть уведомлен о конфликте интересов.

#### 6. Регулирование рекламы

Необходимо детальное регулирование рекламы услуг на рынке FOREX. При этом под рекламой рынка FOREX должна подразумеваться реклама, использующая достаточно широкий круг понятий и терминов: «FOREX», «контракты на разницу», «разница на курсах валют», «международный валютный рынок», «за-

работок на валютных курсах», «обучение игре на валютных курсах» и другие подобные термины и понятия на русском и иностранном языке.

Закон должен прямо исключать использование в рекламе:

- утверждений, которые преувеличивают вероятность получения заработка и/или выигрыша или преуменьшают степень риска потери капитала;
- приемов, создающих впечатление, что получение заработка и/или получения иного дохода доступно и гарантированно;
- информации о гарантиях надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов;
- образов людей и животных, а также любых предметов, вызывающих прямо или косвенно ассоциации с материальными ценностями, богатством и успехом;
- описания историй заработка и/или ссылки на конкретные случаи заработка от операций на рынке FOREX;
- утверждений о том, что торговля на FOREX имеет важное значение для достижения общественного признания, профессионального, спортивного или личного успеха либо способствует улучшению материального, физического или эмоционального состояния;
- предложений осуществления доверительного управления на FOREX;
- упоминание конкурсов и розыгрышей призов, поставленных в зависимость от полученного результата на FOREX.

Чрезвычайно важно исключить использование рекламы, в результате которой услуги, подлежащие в России лицензированию, будут оказываться за рубежомными компаниями.

Должна быть запрещена рассылка электронных писем и текстовых сообщений, раздача полиграфических, компьютерных аудио- и видеоматериалов и иных рекламных материалов неограниченному кругу лиц, содержащих рекламу FOREX.

Важным является и ограничение вариантов размещения рекламы. Следует запретить размещение рекламы FOREX:

- в теле- и радиопрограммах, за исключением профессиональных, специализированных на финансах, при кино- и видеообслуживании;
  - в информационно-телекоммуникационных сетях общего пользования, включая сеть Интернет, за исключением специализированных сайтов финансовой тематики и контекстной рекламы;
  - в печатных изданиях, аудио- и видеопродукции любой тематики, за исключением профессиональных, специализированных на финансах;
  - с использованием технических средств стабильного территориального размещения (рекламных конструкций), монтируемых и располагаемых на крышах, внешних стенах и иных конструктивных элементах зданий, строений, сооружений или вне их;
  - на всех видах транспортных средств общего пользования и на объектах транспортной инфраструктуры (вокзалах, аэропортах, станциях метрополитена и других подобных объектах), а также внутри этих транспортных средств и объектов транспортной инфраструктуры;
  - в детских, образовательных, медицинских, санаторно-курортных, оздоровительных, военных организациях, театрах, цирках, музеях, кинотеатрах, предприятиях общественного питания и торговли, домах и дворцах культуры, концертных и выставочных залах, библиотеках, лекториях, планетариях, физкультурно-оздоровительных, спортивных сооружениях, а также в жилых домах.
- Реклама должна также содержать предупреждение о рисках.

#### 7. Уведомления клиента о существовании операций и рисков

При заключении договора клиент должен быть ознакомлен и подписать уве-

домление о существовании операций на рынке FOREX и связанных с ними рисках.

Уведомление о рисках и конфликте интересов должно быть также легкодоступно на сайте компании.

В качестве примера раскрытия рисков может быть использовано уведомление о рисках, введенное в США правилами CFTC. Указанное уведомление начинается со слов о том, что контрагентом клиента во внебиржевой сделке является сам посредник, а также о том, что в связи с предоставлением «плечей» и в силу иных рисков клиент может быстро потерять все внесенные средства, а размер убытков может превысить размер внесенных средств. Затем уведомление о рисках состоит из следующих пяти пунктов:

- Торговля не происходит на регулируемом рынке или бирже, дилер является второй стороной по сделке, в чем заключается прямой конфликт интересов. «КОГДА ВЫ ПРОДАЕТЕ — ДИЛЕР ВЫСТУПАЕТ КАК ПОКУПАТЕЛЬ. КОГДА ВЫ ПОКУПАЕТЕ — ДИЛЕР ЯВЛЯЕТСЯ ПРОДАВЦОМ. В результате, когда вы теряете деньги на операциях, ваш дилер на этих операциях получает прибыль в дополнение к каким-либо сборам, комиссиям или спредам, взимаемым этим дилером».
- Электронная торговая платформа для осуществления розничных сделок форекс не является биржей. Это электронный канал для доступа к вашему дилеру.
- Ваши средства, переданные дилеру, не имеют специальной защиты, установленной регулированием.
- Поскольку сделки осуществляются не на бирже или организованном рынке, вы имеете возможность открывать и ликвидировать любые торговые позиции только с дилером в качестве контрагента, а ваш дилер может устанавливать любые цены.
- Агенты форекс-дилеров могут иметь не раскрытые вам конфликты интересов.

Клиенты обязаны ознакомиться под роспись с указанным уведомлением о рисках при заключении договора.

#### 8. Требования suitability

Требование о соответствии оказываемых услуг интересам клиента справедливо как для операций на фондовом рынке, так и на рынке FOREX. При заключении договора компания, оказывающая услуги на рынке FOREX, должна формировать «профиль клиента», содержащий информацию о клиенте, его финансовом положении, уровне образования и знаний о финансовом рынке, опыте инвестирования, а также инвестиционных целях. От профиля клиента должен зависеть уровень кредитного плеча, предоставляемого ему компанией.

#### 9. Регулирование «кредитных плечей»

В настоящее время ряд FOREX-компаний, чьи услуги рекламируются в России, предлагают «кредитные плечи» вплоть до 1:500, что создает неприемлемые риски для их клиентов. Выше говорилось, что предельный размер кредитного плеча должен устанавливаться индивидуально для каждого клиента с учетом его профиля. Между тем общий предельный размер «плечей» должен быть ограничен. Определение конкретных требований к максимальному количеству «плечей» представляет сложность и требует специального исследования, однако ниже приводятся факторы, которые при этом должны быть учтены.

В настоящее время размер предельного «кредитного плеча» на фондовом рынке для граждан составляет 1:1, а тех из них, кто относится к клиентам с повышенным уровнем риска — 1:3<sup>25</sup>. Такое соотношение в целом соответствует подходу, принятому на развитых зарубежных финансовых рынках. Ограничение количества «плечей» направлено на то, чтобы с одной стороны, снизить риски для клиентов, и в первую очередь риски некавалифицированных клиентов, а с другой стороны — риски самой ком-

пании, оказывающей услуги на рынке FOREX, а в конечном итоге — системные риски на финансовом рынке.

Для биржевого валютного рынка на примере специализированной площадки RTS Money, на которой проводятся конверсионные операции USD/RUB с расчетами T+1, уровень гарантийного обеспечения составляет 5%, что соответствует размеру кредитного плеча 1:20. При этом сделки осуществляются с центральным контрагентом, в качестве которого выступает клиринговый центр — небанковская кредитная организация ЗАО «РП РТС», собственный капитал которой на последнюю отчетную дату (второй квартал 2012 года) превышает 1 млрд рублей. Кроме средств гарантийного обеспечения, в клиринговом центре сформированы и поддерживаются страховая и резервный фонды, которые в совокупности обеспечивают при необходимости исполнение сделок. На конец августа 2012 года накопленное гарантийное обеспечение, страховое и резервный фонды составляют 2,7 млрд рублей. При таком уровне гарантий исполнения биржевых сделок большой размер кредитного плеча представляется допустимым.

Определение предельного количества плечей на рынке FOREX должно учитывать специфику валютного рынка и рисков, связанных с операциями на нем, по сравнению с фондовым рынком. Так, волатильность курса основных мировых валют в целом ниже, чем волатильность рынка ценных бумаг. Например, волатильность курса доллара США относительно рубля в течение последних лет примерно в десять раз ниже волатильности фондового рынка Московской биржи. Вместе с тем разные валюты имеют разное поведение: например, волатильность курса индийской рупии относительно рубля за последние три года примерно в три раза выше, чем волатильность курса доллара относительно курса рубля за тот же период. Расчеты волатильности курсов валют относительно друг друга за период в несколько

лет позволят установить риски, присущие конкретной валютной паре, соотносить их с волатильностью фондового рынка и определить предельный размер «кредитного плеча» для договоров, имеющих в своей основе колебание курсов этих валют.

Если регулятором устанавливается методология расчета предельных величин «плеча», то вторым обстоятельством, принимаемым во внимание при определении размера «плеча» для конкретного клиента, является его профиль риска, который должен определить подходящий для него по уровню риска размер «плеча» с учетом максимальных величин.

Таким образом, общее ограничение количества «плечей» может быть выше, чем ограничение «плечей» на фондовом рынке, однако должно быть разграничено по видам валют и по видам инвесторов.

#### **10. Правила формирования котировок, принимаемых к расчету обязательств по договорам**

Правила формирования котировок являются ключевым элементом регулятивного режима деятельности FOREX-компаний. В отсутствие таких правил обязательства между поставщиком таких услуг и его клиентами носят юридически неопределенный характер и предполагают высокий риск манипулирования ими. Наиболее высокой определенностью и связью с реальной рыночной конъюнктурой обладает привязка к котировкам, устанавливаемым центральными банками, формирующимся на организованных торгах или в информационных системах, используемых банками для совершения внебиржевых операций (в том числе Reuters, Bloomberg) и т.д. Такую привязку следует не только допускать, но и приветствовать. Договор должен предусматривать порядок определения котировки, возможно максимальные отклонения от базовых рыночных котировок, исключаящие или

ограничивающие их изменение без учета рыночной конъюнктуры.

Возможность формирования собственных котировок на рынке FOREX также должна быть сохранена, если будет предусмотрена возможность сопоставления этих котировок с котировками разных компаний, оказывающих аналогичные услуги.

#### **11. Создание системы контроля за котировками**

Решением проблемы, связанной с непрозрачностью механизма формирования котировок является создание системы контроля за котировками — все операции клиентов могли бы фиксироваться на общем сервере, при этом все котировки, по которым они совершаются должны быть общедоступны. Такая система повышает прозрачность формирования котировок, позволяет освободиться от привязки к иным рыночным индикаторам, создает возможность выявления злоупотребления путем «сдвига» котировок и сделок «задним числом», имитацию технических сбоев и в результате сама по себе повышает уровень дисциплинированности участников рынка. В качестве дополнения может быть рассмотрена возможность ограничения отклонения цен по валютам (кросс-курсам) от рыночных на основе принятых методик (например, с учетом расчета VAR).

#### **12. Введение судебной защиты**

Как говорилось ранее, в настоящее время ГК не предусматривает судебную защиту требований из договоров, являющихся внебиржевыми производными финансовыми инструментами, с участием физических лиц. Необходимо ввести судебную защиту для производных финансовых инструментов с участием физических лиц — из ГК должно быть исключено условие, лишающее их судебной защиты на внебиржевом рынке.

Введение регулирования деятельности по оказанию соответствующих услуг

и надзора в отношении этой деятельности является достаточной предпосылкой для того, чтобы отказаться от мер, дестимулирующих такие операции.

Между тем действующие правила ГК не только лишают требования розничных клиентов судебной защиты, но при этом гарантируют, что потери клиента, даже в случае превышения размера депозита, будут ограничены. Для того чтобы исключить возможность взыскания с клиентов средств, превышающих депозит, в ГК или в закон «О рынке ценных бумаг» одновременно с предложенными изменениями в ГК должны быть внесены соответствующие изменения.

### 13. Совершенствование налогообложения операций

Представляется целесообразным внесение изменений в Налоговый кодекс, предусматривающих возможность сальдирования прибыли и убытков по операциям с валютными парами и однородными инструментами, независимо от того, совершены ли они на биржевых торгах или на внебиржевом рынке с участием компаний, оказывающих услуги на рынке FOREX. Помимо этого необходимо также рассмотреть вопрос о возложении на компании, оказывающие услуги на рынке FOREX, обязанностей налогового агента в отношении доходов физических лиц, полученных ими от соответствующих операций. ■

### ПРИМЕЧАНИЯ

- <sup>1</sup> Фьючерсы на курсы евро – доллар США, евро – российский рубль, доллар США – российский рубль, австралийский доллар – доллар США, фунт стерлингов – доллар США.
- <sup>2</sup> Маржируемые опционы на фьючерсные контракты на курсы евро – доллар США и евро – российский рубль.
- <sup>3</sup> Регламент проведения конверсионных арбитражных операций в иностранных валютах на условиях “Margin Trading” для физических лиц ВТБ 24 (ЗАО).
- <sup>4</sup> По данным НАУФОР, на конец первого полугодия 2012 года количество клиентов – физических лиц, совершающих операции на фондовом рынке через брокеров, составляло около 808 тыс. чел.
- <sup>5</sup> Двусмысленность ГК отражается и на Федеральном законе “О государственном регулировании деятельности по организации и проведению азартных игр и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации”. Этот закон включает в статью 1 следующую оговорку: “Действие настоящего Федерального закона не распространяется на деятельность по организации и проведению лотерей, а также на деятельность бирж” (п. 2). Очевидно, что такой прием использован для того, чтобы исключить риск регулирования этим законом деятельности по организации совершения сделок, которые трудно отграничить от азартных игр и пари
- <sup>6</sup> Пункт 1 статьи 4.
- <sup>7</sup> Пункт 2 статьи 4.
- <sup>8</sup> Выигрыш – денежные средства или иное имущество, в том числе имущественные права, подлежащие выплате или передаче участнику азартной игры при наступлении результата азартной игры, предусмотренного правилами, установленными организатором азартной игры (п. 4 статьи 4).
- <sup>9</sup> Федеральный закон от 26.01.2007 № 5-ФЗ “О внесении изменений в статью 1062 части второй Гражданского кодекса Российской Федерации”.
- <sup>10</sup> Федеральный закон от 13.11.2009 № 281-ФЗ “О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации”.
- <sup>11</sup> По данным Банка международных расчетов, в 2010 году дневной мировой оборот операций с производными составлял около 2,5 триллионов долларов США.
- <sup>12</sup> CFTC 17 C.F.R. § 5.5.
- <sup>13</sup> К основным мировым валютам отнесены USD, EUR, GBP, CHF, CAD, JPY, AUD, NZD, SEK, NOK, DKK. 17 CFR 240.15b12-1T.
- <sup>14</sup> Для сравнения: размер ежегодного дохода крупнейших брокерских компаний в США не превышает 1% от среднегодовой величины активов их клиентов.
- <sup>16</sup> Markets in Financial Instruments Directive, Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004.
- <sup>17</sup> Capital Adequacy Directive, Directive 2006/49/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions.
- <sup>18</sup> Например, компания ALPARI NZ LIMITED расположена на территории Новой Зеландии, FOREX CLUB INTERNATIONAL LIMITED – на территории Британских Виргинских островов, компания TELETRADE DJ. – в Гонконге.
- <sup>19</sup> Физические лица могут настаивать на применении статьи 17 Закона РФ от 07.02.1992 № 2300-1 “О защите прав потребителей” и части 7 статьи 29 Гражданского процессуального кодекса РФ, на основании которых они могут защищать свои права в суде общей юрисдикции по месту своего проживания либо по месту заключения или месту исполнения договора (указанная возможность не может быть исключена условиями договоров, заключаемых с FOREX-компаниями).
- <sup>20</sup> В соответствии со статьей 214.1 Налогового кодекса РФ.
- <sup>21</sup> При определении налоговой базы по доходам по операциям с ценными бумагами и по операциям с финансовыми инструментами срочных сделок учитываются доходы, полученные по следующим операциям:
  - 1) с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке ценных бумаг;
  - 2) с ценными бумагами, не обращающимися на организованном рынке ценных бумаг;
  - 3) с финансовыми инструментами срочных сделок, обращающимися на организованном рынке;
  - 4) с финансовыми инструментами срочных сделок, не обращающимися на организованном рынке.Финансовый результат определяется по каждой операции и по каждой совокупности указанных выше операций. Отрицательный финансовый результат, полученный в налоговом периоде по отдельным операциям с ценными бумагами, финансовыми инструментами срочных сделок, уменьшает финансовый результат, полученный в налоговом периоде по совокупности соответствующих операций. Уменьшение финансового результата по иным группам операций на величину полученного убытка допускается только в случаях, прямо предусмотренных Налоговым кодексом РФ.