

Robert Nogacki

KASYNO ZAWSZE WYGRYWA



**Kilka mało znanych prawd
na temat inwestycji na rynku Forex**

Warszawa, 2007

Copyrights by Portal Skarbiec.Biz

WSTĘP

Pieniądze zazwyczaj kosztują zbyt wiele.
Ralph Waldo Emerson



Z uwagi na rosnącą popularność platform elektronicznych, dzięki którym inwestorzy detaliczni próbują podejmować aktywność na globalnym, nieregulowanym rynku hurtowej wymiany walut i instrumentów finansowych, zwanym popularnie rynkiem Over-The-Counter ("rynek OTC"), warto jest pokusić się o systematyczny opis ryzyk prawnych, które mogą wiązać się z taką działalnością.

Panująca obecnie fascynacja możliwościami, które oferuje rynek OTC (szczególnie jeden z jego segmentów - Forex), w połączeniu z brakiem rzetelnej wiedzy na temat zasad funkcjonowania tego rynku tworzy środowisko wyjątkowo podatne na różnego rodzaju nadużycia. Na polskim rynku kapitałowym ich praktycznymi przykładami mogą być choćby afery **Kuvera Capital Management, WGI Domu Maklerskiego S.A., Interbrok Investment E. Dróżdź i Spółka sp.j.** albo **Finansowego Serwisu Netforex sp. z o.o.**

Wychodząc naprzeciw potrzebom chwili w niniejszym e-booku zawarłem charakterystykę rynku OTC i dokonywanych na nim transakcji oraz analizę "ciemnej strony" tego rynku, czyli ryzyk prawnych, widzianych przez pryzmat interesów detalicznych uczestników transakcji na rynku OTC. Rozdział I e-booka dotyczy w przeważającej mierze mechanizmów funkcjonowania rynku OTC oraz zasad partycypacji inwestorów detalicznych, natomiast Rozdział II odnosi się do działalności firm zarządzających aktywami na rynku OTC.

Fakt, że niniejsza praca poświęcona jest analizie *ryzyk* powoduje, że wyłaniający się z niej obraz rynku OTC może wydawać się bardzo mroczny. Nie jest to jednak moją intencją. W rzeczywistości Over-the-Counter stanowi jedno z największych osiągnięć wolnego handlu - jednakże, aby prawidłowo wykorzystać to narzędzie do spekulacyjnych inwestycji, trzeba również znać i rozumieć zagrożenia, jakie mogą wiązać się z taką aktywnością. Z drugiej strony, podkreślam również *niewyczerpujący* charakter poniższego zestawienia ryzyk związanych z inwestycjami na OTC. Niniejszy e-book dotyczy bowiem w przeważającej mierze ryzyk *prawnych*, zaś co do zasady nie zajmuję się tu opisywaniem ryzyk rynkowych, ryzyk politycznych albo ryzyk związanych z inwestycjami w konkretne branże czy na konkretnych obszarach geograficznych.

Mimo iż niżej podpisany jest prawnikiem, zajmującym się zawodowo m.in. problematyką rynku kapitałowego, tym niemniej niniejsza praca ma z założenia charakter popularyzatorski. Dlatego też jej poszczególne sformułowania, będące prywatnymi refleksjami z pogranicza problematyki prawnej i biznesowej, nie powinny być traktowane jak formalne "opinie prawne" albo rekomendacje, co do konkretnych decyzji biznesowych Czytelników.

Na bardziej szczegółowe pytania związane z prawnymi zawiłościami funkcjonowania rynku OTC z przyjemnością odpowiem osobiście.

Robert Nogacki
doradztwo@skarbiec.biz

ROZDZIAŁ I

PODSTAWOWE ZASADY FUNKCJONOWANIA RYNKU OTC

George Soros i Ben Bernanke wybrali się wspólnie na wyścigi konne. Soros sugeruje, aby postawić po dziesięć tysięcy na konia. Bernanke jest sceptyczny - mówi, że najpierw chciałby poddać analizie zasady gry. Soros szepcze, że ma opracowany "system inwestycyjny", który zawsze działa na wyścigach, ale nie udaje mu się przekonać Bernanke. Soros mówi: "*Masz zbyt teoretyczne podejście*", stawia na konia i... wygrywa. "*Widzisz - mój system działa !*". Bernanke pyta o sposób funkcjonowania tego systemu. "*Jest całkiem prosty* - wyjaśnia Soros: - *Mam dwójkę dzieci, w wieku trzech i pięciu lat. Zsumowałem ich wiek i postawiłem na konia numer dziewięć*". *Ale trzy plus pięć to osiem* - oponuje Bernanke. *Mówiłem Ci, że masz zbyt teoretyczne podejście* - odpowiada Soros.

Anegdota traderów

Czym jest rynek OTC?

Rynek OTC to spontanicznie powstały system wymiany hurtowych ilości walut i instrumentów finansowych, dokonywanej przez instytucje finansowe i instytucje kredytowe poza obrotem zorganizowanym, tj. obrotem prowadzonym na rynkach regulowanych (np. rynek giełdowy czy towarowy rynek instrumentów finansowych), albo w alternatywnych systemach obrotu (np. NewConnect, AIM).

Choć używamy terminu "rynek OTC", to w rzeczywistości wymiana ta nie posiada jednolitej, usystematyzowanej postaci, którą można by nazwać "rynkiem" w takim sensie jak rynkiem jest np. London Stock Exchange, New York Stock Exchange albo Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Nie istnieją żadne instytucje nadzorujące rynek OTC jako całość, ani wiążące kursy po których strony dokonywałyby transakcji. Część transakcji dokonywana jest w drodze dwustronnych umów, których treść nie musi być znana innym uczestnikom rynku, a zlecenia realizacji takich transakcji nie przechodzą przez żadną z elektronicznych platform, o których mowa poniżej. Ponadto, poszczególne kontrakty będące w obrocie na OTC, jak i transakcje dokonywane na tych kontraktach podlegają różnym systemom prawa oraz jurysdykcjom sądów położonych w różnych państwach, w zależności od standardów tych kontraktów, bądź w zależności indywidualnych umów między stronami transakcji.

W ramach rynku OTC można wyróżnić kilka segmentów. Najlepiej znany inwestorom detalicznym jest rynek walutowy (**Forex, OTCFX**), na którym instytucje finansowe i kredytowe wymieniają się hurtowymi ilościami walut. W praktyce, inwestorzy detaliczni mają tendencję do redukcji całego rynku OTC do terminu "Forex", a pozostałe instrumenty OTC traktują jako pewne dodatki.

Wedle roboczej klasyfikacji Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS)¹ na **rynek walutowy** składają się: kasowe transakcje walutowe (*Spot Transactions*), swapy walutowe (*FX Swaps*) oraz walutowe transakcje terminowe (*Outright-Forwards*). Kolejny, blisko związany z Forexem segment rynku OTC, to **rynek walutowych instrumentów pochodnych**, do którego

¹ **Bank for International Settlements / Banque des Réglements Internationaux** - międzynarodowy bank w formie spółki akcyjnej, której akcjonariuszami są banki centralne z większości liczących się rynków finansowych (w tym m.in. Narodowy Bank Polski).

zalicza się m.in. dwuwalutowe transakcje wymiany płatności odsetkowych (*Cross Currency Interest Rate Swaps - CIRS*) oraz opcje walutowe (*FX Options*). Oprócz tego istnieje m.in. **segment rynku instrumentów pochodnych stopy procentowej**, do którego, zgodnie z metodologią BIS, należą kontrakty przyszłej stopy procentowej (*Forward Rate Agreements - FRA*), transakcje wymiany płatności odsetkowych (*Interest Rate Swaps - IRS*), w tym transakcje swap, dla których stawką referencyjną jest stopa oprocentowania depozytów jednodniowych O/N (*Overnight Index Swaps - OIS*) oraz opcje stopy procentowej (*Interest Rate Options*).

Ponadto, w obrocie na rynku OTC bardzo popularne są instrumenty pochodne w postaci **kontraktów różnic kursowych** (*Contracts For Difference - CFD*), których wartość zależy od różnicy między kursami określonych instrumentów bazowych (np. walut, akcji).

Jeszcze inny segment stanowią instrumenty pochodne oparte na kursach takich instrumentów bazowych, jak **surowce** czy **towary**. W praktyce bardzo popularne są kontrakty na metale szlachetne, płody rolne czy nośniki energii.

Na czym polega unikatowy charakter rynku OTC?

Na tle zorganizowanego obrotu akcjami, obligacjami albo też tytułami uczestnictwa w przedsiębiorstwach zbiorowego inwestowania, rynek OTC wyróżnia całkowicie ponadnarodowy i transgraniczny charakter, który sprawia, że OTC *per se* nie podlega żadnemu organowi nadzoru, ani nie mieści się w ramach jakiegokolwiek jurysdykcji państwowej. Mówiąc o transgranicznym charakterze rynku OTC należy jednak pamiętać, że jego poszczególni uczestnicy podlegają nadzorowi w swoich macierzystych jurysdykcjach. Ponadto, jego ponadnarodowy charakter nie oznacza jeszcze równomiernego rozłożenia wymiany na całym globie. W rzeczywistości, OTC posiada nie więcej niż kilkanaście punktów węzłowych o znaczeniu strategicznym dla funkcjonowania całego tego rynku. W przypadku forexowego segmentu rynku OTC, największym centrum wymiany jest Wielka Brytania na którą w 2004 r. przypadało 31 proc. obrotu, zaś kolejne miejsca zajmują Stany Zjednoczone (na wszystkie centra finansowe od Nowego Jorku po San Francisco przypada 19 proc. światowych obrotów Forexu), Japonia - 8 proc., Singapur - 5 proc., Hongkong - 5 proc., Australia - 3 proc., Niemcy - 5 proc. oraz Szwajcaria - 3 proc..

Drugą istotną różnicę między rynkiem OTC a klasycznymi rynkami wymiany instrumentów finansowych² stanowi całodobowy charakter odbywającej się tu wymiany, co wynika z różnic

² **Instrumenty finansowe** - zgodnie z najbardziej ogólną definicją, instrument finansowy jest to kontrakt zawierany między dwoma stronami, który określa zależność finansową, w której obie strony pozostają. Jest to jednak określenie tak szerokie, że nie wyjaśnia ono zbyt wiele na temat tego, na czym polega istota instrumentów finansowych. Z innych prób zdefiniowania zjawiska, warto zwrócić uwagę na formułę proponowaną w projekcie zmian do ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (druk sejmowy nr 1789, z dnia 23 maja 2007 r.), wedle której do instrumentów finansowych zalicza się: **(1)** papiery wartościowe, **(2)** niebędące papierami wartościowymi: **(a)** tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania, **(b)** instrumenty rynku pieniężnego, **(c)** opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową, inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest papier wartościowy, waluta, stopa procentowa, wskaźnik rentowności lub inny instrument pochodny, indeks finansowy lub wskaźnik finansowy, które są wykonywane przez dostawę lub rozliczenie pieniężne, **(d)** opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward na stopę procentową oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne lub mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron, **(e)** opcje, kontrakty terminowe, swapy oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar i które są wykonywane

między strefami czasowymi, w których zlokalizowane są siedziby kontraktujących stron. Zgodnie z podziałem stref czasowych i linią zmiany daty, na OTC każdy dzień zaczyna się na rynku finansowym stolicy Nowej Zelandii, Wellington. Później do gry wchodzi Sydney, następnie Tokio, Singapur i Hongkong. W miarę upływu godzin, otwierane są miejsca pracy na rynkach finansowych Bliskiego Wschodu, takich jak Bahrajn i Tel Awiw. Po nich przychodzi kolej na Europę, w tym największego gracza na tym obszarze - Londyn. Kiedy zasypiają rynki Azji, do działania przystępują Nowy Jork i Chicago, a po nich San Francisco, co znaczy że już wkrótce ponownie obudzi się nowozelandzkie Wellington i cały cykl zacznie się ponownie.

Trzecią fundamentalną *differentiam specificam* rynku OTC stanowi jego ogromna płynność, która przerasta płynność, jaką mogą zaoferować nawet tak duże rynki, jak rynek amerykańskich obligacji skarbowych albo rynki giełdowe Stanów Zjednoczonych i Dalekiego Wschodu. Należy jednak również pamiętać, że sfera niezwyklej płynności OTC ograniczona jest tylko do wyselekcjonowanej grupy walut i instrumentów finansowych³. Co prawda teoretycznie Forex obejmuje około dwustu walut, ale w praktyce obrotu trudno sobie wyobrazić istnienie głębokiego i płynnego rynku wymiany, nawet spekulacyjnej, np. dolarów zimbabwe na rupie nepalskie. Jeśli powstaje konieczność dokonania mniej typowej transakcji to zazwyczaj wykonuje się ją za pośrednictwem jednej z walut podstawowych, ponieważ dużo łatwiej jest znaleźć partnera do takiej transakcji. W cytowanym przykładzie, zamiast szukać podmiotu zainteresowanego odwrotną transakcją między Nepalem a Zimbabwe, inwestor przypuszczalnie zamieniłby dolary zimbabwe na dolary amerykańskie, a dolary amerykańskie na rupie nepalskie. Dolar posłużyłby tu więc jako tzw. **vehicle currency**, którą zawsze łatwo jest kupić albo sprzedać, bez względu na to, jaka waluta stanowi drugą stronę transakcji.

Efektom stosowania vehicle currencies jest pewna standaryzacja rynku Forex, jeśli chodzi o spektrum używanych walut. Według danych z 2004 r. w 88,7 proc. przypadków jedną ze stron transakcji jest dolar, w 37,2 proc. euro (a wcześniej marka niemiecka), japoński jen - w 20,3 proc., funt szterling - w 16,9 proc.. Według stanu z 2004 r. kolejne miejsca zajmowały: dolar kanadyjski (2,3 proc.), dolar Hongkongu (1,9 proc.), korona norweska (1,4 proc.), won koreański (1,2 proc.), meksykańskie peso (1,1 proc.), dolary nowozelandzki i singapurski (po 1 proc.), korona duńska (0,9 proc.), rand południowoafrykański (0,8 proc.), rubel rosyjski (0,7 proc.) oraz złotówka (0,4 proc.). Równie schematyczne są poszczególne pary walut: para euro/dolar stanowi 28 proc. wymiany, 17 proc. - dolar/jen, a 14 proc. - dolar/funt szterling.

Ile dokładnie wart jest cały rynek OTC? W praktyce najlepszym źródłem informacji na temat rynku OTC są wykonywane co trzy lata badania Banku Rozrachunków Międzynarodowych.

przez dostawę, pod warunkiem, że są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, **(f)** niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym ani w alternatywnym systemie obrotu opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward oraz inne instrumenty pochodne, których instrumentem bazowym jest towar, które mogą być wykonane przez dostawę, które nie są przeznaczone do celów handlowych i wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych, **(g)** instrumenty pochodne dotyczące przenoszenia ryzyka kredytowego, **(h)** kontrakty na różnicę, **(i)** opcje, kontrakty terminowe, swapy, umowy forward dotyczące stóp procentowych oraz inne instrumenty pochodne odnoszące się do zmian klimatycznych, stawek frachtowych, uprawnień do emisji oraz stawek inflacji lub innych oficjalnych danych statystycznych, które są wykonywane przez rozliczenie pieniężne albo mogą być wykonane przez rozliczenie pieniężne według wyboru jednej ze stron, a także wszelkiego rodzaju inne instrumenty pochodne odnoszące się do aktywów, praw, zobowiązań, indeksów oraz innych wskaźników, które wykazują właściwości innych pochodnych instrumentów finansowych.

³ Piszę tutaj o "walutach i instrumentach finansowych", chociaż należy pamiętać, że poza rynkiem kasowym inwestycje w waluty będą miały charakter inwestycji w różne instrumenty finansowe.

Ostatnie, wstępne wyniki takiego badania, sporządzonego na podstawie danych uzyskanych z 54 banków centralnych i organów nadzoru na całym świecie, zostały opublikowane we wrześniu tego roku, pod tytułem "*Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2007*".

W ocenie BIS, wyniki badania wskazują na bezprecedensowy rozwój rynku OTC. W stosunku do wyników badania z 2004 r. wzrost obrotów w segmencie foreksowym wyniósł 71 proc. (liczone według aktualnych kursów wymiany), do kwoty 3,2 biliona dolarów dziennie. Także o 71 proc. wzrósł obrót na foreksowych instrumentach pochodnych, osiągając w kwietniu 2007 r. poziom 2,1 biliona dolarów dziennie.

Wejście inwestorów detalicznych na rynek OTC i ekspansja platform elektronicznych

Do niedawna OTC był takim obszarem globalnego rynku finansowego, który prawie w całości zagospodarowywały największe instytucje finansowe i kredytowe, do których z trudem dołączały banki inwestycyjne i inwestorzy korporacyjni. Oczywiście, indywidualni konsumenci również w jakiś sposób ten rynek współtworzyli: można przecież powiedzieć, że wśród twórców rynku Forex znaleźć możemy np. turystów, którzy usiłują zakupić dinary tunezyjskie oraz colony kostarykańskie albo np. drobnych przedsiębiorców, którzy wymieniają rupie pakistańskie na funty libańskie albo peso argentyńskie na izraelskie szekle. Jednakże ich udział w wymianie na rynku OTC (w tym na Forex) miał jak dotąd charakter głównie pośredni, ponieważ nie posiadali oni dostępu do wymiany międzybankowej, ale raczej pełnili funkcję jej docelowych beneficjentów.

Pod koniec XX wieku sytuacja uległa zmianie, ponieważ rozpoczął się dynamiczny rozwój **elektronicznych platform wymiany walutowej**, co wydatnie obniżyło koszty wejścia na rynek i rozpoczęło gwałtowny rozwój fenomenu **gry na Forexie** przez inwestorów indywidualnych. Piszemy tu o "grze", gdyż inwestorzy używający platform forexowych nie wymieniają waluty A na walutę B ponieważ potrzebują waluty B, ale dlatego że chcą zarobić na zmianie kursów walut albo zabezpieczyć się przed ryzykiem kursowym. W ten sposób doszło do wyodrębnienia się na rynku Forex nowego segmentu, jaki tworzą indywidualni nabywcy walut oraz instrumentów finansowych, którzy podejmują działania w celach spekulacyjnych albo z zamiarem uniknięcia ryzyka kursowego. Jest to segment niebankowy, w którym miejsce dzielą fundusze hedgingowe, firmy asset management oraz drobni gracze indywidualni, a wymiana jest dokonywana za pomocą platform elektronicznych.

Czym są **platformy elektroniczne**? Technicznie rzecz biorąc platforma elektroniczna to przede wszystkim elektroniczny system przekazywania zleceń od klienta do brokera działającego na rynku OTC, połączony z rachunkiem pieniężnym. Wszystkie środki jakie wpłacamy na taki rachunek stanowią tzw. **free margin**, czyli możemy je użyć do nabycia dostępnych na danej platformie walut i instrumentów finansowych. Kiedy dokonamy dowolnego zakupu część środków zostanie zablokowana jako depozyt zabezpieczający pod taką transakcję (tzw. **margin**; procentowy udział margin w ogólnej wartości naszych środków to **margin level**). Jeśli dokonujemy zakupu za posiadane środki, to depozyt będzie wynosił dokładnie tyle, co wartość instrumentu w chwili zakupu (z zastrzeżeniem **spreadu** - pojęcie wyjaśnione poniżej). Możliwe jest jednak również zastosowanie tzw. **lewaru**, czyli uzyskanie pożyczki od brokera, co powoduje, że wartość naszego depozytu stanowi tylko pewną część wartości transakcji.

Czym platformy elektroniczne na rynku OTC różnią się od rynków regulowanych?

Istotą wszelkich rynków regulowanych⁴, jak również innego rodzaju zorganizowanego obrotu instrumentami finansowymi, jest koncentracja podaży i popytu w sposób umożliwiający zawieranie transakcji pomiędzy uczestnikami danego rynku.

Działanie rynku regulowanego na przykładzie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Zadaniem GPW jest organizacja obrotu instrumentami finansowymi. Giełda zapewnia koncentrację w jednym miejscu i czasie ofert kupujących i sprzedających w celu wyznaczenia kursu i realizacji transakcji. Obowiązujący na Giełdzie Warszawskiej system obrotu charakteryzuje się tym, że kursy poszczególnych instrumentów finansowych ustalane są w oparciu o zlecenia kupujących i sprzedających, stąd też zwany jest on rynkiem kierowanym zleceniami. Oznacza to, że w celu ustalenia ceny instrumentu sporządza się zestawienie zleceń zawierających dyspozycje kupna i sprzedaży. Kojarzenia tych zleceń dokonuje się według ściśle określonych zasad, zaś realizacja transakcji odbywa się w trakcie sesji giełdowych. Dla poprawienia płynności notowanych instrumentów, członkowie giełdy lub inne instytucje finansowe mogą pełnić funkcję animatora rynku, składając (na podstawie odpowiedniej umowy z Giełdą) zlecenia kupna lub sprzedaży danego instrumentu na własny rachunek. Przedmiotem handlu na Giełdzie są papiery wartościowe: akcje, obligacje, prawa poboru, prawa do akcji, certyfikaty inwestycyjne oraz instrumenty pochodne: kontrakty terminowe, opcje, jednostki indeksowe.

Źródło: opracowanie własne GPW

Rynek OTC w wydaniu większości platform elektronicznych wygląda jednak odmiennie od modelu zarysowanego powyżej, choć inwestorzy często pochopnie stosują pewne kalki intelektualne, używając do analizy rynku OTC wyobrażeń i pojęć ukształtowanych podczas obserwacji rynków regulowanych. W szczególności wydaje im się, że platforma elektroniczna stanowi rodzaj "giełdy" na której nabywcy i zbywcy instrumentów wymieniają się ofertami kupna i sprzedaży, co prowadzi do ukształtowania się pewnego kursu danego instrumentu.

Choć "prawdziwy" rynek OTC działa mniej więcej w taki sposób, to kwoty którymi posługuje się inwestor detaliczny są zbyt małe, aby był on w stanie włączyć się bezpośrednio w rynek OTC. Dlatego, w ramach platform adresowanych do inwestorów detalicznych broker nie tylko występuje w roli dostawcy infrastruktury technicznej do handlu na platformie, ale także częstokroć pełni rolę kontrahenta - drugiej strony transakcji z klientem ("**Market Maker**"), o czym klient nie musi nawet wiedzieć. Następnie broker kompensuje wszelkie transakcje dokonane na danym instrumencie w ramach swojej platformy (tzw. "**internal order matching system**") i stara się dokonać transakcji zabezpieczających w odniesieniu do nieskompensowanej reszty na

⁴ **Rynek regulowany** - w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, rynkiem regulowanym jest działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

prawdziwym rynku OTC, aby zminimalizować swoją ekspozycję na ryzyko związane z tym, że rynek wykona ruch w kierunku zgodny z oczekiwaniami inwestorów.

Opisany powyżej mechanizm działania Market Makerów powoduje, że **w pewnych okolicznościach może powstać sytuacja, kiedy zysk klienta jest stratą brokera i vice versa: broker zarabia na stratach swojego klienta. Bez dwóch zdań może to powodować powstanie między nimi konfliktu interesów.** Aczkolwiek Market Makerzy zazwyczaj zapewniają, że starają się tego konfliktu unikać, to sporadycznie przedstawiają *precyzyjne informacje* na temat *konkretnych czynności*, jakie podejmują aby tego ryzyka unikać oraz dane na temat *dokładnych efektów* tych czynności. Gwoli ścisłości: *ryzyko* konfliktu interesów występuje wyłącznie po stronie klienta, albowiem to, co dla klienta jest ryzykiem, dla Market Makera jest dodatkową okazją zarabiania na swoim kliencie i nie należy sądzić, że Market Makerzy będą starali się tego "ryzyka" unikać, o ile okoliczności ich do tego nie zmuszą.

Warto zauważyć, że oprócz Market Makerów istnieje również grupa inaczej działających brokerów, tzw. **Electronic Communications Network Brokers ("ECN Brokers")**. Brokerzy tworzący sieci ECN zajmują się tylko dostarczaniem infrastruktury technicznej, na której uczestnicy swobodnie wymieniają się zleceniami, tworząc rynki zamknięte funkcjonujące podobnie do rynków regulowanych. Usługi brokerów ECN są niestety częściej adresowane do hurtowych uczestników rynku OTC.

Ryzyko związane z ustalaniem cen przez Market Makerów

Poszczególni brokerzy, którzy zajmują się dostarczaniem rozwiązań dla inwestorów detalicznych organizują więc pewnego rodzaju rynki zamknięte (takie swoiste, **OTC Lite**), które działają w sposób odmienny nie tylko od rynków regulowanych, ale także inaczej niż prawdziwy rynek OTC na którym poruszają się inwestorzy instytucjonalni. Kluczowa różnica polega na tym, że cena instrumentu finansowego, jaką widzimy na platformie elektronicznej nie jest prostym efektem gry sił popytu i podaży, ale de facto stanowi jednostronne oświadczenie brokera organizującego daną platformę.

Market Maker, będąc drugą stroną transakcji, wskazuje inwestorom, po jakiej cenie gotów jest zawierać z klientem transakcje (tzw. **kwotowanie**), a klient może się zgodzić albo nie, ale nie przysługuje mu roszczenie o otwarcie albo zamknięcie pozycji po cenie którą klient uważa za "właściwą". Broker może więc zarabiać na różnicy między ceną jaką wskazuje na swojej platformie a ceną, którą sam jest w stanie uzyskać na "prawdziwym" rynku OTC (to, na ile brokerzy potrafią efektywnie korzystać z tej możliwości, stanowi już odrębny temat). Teoretycznie występowanie tzw. **"off-market pricing"** (cen nierynkowych) na platformach elektronicznych daje pewne możliwości zarabiania na arbitrażu, ale w rzeczywistości brokerzy skrupulatnie wyłapują tzw. **"pickers"**, którzy usiłują zarabiać na tych różnicach i w miarę swoich możliwości utrudniają taką działalność.

Należy podkreślić, że cena po której Market Maker gotów jest zawierać transakcję z nami nie musi być identyczna z ceną podawaną w tej samej chwili przez innych Market Makerów, ani nawet identyczna z ceną którą ten sam Market Maker proponuje innym osobom. Co do zasady rozwiązanie to wydaje się rzetelne (trudno zmuszać brokera do zawierania transakcji), ale należy pamiętać, że przy kwotowaniu broker może brać pod uwagę nie tylko popyt i podaż, ale szereg innych czynników np. swoje zyski. Aby osłodzić klientowi związane z tym ryzyko, Market Makerzy często zobowiązują się, że ceny które będą proponować swoim klientom będą racjonalnie kalkulowane według formuły *mark-to-market*, czyli poprzez odniesienie do ceny rynkowej,

traktowanej w tym wypadku jako synonim wartości godziwej. Jednak takiemu zobowiązaniu trudno przypisać precyzyjną treść, albowiem - jak pisałem powyżej - rynek OTC składa się z dużej liczby indywidualnych transakcji w których ceny mogą się od siebie różnić. Zazwyczaj można z tych transakcji wyciągnąć pewną średnią cenę, w której podawaniu specjalizują się niektóre serwisy informacyjne, ale market makerzy nie zobowiązują się *stosować* dokładnie takich samych cen, a co najwyżej obligują się *dolożyć starań*, aby ich ceny nie odbiegały znacząco od cen podawanych przez uznane serwisy. Tymczasem w warunkach wysokiego lewarowania transakcji różnice w wycenie instrumentów o dziesiętne części procenta, mogą znacząco wpływać na stan rachunku klienta. W praktyce w rękach Market Makera zawsze pozostaje pewien zakres dyskrecjonalnej władzy do ustalania kwotowania.

Dalszą konsekwencją faktu, że brokerzy organizujący platformy elektroniczne są Market Makerami jest występowanie **spreadu transakcyjnego**, czyli różnicy pomiędzy ceną, po jakiej broker gotów jest nam odsprzedać instrument finansowy oraz go od nas kupić. W wersji bardziej korzystnej dla klienta kwotowanie następuje automatycznie, a spread ma charakter stały - jednak w praktyce market makerzy wolą operować pojęciem **docelowego spreadu transakcyjnego**, czyli spreadu, jaki będą *starali się* utrzymać, z zastrzeżeniem możliwości rozszerzenia go w pewnych okolicznościach.

Jakie są praktyczne skutki dla klientów w istnieniu spreadu transakcyjnego piszę w podrozdziale poświęconym lewarowaniu transakcji.

Ryzyko konfliktu interesów pomiędzy organizatorem Platformy a jego klientem

Jeśli Market Maker kontroluje system teleinformatyczny, w którym dokonywane są transakcje (a więc jest organizatorem platformy elektronicznej) powstaje ryzyko jeszcze innych nadużyć, związanych już nie tylko z manipulowaniem przy kwotowaniu, ale także z połączeniem manipulacji w kwotowaniu z odpowiednim wykorzystaniem funkcji administratora platformy. Do żelaznego kanonu "urban myths" inwestorów foreksowych wchodzi opowieść o tym, że systemy informatyczne, na których postawiono platformy dla "detalistów" są skonstruowane w taki sposób, aby uniemożliwiać bądź utrudnić klientowi zarabianie kosztem brokera, np. zawieszają się w podbramkowych sytuacjach.

Opowieści takie dalszych trudno zweryfikować, tym niemniej pozostaje faktem, że brokerzy zazwyczaj wyłączają w umowach odpowiedzialność za "*błędy w transmisji danych*", a z poziomu klienta praktycznie niemożliwa jest weryfikacja, czy nastąpił błąd czy też transmisja została intencjonalnie wstrzymana lub zmodyfikowana. Poniżej zamieszczam przegląd przykładów tego jak Market Makerzy mogą zarabiać kosztem swoich klientów, zastrzegając jednocześnie, że chodzi tutaj o *potencjalną możliwość nadużyć* i nie sądzę, aby uprawnione było dokonywanie topornych symplifikacji w stylu "*wszyscy Market Makerzy oszukują swoich klientów*":

- **Nadużycia oparte na *stop hunting***

Wielu inwestorów rynku OTC korzysta ze zleceń typu **Stop Loss**, które polegają na automatycznym zamykaniu pozycji w przypadku, jeśli strata jaką generuje dana pozycja przekroczy pewną wartość progową ("**Cena Stop**"). Celem takich zleceń jest zapobieganie spadkowi wartości portfela poniżej poziomu zdefiniowanego w parametrach zlecenia, w przypadku gwałtownych zmian sytuacji rynkowej, które nie będą dawać czasu wystarczającego na podjęcie decyzji przez człowieka. Teoretycznie więc zlecenie **Stop Loss** umożliwia racjonalne zarządzanie ryzykiem związanym ze zmianami sytuacji

rynkowej. Jednakże, automatyczny charakter tych zleceń - w połączeniu z wiedzą Market Makera na temat poziomu, gdzie ustawione są duże zlecenia Stop Loss - może stanowić źródło pewnych nadużyć. Wystarczy, że Market Maker wykorzysta swoją dyskrecjonalną władzę określania cen, aby wykonać krótkotrwałą zmianę ceny instrumentu do poziomu Stop Loss i automatycznie zamknąć pozycje klientów na poziomie Ceny Stop, która ze swojej definicji jest niekorzystna dla klientów.

- **Wyłączanie odpowiedzialności za *bad ticki***

Bad ticki to sytuacje, kiedy na skutek błędów w strumieniu danych transmitowanych przez platformę klient uzyskuje możliwość zawarcia transakcji po cenie sprzecznej z racjonalnym rachunkiem ekonomicznym brokera. Zazwyczaj brokerzy zastrzegają sobie prawo do zablokowania realizacji zleceń będących efektem wykorzystania przez klienta "bad ticków" oraz cofnięcia transakcji, które zostały zrealizowane w ten sposób. Problem polega na tym, że nie istnieje intersubiektywnie weryfikowalna definicja "bad ticku", co powoduje ryzyko, że broker będzie nadużywał tej procedury do odmowy realizacji niekorzystnych zleceń. Warto też zauważyć, że regulaminy platform nie przewidują klienckiego "bad ticku", czyli możliwości cofnięcia przez klienta transakcji sprzecznej z jego rachunkiem ekonomicznym, co jest kolejnym przykładem mało rzetelnego różnicowania sytuacji brokera i jego klienta. Abstrahuję tu już od skądinąd bardzo interesującego problemu prawnej skuteczności tego rodzaju "cofania" transakcji.

- **Utrudnianie klientom realizowania zleceń opartych na *skalpowaniu***

Niektóre platformy penalizują tzw. "**skalpowanie**" transakcji, czyli szybkie zamykanie zyskowych pozycji. Przy zastosowaniu dużego lewara nawet minimalny ruch instrumentu w korzystnym kierunku może przynosić duże zyski. Zamiast naiwnie czekać, aż zyski duże zamienią się w olbrzymie można więc zamknąć pozycję już po kilku minutach od jej otwarcia (to jedna z bardzo nielicznych korzyści ze stosowania wysokiego lewaru). Na taktyce takiej traci jednak broker, który nie jest w stanie zabezpieczyć na prawdziwym rynku OTC transakcji, jakie dokonuje z brokerem szybko skalpujący klient. Dlatego klienta czeka "kara" polegająca na spowolnieniu realizowania jego transakcji np. w wyniku ręcznego potwierdzania przez brokera każdej operacji (tzw. "**manual execution**"), co uniemożliwia błyskawiczne zamykanie pozycji. Tego rodzaju działania brokerów stanowią klasyczny przykład tego, w jaki sposób nadużywają oni kontroli nad platformami elektronicznymi.

- **Tworzenie fałszywego obrazu rynku OTC przez działanie kont *demo* w sposób odmienny od rachunków w *realu***

Większość platform oferuje swoim klientom także konta demo, na których nie gra się prawdziwymi pieniędzmi, ale wirtualnymi jednostkami rozliczeniowymi. Wielu traderów odnotowuje zdumiewające zjawisko, polegające na tym, że na kontach demo dużo łatwiej wypracować zyski niż na kontach prawdziwych. Aczkolwiek powyższą prawidłowość próbuje się tłumaczyć odmienną sytuacją psychologiczną inwestora w realu i na demo, tym niemniej prawdopodobne wydaje się także i to, że dema są tak skonstruowane, aby ułatwiać zarabianie. Kiedy liczymy wirtualne pieniądze, nie występuje rzeczywisty konflikt interesów Market Makera i jego klienta, a inwestor który zarobił na demo miliony, łatwiej zainwestuje tysiące w realu. Dlatego też na różnych "konkursach Forex", które są rozgrywane na kontach demo, spotyka się zyski sięgające tysięcy procent, podczas gdy w rzeczywistości najlepsi traderzy zarabiają kilkadziesiąt procent rocznie, a 85 - 95 proc. klientów detalicznych traci na platformach pieniądze.

Ryzyka wynikające z trudności w potwierdzeniu wyników transakcji

W sytuacji, kiedy dokonujemy naszych inwestycji w ramach środowiska teleinformatycznego, którego dostawcą jest podmiot mogący posiadać z nami konflikt interesów, pojawia się bardzo istotne pytanie o sposób wiążącego ustalania historii naszych operacji oraz ich efektów.

Wiele platform ogranicza się do wysłania swoim klientom elektronicznych wyciągów ze stanem rachunku. Jednakże, aby wyciąg ze stanu rachunku został uznany przez sąd za dokument niezbędne jest podpisanie go przez brokera, albowiem dokument prywatny stanowi dowód tego, że osoba, która go podpisała, złożyła oświadczenie zawarte w dokumencie (art. 245 kodeksu postępowania cywilnego). Podpis ten nie może pochodzić od kogokolwiek ze strony brokera (np. pracownika działu obsługi klienta), ale osoby, która zgodnie z rejestrem handlowym jest upoważniona do składania oświadczeń w zakresie praw i obowiązków majątkowych brokera (np. członek zarządu, dyrektor generalny). Jeśli chce on cedować ten obowiązek na pracowników niższego szczebla, to pracownicy ci muszą się legitymować odpowiednim pełnomocnictwem (albo całym ciągiem pełnomocnictw).

Praktyczna różnica między saldem nie będącym dokumentem (niepodpisanym) a saldem mającym status dokumentu (podpisanym) jest zasadnicza: w sytuacji, gdy podpis na dokumencie pochodzi od brokera, a zaprzecza on prawdziwości złożonego na tym dokumencie oświadczenia, ciężar dowodu nieprawdziwości obciąża - stosownie do art. 253 k.p.c. - brokera. Jeśli natomiast nie dysponujemy dokumentem określającym stan naszego salda, to ciężar dowodu odnośnie stanu naszego rachunku ciążyć będzie na nas. Ponieważ wszystkie operacje na platformie dokonywane są w pamięci komputerów, to w razie sporu z brokerem i braku prawidłowo podpisanych sald będziemy mieli bardzo duże trudności z udowodnieniem czegokolwiek, może poza samym faktem wpłaty środków na rachunek brokera.

Jedyny wyjątek stanowią brokerzy będący bankami, którzy sald nie muszą podpisywać, albowiem oświadczenia woli związane z dokonywaniem czynności bankowych mogą być składane w postaci elektronicznej.

Powyższe uwagi dotyczą sytuacji, w której umowa z brokerem podlega weryfikacji na gruncie prawa polskiego, co - jak wyjaśniam poniżej - nie jest jednak pewne i oczywiste.

Ryzyka związane z wyborem prawa i jurysdykcji w umowach z brokerami

Wielu inwestorów nie zdaje sobie sprawy z tego, jak duże ograniczenie praktyczne w dochodzeniu ich praw może stanowić wybór sądów albo prawa, który broker narzuca swoim klientom. W umowach z brokerami zagranicznymi standardem będzie wybór prawa amerykańskiego albo angielskiego, ale np. dwóch znanych brokerów narzuca swoim klientom prawo Belize (dawny Honduras Brytyjski). Belize to oczywiście wyjątkowo atrakcyjne miejsce, jeśli interesuje nas np. scuba diving albo zwiedzanie ruin piramid Majów. Gorzej, jeśli zamierzamy tam ulokować duże pieniądze - Belize należy do najsłabiej zaludnionych państw na świecie, jedna trzecia ludności żyje w ubóstwie, a kraj słynie z możliwości dyskretnego zakładania spółek, których stan majątkowy (jak i struktura właścicielska) nie muszą być precyzyjnie ujawniane w publicznych rejestrach.

Inny, podobny problem dotyczy wyboru sądów. Większość kontraktów zawiera nieodwołalne klauzule poddające spory jurysdykcji zagranicznego arbitrażu albo sądów obcych. Zazwyczaj są to sądy Stanów Zjednoczonych albo Anglii i Walii, ale zdarzają się wyjątki (Belize po raz wtóry!). Dla polskiego konsumenta koszty sporów przed takimi sądami mogą być bardzo wysokie i może się okazać, że nie warto dochodzić nawet słusznym roszczeń.

Ryzyka związane z wysokim lewarowaniem transakcji

Ponieważ rynek OTC powstał wokół bardzo dużych transakcji, to najmniejsze jednostki transakcyjne, z jakimi można wejść na ten rynek (zwane **lotami**) wynoszą zazwyczaj sto tysięcy jednostek danego instrumentu (np. sto tysięcy jednostek waluty). Aby umożliwić inwestorom detalicznym wejście na rynek o tak wysokich progach transakcyjnych brokerzy kredytują ich transakcje. Różnica między kwotą depozytu zabezpieczającego użytego do transakcji, a wartością dokonanej transakcji to właśnie ów "lewar". Jeśli więc minimalny depozyt zabezpieczający stosowany przez danego brokera wynosi 0,05 lota, a minimalna jednostka transakcji wynosi jeden lot, to znaczy, że broker pożycza nam równowartość 0,95 lota, abyśmy mogli zająć pozycję (czyli wartość naszego depozytu stanowi 5 proc. wartości dokonanej przez nas transakcji).

Dlaczego brokerzy są skłonni pożyczać pieniądze ludziom, których wiarygodności kredytowej nawet nie badają? Hipoteza pierwsza mówi, że wszyscy brokerzy na świecie są po cichu kontrolowani przez Zgromadzenie Misjonarek Miłości, które za pomocą lewarowania transakcji swoich klientów prowadzi do dzieła miłosierdzia wśród inwestorów całego świata. Natomiast zgodnie z drugą hipotezą brokerzy tak chętnie pożyczają swoim klientom pieniądze, ponieważ umieją liczyć lepiej niż oni.

Skupmy na hipotezie drugiej, rozważając bardzo prosty przykład:

- założmy, że dla pary PLN/EUR cena bid wynosi 3.6779, a cena ask 3.6839. Przyjmujemy, że nasz kapitał wynosi cztery złote i wykonamy na nim prostą transakcję zakupu jednego euro i jego natychmiastowej sprzedaży (w praktyce na platformie nie wykonalibyśmy transakcji na tak małą skalę). Jedno euro kupimy za 3,6839, a sprzedamy za 3,6779, co oznacza, że na takiej transakcji "zniknie" nam około jeden grosz (nawet mniej, bo 0,6 grosza, ale z braku odpowiednio małej jednostki rozliczeniowej zaokrąglimy to rozliczenie do jednego grosza);

- a teraz zastosujemy do tej transakcji stukrotny lewar. Zakupimy więc sto euro za łączną kwotę 368,39 złotych (z tego 4 zł to nasze pieniądze, a 364,39 to lewar), a sprzedamy je za 367,79. W tym wypadku koszt naszej transakcji wynosi 0,60 zł (z łącznej kwoty depozytu wynoszącej 4 zł).

Przy stukrotnym lewarze jesteśmy więc w stanie "wykrwawić na śmierć" nasz rachunek w kilku transakcjach i to przy założeniu, że wszystkie te transakcje będą - teoretycznie - neutralne finansowo. Zjawisko to nie wystąpi tylko wtedy, gdy rynek wykona ruch zgodny z zajętej przez nas pozycją.

Oczywiście, z drugiej strony lewar umożliwia nam osiągnięcie wysokiej stopy zwrotu nawet przy minimalnych zmianach kursu. O ile jednak nie jesteśmy twórcami genialnego systemu transakcyjnego, na stosowaniu przez nas lewaru zarabia głównie broker. Jednocześnie, jego ryzyko jest stosunkowo niewielkie, albowiem, gdy wartość naszego depozytu zejdzie poniżej pewnej wartości progowej (**Stop-Out Level**), to broker zażąda od nas dopłaty do rachunku (**Margin Call**), a w razie jej braku - zamknie wszystkie albo niektóre pozycje na naszym rachunku. Dlatego - pomimo faktu, że pożyczka, jaką stanowi lewar może pozostawać z wartością naszych środków nawet w stosunku 1:100, 1:200 albo 1:400 - przy sprawnym egzekwowaniu Stop-Out Level,

ryzyko brokera nie powinno przekraczać wartości środków, jakie może pobrać z naszego rachunku.

Warto także zwrócić uwagę na jeszcze jedno niebezpieczeństwo, jakie wiąże się z lewarem. Otóż może się zdarzyć tak, że na skutek lewarowania transakcji wartość naszego depozytu nie ulegnie wyzerowaniu, ale stanie się ujemna. W takiej sytuacji broker zażąda od nas dopłaty różnicy, co oznacza, że w przypadku zastosowania lewaru ryzyko inwestora przekracza wartość środków złożonych na depozycie. Stanie się tak, kiedy praktyczne wyegzekwowanie Stop-Out Level nie będzie możliwe np. nastąpi gwałtowna zmiana wartości instrumentu bazowego pomiędzy zamknięciem handlu w piątek, a jego otwarciem w poniedziałek albo chwilowa utrata płynności instrumentu, w wyniku czego zamknięcie pozycji na poziomie Stop-Out Level nie będzie możliwe. Wtedy broker zamknie pozycje nie na poziomie minimalnego depozytu, ale po późniejszej, "ujemnej" wycenie i zażąda od nas wyrównania różnicy.

Istnieją jednak też platformy gwarantujące, że klient nie będzie zobowiązany do dopłat. Ostatnimi czasy, w ramach "OTC Lite" pojawiły się również mniejsze od lotów jednostki transakcyjne: **mini-loty** (0,1 lota, czyli 10.000 jednostek danego instrumentu), a nawet **mikro-loty** (0,01 lota, czyli 1.000 jednostek danego instrumentu), dzięki którym można wejść na rynek przy zastosowaniu mniejszego lewara.

Ryzyko niewypłacalności brokera i status prawny wpłaconych środków

Obok takich gigantów jak **UBS Securities LLC** (aktywa netto w sierpniu 2007 r. na poziomie 11,5 mld dolarów) czy **Credit Suisse Securities (USA) LLC** (6,5 mld) na rynku OTC funkcjonują także firmy które nie mają aktywów netto na poziomie jednego miliona dolarów albo wręcz powinny ogłosić upadłość z uwagi na brak środków na pokrycie zobowiązań (w sierpniu pod kreską znajdowała się American National Trading Corp.). Efektem niedokapitalizowania wielu brokerów jest to, że organizowane przez nich rynki zamknięte są "płytkie" i ich płynność jest ograniczona.

W przypadku płytkiego rynku zamkniętego, na którym klienci grają przeciw brokerowi istnieje ryzyko, że zyski klientów, których broker nie jest w stanie sparować ze stratami innych klientów, ani nie zdoła zabezpieczyć na prawdziwym rynku OTC, mogą doprowadzić do niewypłacalności brokera. Warto więc pamiętać, że szanse wyegzekwowania zwrotu naszego depozytu są w takich okolicznościach bardzo ograniczone. Zazwyczaj pochodzące z depozytów środki klientów przechodzą na własność brokera i pomimo obowiązku ich zwrotu, mają jednolity status prawny z resztą mienia brokera: wielu brokerów wprost zastrzega w swoich umowach, że mogą dowolnie używać środków z depozytu zabezpieczającego na swoje potrzeby, w tym także ustanawiać na nich zabezpieczenia, inwestować je albo pożyczać. Co do zasady inwestorzy detaliczni nie są szczególnie chronieni w toku procedur upadłościowych, ani nie obejmują ich systemy rekompensat - chyba, że konkretny broker jest domem maklerskim albo bankiem (wiele zależy tu od prawa krajowego).

Podsumowanie Rozdziału I

W wielu wypadkach reguły gry pomiędzy podmiotami zarządzającymi elektronicznymi platformami do detalicznej wymiany na rynku OTC, a ich klientami są ułożone w sposób nieekwiwalentny, faworyzując brokerów kosztem inwestorów. Co prawda ryzyk z tym związanych nie sposób całkowicie wyeliminować, ale istnieje kilka metod, aby je ograniczyć:

1. Warto zweryfikować, czy broker z którego usług zamierzamy skorzystać jest Market Makerem, czy też działa jako ECN Broker. Platformy Market Makerów są zazwyczaj bardziej przyjazne dla użytkowników detalicznych (koniec końców z myślą o nich są rozwijane), ale w przypadku relacji klient-Market Maker łatwiej o konflikt interesów niż w relacji klient - broker ECN.
2. Jeśli wybieramy Market Makera, to warto korzystać z usług podmiotów o największych obrotach, dlatego, że są one w stanie efektywnie "parować" zlecenia swoich klientów i zabezpieczać pozostałe zlecenia na interbanku, co pozwala zminimalizować ryzyko wystąpienia konfliktu interesów.
3. W typowych sytuacjach należy wybierać brokerów działających w stabilnych systemach prawnych, takich jak państwa członkowskie Unii Europejskiej albo Stany Zjednoczone i unikać brokerów "off-shorowych", mających siedziby w państwach uchodzących za raje podatkowe, w szczególności położonych w basenie Morza Karaibskiego (m.in. Anguilla, Belize, Bermudy, Panama), na Pacyfiku (m.in. Brytyjskie Wyspy Dziewicze, Kajmany, Wyspy Cooka, Wyspy Marshalla) albo na Oceanie Indyjskim (m.in. Mauritius, Seszele). Wyjątkiem jest sytuacja, kiedy chcemy dokonać optymalizacji podatkowej inwestycji - ale to już jest wyższa szkoła jazdy, którą warto odbywać wyłącznie pod okiem doświadczonego instruktora.
4. Pod względem bezpieczeństwa środków brokerzy będący bankami i domami maklerskimi mają zdecydowaną przewagę nad swoimi nielicencjonowanymi odpowiednikami.
5. Należy konsekwentnie żądać od brokerów **ujawniania konfliktów interesów** pomiędzy nimi, a ich klientami oraz weryfikować, czy "nasi" brokerzy posiadają spisana i przestrzegana **politykę zarządzania konfliktami interesów** w taki sposób, aby ich klienci na tym nie tracili.

ROZDZIAŁ II

RYZYKA ZWIĄZANE Z DZIAŁALNOŚCIĄ INSTYTUCJI ZARZĄDZAJĄCYCH AKTYWAMI NA RYNKU OTC

W tym biznesie najlepsi podejmują trafne decyzje w pięćdziesięciu pięciu przypadkach na sto. Jeśli ktoś mówi, że ma rację w dziewięciu przypadkach na dziesięć - jest oszustem.
Trader na temat rynku OTC

Wstęp

Zagadnienia związane z pozycją Market Makerów stanowią tylko jedną grupę ryzyk, z jakimi muszą się borykać klienci detaliczni, którzy dokonują inwestycji na rynku OTC. Druga grupa ryzyk dotyczy sytuacji, kiedy nie inwestują oni środków osobiście, ale powierzają je wyspecjalizowanej instytucji.

Globalny charakter rynku OTC oraz względna łatwość podejmowania handlu na elektronicznych platformach transakcyjnych spowodowały, że OTC stał się wyjątkowo wdzięcznym obiektem zainteresowania dla różnego autoramentu oszustów i nieprofesjonalnych doradców w dziedzinie decyzji inwestycyjnych. Każdy tutaj może prezentować się jako "makler" i "doświadczony trader", szczególnie jeśli ukrywa się za anonimową stroną WWW bądź zarejestrował działalność w jednej z off-shorowych jurysdykcji. Wystarczy, aby do tego nasz "makler" i "doświadczony trader" założył sobie rachunek na byle jakiej platformie elektronicznej i już jest w stanie oferować nam usługi zarządzania aktywami, obiecując przy tym krociowe zyski. W praktyce zdarza się tak, że makler oszukuje klienta, a Market Maker oszukuje maklera, który korzysta z jego platformy. W ten sposób z pieniędzy klienta karmiony jest cały łańcuch pokarmowy "fachowców".

Choć oszustwa istnieją, to moim celem nie jest wywoływanie atmosfery nieufności wokół wszystkich forexowych inwestycji, ale wskazanie kilku prostych metod, których można użyć do odróżnienia rzetelnych ofert zarządzania aktywami od biznesowych nadużyć. W tym celu poniżej zamieszczam prostą klasyfikację najbardziej typowych form oszustw, na które składają się HYIP-y, churning na rachunku inwestycyjnym, Boiler Rooms oraz Bucket Shops.

HYIP, czyli High-Yield Investment Programs

Pojęcie "High-Yield Investment Program" i skrót "HYIP" stały się synonimem podejrzanych programów inwestycyjnych na długo zanim nierzetelni doradcy inwestycyjni uzyskali dostęp do OTC i Internetu. W klasycznej postaci był to rodzaj przestępstwa gospodarczego szczególnie często spotykanego w Stanach Zjednoczonych, polegającego na oferowaniu uczestnikom programu HYIP rzekomego dostępu do wyjątkowo korzystnych transakcji, jakie mają odbywać się na elitarnym rynku międzybankowym. Programy tego rodzaju były zazwyczaj prezentowane jako cykle operacji finansowych oparte na całkowicie bezpiecznych papierach wartościowych, gwarantowanych przez wiodące instytucje bankowe ma świecie, stąd też oszustwa tego rodzaju znane są również pod nazwą "**prime bank fraud**". Często organizatorzy tych "prime bank frauds" sugerują, że dzięki dostępowi do rynku międzybankowego kupują wybrane instrumenty finansowe

z ogromnym upustem, a następnie sprzedają je w obrocie wtórnym po znacznie wyższych stawkach.

W ostatnich latach rynek HYIP został zdominowany przez nowy typ oszustwa, polegającego na zakładaniu anonimowych stron internetowych, których twórcy przedstawiają się jako utalentowani specjaliści z zakresu nieszablonowych technik inwestycyjnych na rynku Forex albo akcji, proponujący niezwykle korzystne warunki zarządzania kapitałem. Ponieważ twórcy programów HYIP nie oczekują od swoich klientów zbyt wiele, a obiecują im w zamian bardzo dużo, programy tego rodzaju biją wszelkie rekordy popularności. Trudno dokładnie określić globalną skalę tego zjawiska, ale warto zauważyć, że wyszukiwarka Google deklaruje dla słowa "HYIP" ok. 2.820.000 rezultatów wyszukiwania, MSN - ok. 852.000, a Yahoo! - ok. 3.940.000.

Co prawda żaden rasowy inwestor forexowy nie pozwoli naciągnąć się na sztytą grubymi niemi ofertę programów HYIP, tym niemniej mają one całkiem liczną klientelę wśród śniących o finansowym sukcesie żółtodziobów. Częstokroć przedsięwzięciu typu HYIP powagi dodaje bardzo profesjonalnie wykonana oprawa graficzna strony WWW, która przedstawia fotografie znanych centrów finansowych albo zdjęcia osób, które odbywają biznesową naradę w luksusowej sali konferencyjnej. Niestety, rzadko kiedy odbiorca zdaje sobie sprawę z faktu, że fotografowane gmachy nie mają nic wspólnego z siedzibą HYIP, a zdjęcia z biznesowych konferencji to zazwyczaj darmowe kreacje reklamowe z udziałem profesjonalnych modeli. W budowaniu wizerunku wiarygodnych programów inwestycyjnych HYIP pomaga zazwyczaj również odpowiednio sformułowana oferta, która z pietyzmem wylicza wysokość opłat w przypadku wpłat od "inwestorów instytucjonalnych" albo "powyżej pół miliona". Choć w rzeczywistości programy HYIP nie mogą liczyć ani na "inwestorów instytucjonalnych", ani na wpłaty "powyżej pół miliona", to sposób opisania ich w cenniku sugeruje, że jedno i drugie jest dla osób zarządzających programem HYIP chlebem powszednim.

Najważniejszą bronią w arsenale twórców programów HYIP są szerokie, międzynarodowe sieci osób rekomendujących ich usługi (tzw. referale), przy czym twórcy programów HYIP dzielą się zyskami z administratorami, którzy rekomendują ich usługi na swoich stronach WWW. Często uczestnicy takich sieci referencyjnych nie zdają sobie sprawy z faktu, że biorą udział w oszustwie, więc wkładają wiele wysiłku w reklamowanie udziału w programach HYIP swoim znajomym. W ustach ludzi, którym na co dzień ufamy, opowieści o możliwych do osiągnięcia zyskach zaczynają nagle brzmieć całkiem wiarygodnie. Ponieważ w systemy płatnych referencji angażują się osoby z całego świata, stwarza to również pozór dużej liczby niezależnych od siebie źródeł informacji na temat wiarygodności programu inwestycyjnego.

A jaka jest rzeczywistość działania programów HYIP? Najczęściej ich twórcy ograniczają się do zebrania niewielkiej sumy pieniędzy, a następnie likwidują dotychczasową stronę internetową, by założyć kolejną, pod nową nazwą. Inni starają się działać bardziej długofalowo, przyjmując model piramidy finansowej, która finansuje pierwsze wypłaty z wpłat kolejnych członków. Gwarantuje to powstanie grona usatysfakcjonowanych klientów, wspomagających dalszy rozwój biznesu. W zasadzie natomiast nie obserwuje się programów HYIP, które prowadziłyby realną działalność inwestycyjną na rynku wymiany walutowej albo gdziekolwiek indziej.

Przeciętny HYIP zarabia nie więcej niż kilka tysięcy dolarów zanim gwałtownie kończy swój żywot, by ponownie pojawić się pod inną nazwą - tym niemniej zdarzają się też oszustwa na dużo większą skalę. Przykładowo, według amerykańskiej Securities and Exchange Commission, która wszczęła postępowanie przeciw jednemu z programów HYIP o nazwie Capital Enhancement Club,

podejrzani David Tanner, Rocky D. Spencer oraz Richard P. Kringen w ciągu sześciu miesięcy zdołali zebrać od inwestorów piętnaście milionów dolarów w celu prowadzenia "transakcji na rynkach międzynarodowych", za które obiecywali stopę zwrotu rzędu 7-11 proc. miesięcznie.

Prawdziwą legendą rynku HYIP był serwis www.12dailypro.com. Stosownie do pochodzących z lutego 2006 r. ustaleń Securities and Exchange Commission, dzięki bardzo prostemu, a jednocześnie pomysłowemu patentowi,⁵ serwis ten zebrał około 50 mln dolarów od - uwaga, uwaga - trzystu tysięcy inwestorów z całego świata, oferując im stopę zwrotu na poziomie 44 proc. w dwanaście dni. Niestety, klienci www.12dailypro.com prędzej zobaczą Wielką Stopę, zwaną również Sasquatchem, niż obiecaną stopę zwrotu ze swojej inwestycji, albowiem spółki kontrolujące serwis, 12daily Pro oraz LifeClicks LLC, trafiły w ręce syndyka masy upadłości.

Jak rozpoznać oszustwa typu HYIP?

1. Pierwsza porada jest co prawda banalna, ale za to skuteczna: programy HYIP najłatwiej rozpoznać po nazwie. Na skutek pewnej opieszałości organów nadzoru w ostrzeganiu przed programami HYIP, termin ten wciąż nie budzi u internautów negatywnych odczuć, a dzięki systemom referali jest doskonale wypromowanym brandem handlowym. Dlatego przecięty HYIP otwarcie prezentuje się jako High-Yield Investment Program. Tymczasem od wielu lat nazwy tej unikają renomowane instytucje finansowe ze względu na skojarzenia, jakie budzi ona z dobrze znanymi "prime bank frauds" z końca ubiegłego wieku. Oczywiście nie można całkowicie wykluczyć istnienia wyjątków, tym niemniej nasza robocza hipoteza brzmi: *"program inwestycyjny z HYIP w nazwie = oszustwo"*.

2. Zazwyczaj program HYIP nie podaje swojej siedziby, formy prawnej, ani nazwisk osób zarządzających. Jeśli ktoś proponuje nam zarządzanie środkami, ale nie oferuje wiarygodnych danych teleadresowych, nie zasługuje na najmniejsze zaufanie. W podobny sposób można traktować dużą część ofert pochodzących z podmiotów zarejestrowanych w jurysdykcjach off-shorowych, chyba że należą do renomowanych grup kapitałowych. Podkreślić należy, że wiodące znaczenie ma miejsce inkorporacji podmiotu, a nie jego adres do korespondencji. Wiele spółek zarejestrowanych w "podejrzanych" jurysdykcjach podaje adresy korespondencyjne w Stanach Zjednoczonych albo Szwajcarii.

3. Programy HYIP składają obietnice całkowicie nierealnych stóp zwrotu i nie żądają opłat za zarządzanie. Standard stanowią zyski przekraczające sto procent rocznie, przy czym rekordziści obiecują schematy wypłat w stylu "5.500 proc. za trzy dni" albo "57.000 proc. za tysiąc dni roboczych". Jeśli ktoś obiecuje Ci znacznie więcej niż wynosi rynkowy standard i nie żąda w zamian nic szczególnego, traktuj jego ofertę z dystansem.

Churning na rachunku inwestycyjnym

HYIP jest oszustwem bardzo prostym, utrzymanym w konwencji "zebrać kasę i uciec". Istnieją jednak również bardziej wysublimowane rodzaje nadużyć, które są domeną instytucji planujących swoje operacje na długie lata, częstokroć prowadzących legalną działalność maklerską.

⁵ W tym wypadku HYIP oparty był jednak o *autosurf*, a nie rynek OTC.

Przykładem takiego nadużycia może być tzw. **churning** polegający na generowaniu przez zarządzającego rachunkiem nadmiernej liczby transakcji kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w celu pobierania prowizji od każdej z nich.

W prostej postaci churning może wystąpić wtedy, gdy makler będzie otrzymywał wynagrodzenie od każdej wykonanej operacji na rachunku. W bardziej wysublimowanej postaci churning wystąpi, kiedy makler dojdzie do porozumienia z Market Makerem platformy na której prowadzi rachunek i np. będzie dokonywał rozszerzenia spread transakcyjnego, albo otrzyma od Market Makera udział w zysku wynikającego z rozliczania spreadu. Jak może dojść do takiego porozumienia? Często zdarza się, że podmiot oferujący nam zarządzanie środkami na rynku OTC jest jednocześnie **brokerem wprowadzającym** dla Market Makera, który zarządza platformą elektroniczną. Broker wprowadzający to mówiąc wprost "naganiacz" - osoba, która otrzymuje od organizatora platformy pewien udział od obrotów generowanych przez klientów, których pozyskał. Dzięki statusowi brokera wprowadzającego makler może więc zarabiać na zarządzaniu naszym rachunkiem bez względu na to, czy klient zyskuje czy traci. Często klienci nie są nawet świadomi faktu, że podmiot zobowiązujący się zarządzać ich środkami jest jednocześnie brokerem wprowadzającym i pobiera z tego tytułu prowizję od Market Makera. Ogromna większość oszustw na foreksie polega na tym, że makler generuje dużą liczbą transakcji na rachunku klienta i uzyskuje pieniądze dzięki udziałowi w zyskach Market Makera ze spreadu, jednocześnie trwoniąc pieniądze swoich klientów.

Ryzyko wystąpienia churningu istnieje w sytuacji, kiedy spełnione są łącznie dwa warunki: po pierwsze, makler uzyskuje pełnomocnictwo do wykonywania operacji w imieniu i na rachunek klienta, a po drugie, jego wynagrodzenie choćby w części jest uzależnione od liczby wykonanych operacji. W praktyce, churning na rachunku instrumentów finansowych trudno inwestorowi wykryć i udowodnić. Wystąpienie strat na rachunku nie jest jeszcze wystarczającym dowodem na jego stosowanie, albowiem mogą one pojawić się także wtedy, gdy makler zachowuje należyłą staranność w sprawowaniu pieczy nad środkami inwestorów, np. z uwagi na gwałtowne, nieprzewidziane zmiany czynników makroekonomicznych. Z drugiej strony churning może występować także wtedy, gdy wzrasta wycena rachunku inwestora i polega wówczas na uszczupleniu rozmiarów tego dodatniego salda. Wystarczającym dowodem na churning nie jest także wykonywanie przez maklera licznych operacji zbycia i odkupienia takich samych instrumentów finansowych - tego rodzaju działanie stanowić może element strategii inwestycyjnej opartej na analizie technicznej, w tym w szczególności może być efektem zastosowania automatycznego systemu transakcyjnego.

Jak więc skutecznie walczyć z churningiem? Najlepiej przez profilaktykę - unikając okoliczności w których makler mógłby zarabiać dzięki churningowi. Jeśli więc makler uzyskuje od nas pełnomocnictwo (co jest naturalne w sytuacji jeśli np. zawieramy umowę o zarządzanie portfelem, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba maklerskich instrumentów finansowych), to jego wynagrodzenie nie może być skonstruowane w taki sposób, aby premiować samą liczbę wykonanych operacji, albowiem - wbrew tezie Fryderyka Engelsa - ilość nie przechodzi w jakość. Jeśli natomiast wynagrodzenie domu maklerskiego zależne jest od ilości operacji (co jest standardem przy umowie o prowadzenie rachunku instrumentów finansowych), to sami powinniśmy czuwać nad jakością tych operacji.

Najtrudniejszym zadaniem jest ustalenie, czy nasz makler jest brokerem wprowadzającym dla Market Makera. Jeśli jest, nie świadczy to *automatycznie* o tym, że jest także oszustem - jednak niewątpliwie status brokera wprowadzającego może powodować konflikt interesów, albowiem

pewna część wynagrodzenia maklera za zarządzanie naszym rachunkiem pochodzi od podmiotu trzeciego (Market Makera), który płaci maklerowi z pieniędzy, które my tracimy.

Churning - przykład z praktyki

13 lat więzienia dla maklera z Manhattanu

Czterdziestoletni był makler giełdowy oraz komentator finansowych programów telewizyjnych, Todd Eberhard, został skazany na 13 lat więzienia za zdefraudowanie milionów dolarów swoich klientów - informuje "Parkiet". Skazany według prokuratury wyłudził w latach 1993-2003 co najmniej 20 mln dolarów od swoich klientów.

Eberhard uprawiał m.in. "churning", czyli obracał szybko pieniędzmi co najmniej 50 swoich klientów tak, aby otrzymać jak najwięcej pieniędzy z prowizji. Do kontrahentów wysyłał fałszywe wyciągi z ich kont inwestycyjnych z o wiele wyższym bilansem i dokonywał przelewów bez upoważnienia. Próbował również ukryć przestępstwa i przekazać co najmniej 1,5 mln USD łapówki.

Źródło: Bankier.pl, 2005-06-09

"Boiler Rooms", czyli "kotłownie"

Na pierwszy rzut oka "**Boiler Room**" może sprawiać wrażenie renomowanej firmy maklerskiej. Na profesjonalne wrażenie składa się zarówno rozległa wiedza sprzedawcy na temat rynku finansowego, jak również fachowo brzmiąca nazwa firmy (najlepiej coś w stylu "financial corporation" - klient nie musi wiedzieć, że w niektórych państwach tego rodzaju "financial corporation" można założyć łatwiej niż kupić świeżego hot doga).

Dla Boiler Room nie pracują jednak maklerzy, ale profesjonalni sprzedawcy, którzy dzwonią do upatrzonych osób i kreując atmosferę sensacyjnej okazji zachęcają do zakupu instrumentów finansowych znajdujących się w ich ofercie. Od tego podgrzewania atmosfery w czasie rozmów z klientami pochodzi właśnie nazwa Boiler Room, czyli "kotłownia". Kilka lat temu spopularyzował ją film "Boiler Room" (2000) w reżyserii Bena Youngera (w Polsce dystrybuowany pod tytułem "Rzyzko"), który celnie oddawał atmosferę fikcyjnej firmy tego rodzaju o nazwie JT Marlin.

Zazwyczaj po nabyciu wybranego instrumentu, kontakt z Boiler Room staje się niemożliwy albo co najmniej bardzo utrudniony. W innych wypadkach Boiler Room wysysa gotówkę z rachunku klienta długofalowo, umiejętnie naciągając go na kolejne, niezwykle korzystne oferty inwestycyjne.

Na czym polega przekręt? Najczęściej "kotłownia" stosuje irracjonalnie wysokie prowizje od transakcji - stanowi więc zinstytucjonalizowaną formę churningu.

Boiler room - przykład z praktyki

[...] Oto jak wygląda jej codzienna działalność [CP]⁶. Z warszawskiego biura kilkadziesiąt osób dzwoni, oferując przesłanie analizy rynkowej do osób z bazy numerów (najczęściej prezesa lub właściciela firm). Po tygodniu wykonują ponowny telefon, zapewniając, że sytuacja na rynku jest zła, i odradzając kupno akcji.

- Szefowie określają to jako "antyselling". Chodzi o zbudowanie zaufania - mówi były pracownik CP.

Kluczowe jest pytanie na koniec: "Czy gdyby pojawiła się jakaś okazja inwestycyjna, możemy do pana/pani zadzwonić?". Większość osób się godzi. Po kilku tygodniach ponowny telefon - tym razem z zachętą do kupna konkretnej spółki.

- Gdy dzwoniemy, mamy pogłośnić telewizor i radio, a kilkanaście dzwoniących osób siedzi przy jednym stole. To ma dać klientowi poczucie, że rozmawia z maklerem, który jest na giełdzie, a nie w zwykłym biurze - dodaje nasz rozmówca.

Jeśli klient da się przekonać, do transakcji dostaje umowę [...]

Źródło: Czeski film w niby domu maklerskim, Puls Biznesu, 26.10.2007

[...] CP mają wysokie prowizje = 1,38 proc. od zlecenia + koszty przewalutowania na korony czeskie, czyli za jeden zakup-sprzedaż akcji klient dostaje po kieszeni samych opłat manipulacyjnych ponad 3%. Proszę posłuchać uważnie dalej, broker - o czym klient nie wie - musi dokonać w ciągu miesiąca minimum 4 obrotów na portfolio klienta, by otrzymać wynagrodzenie - taki jest tam system, czyli niezależnie od koniunktury czy dekonunktury - CP już na samych prowizjach łupią ok. minimalnie 16 proc. miesięcznie klienta, doliczmy do tego dekonunkturę, to po miesiącu, maksymalnie dwóch, trzech może 6 klient ma wyzerowany licznik a CP pełne kieszenie.

Źródło: Komentarz jednego z czytelników pod w/w artykułem

Klasyczny przykład oszustwa typu "boiler room" stanowi np. sprawa spółki First Access Financial LLC ze Stanów Zjednoczonych, która przy użyciu marketingu telefonicznego, strony internetowej oraz spotów reklamowych w lokalnym radiu i telewizji promowała swoje usługi inwestycyjne na rynku Forex. Według szacunków Securities and Exchange Commission, zanim aktywa spółki oraz jej twórców zostały zamrożone, zebrali oni 243 tys. dolarów od piętnastu inwestorów z siedmiu różnych stanów oraz dwóch innych państw. Działania twórców First Access Financial, Thomasa H. Keesea oraz Eduardo Lautieri, były symptomatyczne dla wszystkich nadużyć tego rodzaju: nie dysponując żadną infrastrukturą do prawidłowego inwestowania środków na rynku Forex, zapewniali o tym, że posiadają własną "Currency Management Team", która od pięciu lat przynosi zyski rzędu sto procent i na czele której stoi "a world-renowned institutional money manager", który w dodatku jest uważany za "Top 10 certified and rated trader" (niestety nie precyzowali, kto nadał mu ten tytuł). W tym wypadku reakcja organów nadzoru była bardzo sprawna, ale szybkość ta wynikała głównie z faktu, że oszuści podjęli działalność tuż pod bokiem Securities and Exchange Commission, w Fort Lauderdale na Florydzie. Tymczasem większość podobnych "brokerów" oferuje swoje usługi w innych jurysdykcjach niż ich siedziba, szczególnie często posługując się adresami w centrach finansowych Dalekiego Wschodu.

⁶ Podaję inicjały CP zamiast pełnej nazwy ponieważ kwestia zgodności sytuacji w firmie CP z treścią artykułu i komentarzy czytelników jest przedmiotem dalszych czynności wyjaśniających.

Bucket Shops

W innej postaci, lepiej znanej pod nazwą **Bucket Shop**, działalność Boiler Room polega na tym, że drugą stroną transakcji jest sam makler albo osoba przez niego podstawiona. Sprzedając instrument klientowi po nieracjonalnej cenie Bucket Shop dyskontuje nadwyżkę ponad wycenę rynkową. Sposób działania Bucket Shop w zakresie zarządzania aktywami jest więc podobny do sposobu w jaki nieuczciwy Market Maker może działać na platformie elektronicznej.

Bucket Shop - przykład z praktyki

Cytat z wypowiedzi sędzi Diany Gribbon Motz w orzeczeniu Sądu Okręgowego Dystryktu Maryland w Greenbelt (Stany Zjednoczone):

Noble Wealth, which was incorporated in California in 1993, Has never been designated as a contract market for the trading of foreign currency futures contracts nor ever registered with the Commission in any capacity. In 1994, the company opened an office in Atlanta, Georgia, and began to operate the foreign currency trading scam at issue in this suit. In 1996, it expanded the scam by opening an office in Bethesda, Maryland; and it expanded again in 1998, to a third office in Duluth, Georgia.

To lure its victims, Noble Wealth placed "help wanted" ads in general circulation newspapers, claiming that it was "looking for [persons] to be trained to become consultants." Those who replied were invited to visit Noble Wealth, and ultimately encouraged to attend a training program. The program consisted of four sessions, each no longer than two hours, during which videotapes describing investment strategies and the mechanics of trading currency through Noble Wealth were shown. Trainees were told that they could become traders by opening an account of \$10,000 or more with Noble Wealth, and were urged to solicit their families and friends to open accounts and become "customers" of Noble Wealth.

To whet the trainees' appetites, Noble Wealth distributed brochures informing them that its traders had earned returns as high as 31.15% in a few days, 192.5% in one month, 906% in three months, and 532% in six months. The brochures explained that these exceptional returns were possible because Noble Wealth had well-placed contacts in the interbank market, allowing it to offer the "best buy-sell quotation for clients all over the world." Assuredly, trades would be placed through Noble Wealth's Hong Kong subsidiary ("Noble Wealth HK"), which the brochures described as a "licensed Financial Brokerage House with daily turnovers in excess of 100 million dollars." Finally, the brochures promised that customer accounts would be overseen by "highly trained investment consultants."

Those who opened an account were entitled to use Noble Wealth's "trading floor," where rows of computer monitors were set up to display current prices of various foreign currencies. When a trader saw a desirable price, he or she completed a Noble Wealth order ticket describing the number of contracts to be bought or sold, the foreign currency to be traded, and the price reflected on the computer monitor. The trader brought the ticket to a Noble Wealth employee (called a "dealer"), who assertedly called Noble Wealth HK for a price quote and then relayed the quote to the trader. If the trader accepted the price, the dealer completed the order ticket by filling in the execution price for the trade. Periodically, Noble Wealth issued detailed account statements, which purported to track commissions, fees, and movements in the value of

customer contracts.

This was all an elaborate hoax. Noble Wealth HK was not a licensed brokerage house, and there is no evidence that Noble Wealth actually purchased any foreign currency contracts that corresponded to customer orders. Rather, as Baragosh testified at the hearing in which the Commission sought a preliminary injunction, Noble Wealth's Maryland office passed its traders' currency contract orders to a "head dealer" at Noble Wealth HK who attempted to match customer buy and sell orders every half hour.

In other words, Noble Wealth operated a bucket shop, taking the opposite side of a customer's order rather than openly and competitively executing the order on an exchange. Noble Wealth's customers lost the bulk of the funds they invested, which were diverted to pay operating expenses, salaries and commissions, and the personal expenses of Noble Wealth employees.

Baragosh oversaw training and recruitment at the Georgia and Maryland offices. He placed Noble Wealth's "help wanted ads," appeared in its training videos, walked the floor advising the traders on strategy, and exhorted traders to "trade, trade, trade." In return, Baragosh received a personal commission of two dollars for every trade executed at Noble Wealth.

Podsumowanie Rozdziału II

1. Zanim zaczniesz korzystać z usług maklera, ustal w jakiej jurysdykcji uzyskał swoją licencję i czy organy nadzoru w tej jurysdykcji nie wnoszą zastrzeżeń do jego działalności. Wbrew pozorom, przy użyciu Internetu jest to bardzo łatwe zadanie. Sprawdź również, czy organizacje ponadnarodowe nie wnoszą globalnych zastrzeżeń do sposobu pracy maklerów w tej jurysdykcji. Ostrożnie podchodź do maklerów będących brokerami wprowadzającymi, a maklerów którzy rozmyślnie usiłowali ukryć przed Tobą swój status brokera wprowadzającego *natychmiast* skreślaj z listy wartościowych ofert inwestycyjnych.
2. Zachowaj czujność wobec maklerów, którzy jednoznacznie rekomendują bardzo wysokie lewarowanie transakcji albo inne ryzykowne strategie inwestycyjne. Solidna firma maklerska stara się bezpiecznie zarządzać swoim ryzykiem związanym z poradami udzielanymi klientom i z tej przyczyny trudno uzyskać od niej opinie o bardzo kategoriycznym charakterze. Profesjonalistę rozpoznaje się po tym, że niczym grecka Pytia głosi komentarze w stylu "*nie można wykluczyć, że akcje będą spadać, ale istnieją również pewne sygnały, że mogą wzrastać, więc zalecamy, aby nie ulegać emocjom i uważnie śledzić sytuację na rynku*". Może to niekiedy irytować klientów, ale zarazem jest całkowicie zrozumiałe w przypadku maklera, który jest nastawiony na długofalowe budowanie swojej marki. Dlatego makler, który w sposób kategoriiczny i jednoznaczny zaleca nam przyjęcie bardzo ryzykownej strategii inwestycyjnej często okazuje się żółtodziobem albo oszustem.
3. Zawsze bądź sceptyczny wobec maklerów, którzy obiecują wielkie zyski, ale nie potrafią przedstawić wiarygodnego wyjaśnienia, w jaki sposób zamierzają je wypracować. Nie pozwalaj zbywać się ogólnikowymi haselkami w stylu "*będziemy zajmować pozycje długie i krótkie*" albo "*umiejętnie zdywersyfikujemy portfolio*".

ZAKOŃCZENIE

Choć od każdej reguły istnieją chwalebne wyjątki, tym niemniej daje się zauważyć ogólny trend, aby relacje między brokerami organizującymi platformy elektroniczne a ich klientami kształtować w sposób mało rzetelny. Klienci detaliczni, skazani na wysokie lewarowanie transakcji, wykrwawianie rachunków przez spread i poddawanie sporów jurysdykcji obcych sądów, częściej tracą pieniądze niż je zarabiają.

Podobne wątpliwości budzą oferty niektórych firm zarządzających aktywami na rynku OTC. Ich statystyczny klient detaliczny - któremu Wachovia kojarzy się głównie z Mieczysławem Wachowskim, a Oandę z trudem odróżnia od Ruandy - wykazuje się zazwyczaj dużą podatnością na manipulację odnośnie forexowych inwestycji. Efektem zderzenia niewiedzy niektórych internautów z prostotą podjęcia działalności na rynku wymiany walutowej jest mnogość nierzetelnych programów inwestycyjnych, czasami dorównujących swoim tupetem tzw. nigerian scam, które jest znane wszystkim użytkownikom poczty elektronicznej ("*Drogi Panie, reprezentuję Nigerian Company i chciałbym przekazać Panu cztery miliony dolarów, ale najpierw to Pan musi przelać na moje prywatne konto nie mniej niż...*").

Oczywiście, jeśli chcemy zarabiać warto jest podejmować ryzyko - ryzykiem należy jednak zarządzać, do czego kluczem jest zdrowa doza sceptycyzmu wobec ludzi, którzy oferują nam swoją pomoc w inwestowaniu naszych pieniędzy.

O autorze

Robert Nogacki - twórca i właściciel poświęconego rynkowi finansowemu portalu internetowego Skarbiec.Biz.

Z wykształcenia - prawnik, aktywnie zaangażowany w doradztwo związane z rynkiem kapitałowym. Z tytułu swoich działań na rzecz ochrony interesów inwestorów indywidualnych, otrzymał honorowe członkostwo Stowarzyszenia WGI Wierzyciele, które skupia osoby poszkodowane w największej upadłości domu maklerskiego w historii polskiego rynku kapitałowego.

Współpracownik bankowych czasopism branżowych wydawanych przez PMCF sp. z o.o. ("Prawo Bankowe", "Informatyka Bankowa", "Rachunkowość Bankowa", "Biuletyn Bankowy") oraz "Kuriera Finansowego", dwumiesięcznika wydawanego przez Centrum Prawa Bankowego i Informacji. Patron merytoryczny sekcji tematycznej "Kapitał i inwestycje" portalu internetowego "Nowoczesna Firma". Publikował również w portalach Bankier.Pl, BiznesPolska.Pl, eGospodarka.Pl, Elfin.pl, ForexTradeSystem.Com, FinanseOsobiste.pl, i BlueChip.pl. Prowadzi blogi na blogbank oraz salon24.

Absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu (2002). Praca magisterska, przygotowana pod kierownictwem prof. Stanisława Sołtysińskiego, dotyczyła Układu Europejskiego oraz Traktatu Rzymskiego.

Ukończył studia podyplomowe z zakresu prawa europejskiego na Uniwersytecie Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie (2003).