Вадим Федоренко, Арсений Володин, Станислав Куровский

Федоренко Вадим Игоревич —
магистрант факультета бизнеса и менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

Володин Арсений Алексеевич —
магистрант факультета бизнеса и менеджмента Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

Куровский Станислав Валерьевич —
аспирант факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики».

Vadim I. Fedorenko —
National Research University Higher School of Economics.

Arsenii A. Volodin —
National Research University Higher School of Economics.

Stanislav V. Kurovskii —
National Research University Higher School of Economics.

Причины и последствия банкротства для клиентов российских брокерских компаний

Фундаментальным принципом проведения операций на фондовом рынке является сопряженность данных операций с финансовыми рисками. Инвестор может понести убытки из-за неопределенности рынка, собственных ошибок и изменения действий контрагента. Даже если инвестор является опытным или просто везучим, он не должен исключать вероятность наступления банкротства (несостоятельности) брокерской компании, с которой он работает. Брокерские компании, формально являющиеся посредниками на финансовом рынке, в случае своей несостоятельности, как правило, оставляют своих клиентов без большей части или без всех вложенных средств. Процедура возврата средств затягивается надолго, замораживая оставшиеся средства инвесторов. Иными словами, проблематика данного исследования обусловлена перечисленными далее вопросами, формирующими соответствующие разделы исследования. В чем причина банкротства брокерской компании? Какие законодательные гарантии начинают действовать при банкротстве брокерской компании? Какими будут последствия наступления несостоятельности брокерской компании для инвестора?

Целью данного исследования является изучение причин и последствий банкротства лицензированных брокерских компаний в России. Иссле-

УДК 343.535

В проведенном исследовании изучаются причины и последствия для клиентов банкротства брокерских компаний в России, а также проводится оценка мер, предпринимаемых для преодоления проблемы банкротства брокерских компаний, которые фактически приводят к финансовому краху инвесторов. Актуальность исследования базируется на необходимости регулирования данного вопроса государством для защиты интересов инвесторов, развития и стимулирования финансового рынка, а также повышения уровня финансовой грамотности россиян. В статье определены основные причины и последствия банкротства брокерских компаний.

Ключевые слова
Банкротство, брокерские компании, брокеры, финансовый рынок.

дование направлено на усиление защиты интересов инвесторов, а также на развитие и стимулирование финансового рынка и повышение финансовой грамотности населения.

Структура рынка брокерских услуг в России

Немногочисленность россиян на финансовом рынке является следствием низкого доверия населения к услугам, предлагаемым на финансовых рынках, а если ознакомиться с проблемой глубже, она вызвана низкой осведомленностью населения о специфике финансовых услуг и низким уровнем финансовой грамотности населения. Это приводит к недостатку финансирования отечественных компаний и замедлению темпов роста финансового рынка РФ [3, с. 255].

> Фундаментальным принципом проведения операций на фондовом рынке является сопряженность данных операций с финансовыми рисками.

Анализируя данные Московской биржи, можно заметить, что с 2015 г. основной рост количества активных клиентов (данный показатель,

Bankruptcy Causes and Consequences for Clients of Russian Brokerage Companies

The present study examines the causes and consequences of bankruptcy for clients of brokerage companies in Russia, as well as assesses measures taken to overcome the problems of brokerage companies bankruptcy, which actually lead to investors financial ruin. The relevance of the study is based on the need of this issue to be regulated by the state in order to protect the investors' interests, to develop and stimulate the financial market, and also to increase the level of Russians' financial literacy. The article identifies the main causes and consequences of brokerage companies' bankruptcy.

Keywords
Bankruptcy, brokerage companies, brokers, financial market.

Таблица 1

Статистическая информация относительно количества активных клиентов в системе торгов (совершивших в течение месяца хотя бы одну сделку)

Группы клиентов	Март 2012 г.	Март 2013 г.	Март 2014 г.	Март 2015 г.	Март 2016 г.	Март 2017 г.	Март 2018 г.
Физические лица	92 258	68 190	75 119	72 982	79 397	89 139	10 6360
Юридические лица	1701	1476	1446	1165	1099	1054	1079
Иностранные лица	703	622	677	632	670	751	760
Иностранные физические лица	200	167	221	252	336	467	536
Иностранные юридические лица	503	455	456	380	334	284	224
Клиенты, передавшие свои средства в ДУ	1299	918	785	524	506	4968	4751
Всего	95 961	71 206	78 027	75 303	81 672	95 912	112 950

Источник: таблица составлена на основе данных Московской биржи [1]

в отличие от количества зарегистрированных или уникальных клиентов, более качественно отражает реальную ситуацию на рынке) в системе торгов приходится на физических лиц (*табл. 1*). Именно в этом году у частных лиц появилась возможность открывать индивидуальные инвестиционные счета (далее — ИИС). Это позитивный сигнал для отечественного рынка, подчеркивающий актуальность работы в области защиты прав розничных инвесторов на российском рынке ценных бумаг, в частности в сфере страхования рисков несостоятельности брокерских компаний.

Интересно отметить, что те компании, которые первыми стали осваивать финансовый рынок (первые четыре компании в *табл. 2*), удерживают 62,3% клиентов, а первые пять компаний — уже практически 75%. Ориентируясь на оценку доли компаний в обороте фондовой биржи, можно судить о низкой конкуренции на рынке. Четырехдольный показатель концентрации равен 62,8%, поэтому рынок брокерских услуг можно назвать олигополией. Индекс Херфиндаля — Хиршмана равен 1200, что подтверждает наши выводы и соответствует II типу рын-

Таблица 2

Брокеры и количество активных клиентов (совершивших в течение месяца хотя бы одну сделку), март 2018 г.

Наименование компании	Число клиентов	Доля, %	Суммарный объем, %
АО «Финам»	19 987	18,3	18,3
ФГ БКС	18 912	17,3	35,6
Сбербанк	17 621	16,1	51,7
Группа банка «ФК Открытие»	14 085	12,9	64,6
ВТБ	12 423	11,4	76,0
АО «Альфа-Банк»	5519	5,0	81,0
ООО УК «Альфа-Капитал»	4183	3,8	84,8
ПАО «Промсвязьбанк»	3121	2,9	87,7
Банк ГПБ (АО)	2826	2,6	90,3
ООО «АТОН»	2680	2,5	92,7
Остальные	7946	7,3	100
Всего	112 830	100	100

Источник: таблица составлена на основе данных Московской биржи [2]

Таблица 3

Доли брокерских компаний в обороте фондовой биржи

Наименование организации	Объем операций, млрд руб.	Доля, %	Суммарный объем, %
ООО «Компания БКС»	10 170,00	23,8	23,8
АО «ИК „ФИНАМ“»	6553,20	15,3	39,1
ПАО Банк «ФК Открытие»	5335,50	12,5	51,6
АО «Открытие Брокер»	4803,10	11,2	62,8
ООО «Ренессанс Брокер»	2636,60	6,2	69
АО «ИК „Ай Ти Инвест“»	2623,70	6,1	75,1
АО ИК «Церих Кэпитал Менеджмент»	1858,10	4,3	79,4
ПАО Банк ВТБ 24	1042,10	2,4	81,8
ПАО «Сбербанк России»	1002,10	2,3	84,1
ПАО «Бест Эффортс Банк»	795,4	1,9	86
Итого	36 819,70	86	
Индекс НН			1200

Источник: таблица составлена на основе данных НАУФОР [5, с. 43].

ков — умеренно концентрированным рынкам (*табл. 3*) [4].

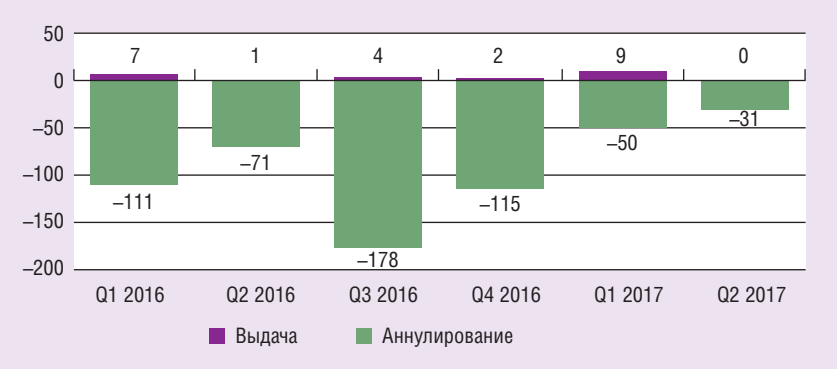
На фоне низкой конкуренции на рынке первый зампред ЦБ С.А. Швецов заявляет, что регулятор намерен снизить требования для новых компаний, входящих на рынок [3, с. 257]. Это, по нашему мнению, с одной стороны, повысит конкуренцию, но, с другой стороны, позволит выйти на рынок брокерским компаниям с недобросовестными маркетинговыми концепциями.

По данным НАУФОР (на основе данных ЦБ РФ), в России на II квартал 2017 г. зарегистрировано 390 профессиональных участников рынка, обладающих брокерской лицензией [6].

Процесс отзыва лицензий у профессиональных участников рынка ценных бумаг демонстрирует (*рис. 1* и *2* и [7]) следующую динамику: 221 лицензия в 2017 г., 659 — в 2016 г., 595 — в 2015 г. и 330 — в 2014 г.

Рисунок 1

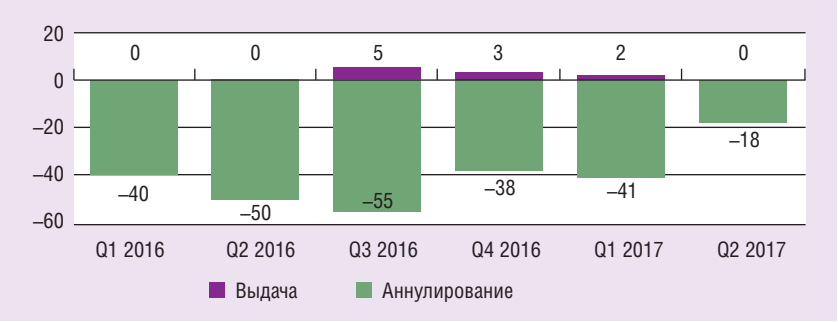
Выдача и аннулирование лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг в Москве, шт.



Источник: Банк России, расчеты НАУФОР [5, с. 41]

Рисунок 2

Выдача и аннулирование лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг в регионах, шт.



Источник: Банк России, расчеты НАУФОР [5, с. 41]

Причины банкротства

Основная причина заключается в том, что договор между клиентом и брокером дает последнему право на проведение сделок РЕПО и маржинальных сделок. Брокеры переводят средства со счета клиента на свой счет и проводят сделки. При игре на рынке часто возникает ситуация, когда у брокера появляются долги, которые он не может покрыть в том случае, если клиент потребует возврата денег, — средств на счете не оказывается и брокер будет признан несостоятельным. Иначе говоря, с правовой точки зрения происходит конфликт договора хранения и договора займа, который может привести к потере клиентом средств.

Данная ситуация визуализирована в *табл. 4*. Когда клиент размещает свои средства в брокерской компании, он действует в правовом поле договора хранения. Однако когда брокер приступает к использованию денежных средств в своих целях, договор хранения пере-

Таблица 4

Правовые и экономические различия договора хранения и займа

Критерий	Договор хранения	Договор займа
Сущность договора	Обеспечение сохранности и хранение	Доступ к денежным средствам переходит к заемщику
Срок возврата	Они должны быть возвращены «по востребованию»	Определен срок возвращения займа, начисления и выплаты процентов
Обязательства	Хранитель должен поддерживать нахождение средств в досягаемости все время	Заемщик должен вернуть заем в конце срока и уплатить проценты

Источник: сравнение проведено на основе доработки и дополнения таблицы из [8]

Вадим Федоренко, Арсений Володин, Станислав Куровский

Практически все брокеры используют средства клиентов. Если данный пункт предусмотрен договором, то именно он создает основной риск потери клиентом средств при несостоятельности брокера.

ходит в договор займа. Активы, которые приобретает брокер, зависят от риска платежеспособности, риска ликвидности и риска изменения стоимости. В данном случае происходит сдвиг принципов займа и хранения. В ситуации несостоятельности контрагента брокерской компании клиент может потерять свои деньги. Другими словами, возможна ситуация, когда клиент предъявляет брокеру требование о срочном изъятии средств со счета, а брокер фактически не может выполнить это требование. Подобное может произойти, когда брокер потерпел убытки по обязательствам, не связанным с этим клиентом.

Несмотря на то что, согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг», денежные средства и ценные бумаги брокера и клиента должны быть разделены, то есть средства клиента должны находиться на отдельном от брокерского счете [9], брокеры часто обходят это правило, используя пункт договора о возможности использования средств клиента (договор займа), и переводят средства на свои счета, а потом возвращают их в случае необходимости закрытия счета. Практически все брокеры используют средства клиентов. Если данный пункт предусмотрен договором, то именно он создает основной риск потери клиентом средств при несостоятельности брокера.

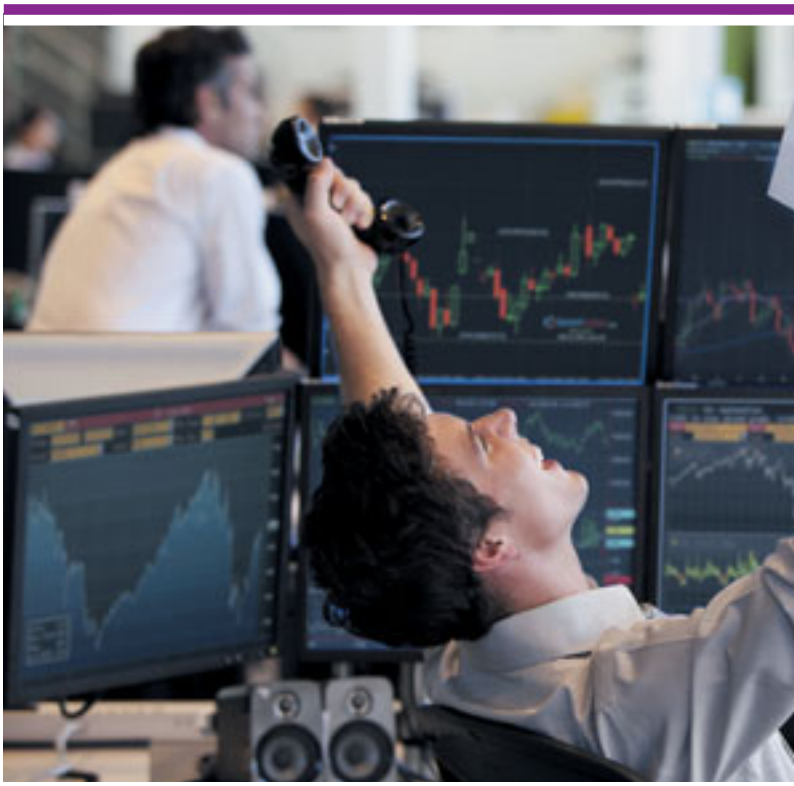
Банкротство брокерской компании также может произойти из-за:
- ошибок в маркетинговых концепциях и проблем с внутренним финансированием (акционеры и учредители);
- построения бизнеса в форме финансовой пирамиды (пример — компания MMCIS);
- финансового дисбаланса из-за изменения монетарной политики государств (пример — *Alpari*, *Excel Markets*);
- ряда неторговых рисков: мошенничество, некомпетентность менеджмента, а также паника среди клиентов (в последнем случае примером может служить *Forex Trend*).

Признаки возможной недобросовестности брокера

Причинами банкротства, которые мы хотели бы особо выделить, являются:
- недобросовестные маркетинговые концепции брокерской компании (по мнению исследования Б.Б. Подгорного, «нелегитимные практики», а в некоторых случаях и полулегитимные [10, с. 80]);
- мошенническое или некомпетентное поведение брокера.

Они как лакмусовая бумажка для определения качественного состояния брокерской компании. В первом случае действует агрессивная (и часто противозаконная) реклама брокерских услуг. Также, по мнению Р.С. Яковлева [11], агрессивная реклама конкретного брокера может быть признаком острой нехватки у него капитала.

Классические нелегитимные практики [10, с. 80]:
- обещание возможным клиентам стабильного дохода;
- гарантирование отсутствия денежных потерь по конкретным сделкам;
- продажа или покупка ценных бумаг на счете клиента без разрешения клиента;
- «торговля вперед»;
- предложение клиентам ложных аналитических отчетов;



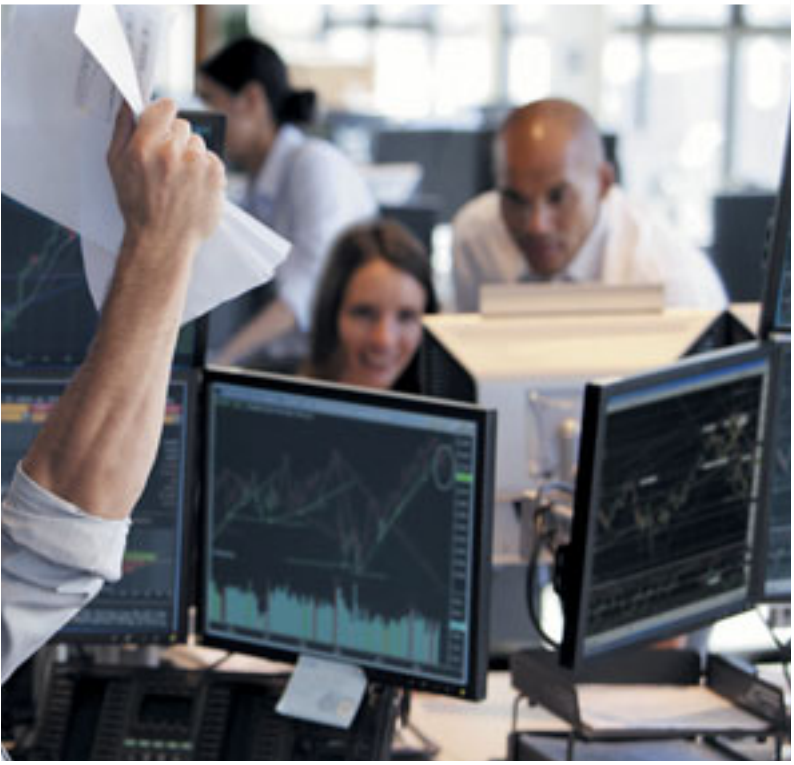
• предложение ложной информации о направлении публичной оферты о приобретении акций.

Во втором случае мы сталкиваемся с человеческим фактором, когда брокер прибегает к мошенничеству или некомпетентно управляет средствами инвестора. Обычно о таких практиках можно узнать из отзывов о компании или брокере, но стоит учитывать высокую конкуренцию на рынке и возможность существования проплаченных отзывов на агрегирующих их сайтах.

Последствия банкротства

Практика судебных разбирательств с недобросовестными брокерами свидетельствует, что в подавляющем большинстве случаев решения принимаются не в пользу инвесторов. Отношения между брокером и его клиентом регулируются Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)» [12]. Закон предусматривает, что ценные бумаги и денежные средства на специальном брокерском счете не включаются в конкурентную массу. Однако законодательством установлена пропорциональность в удовлетворении клиентских требований только для ценных бумаг. Требования клиента по денежным средствам предъявляются в порядке общей очереди. Клиент попадает в третью очередь по возврату средств.

>> Денежные средства клиента должны находиться на отдельном от брокерского счете.



В случае если начнется процедура банкротства, шансы на возвращение денежных средств резко уменьшаются. Только в случае назначения подконтрольного арбитражного управляющего можно эффективно вернуть свои средства (хоть это и незаконно, данная практика применяется в случае крупных инвесторов).

Рекомендации потребителям брокерских услуг

Как инвестор может заранее обезопасить себя от возможного банкротства брокерской компании? На основе анализа современной научной литературы мы предлагаем следующие рекомендации.

При выборе брокерской компании отдавать предпочтение компаниям из топ-5. Среди этих компаний с 1992 г. не было банкротств или отзывов лицензии.

При подписании договора исключить пункт о предоставлении брокеру денежных средств и ценных бумаг в залог (договор залога). Это исключит некоторые льготы и увеличит комиссию, но защитит ваши средства. Не все компании предоставляют эту возможность, но у крупных игроков она есть (например, у компании БСК).

Нельзя хранить большой объем денежных средств на своем счете. Если процесс выбора интересующих ценных бумаг затянулся, лучше вывести средства на банковский счет (у части компаний переводы идут без комиссии и за 1 день), так как он в отличие от ИИС застрахован в агентстве по страхованию вкладов на 1,4 млн. Хотя стоит заметить, что чисто статистически вероятность банкротства банка выше, чем вероятность банкротства брокерской компании, так как среди чистых брокерских компаний, которые не вели другую деятельность, случаев отзыва лицензии всего пять. Данные компании были мелкими, среди них лишь одна средняя («Ютрейд»).

Необходимо провести анализ на недобросовестные маркетинговые концепции брокерской

Вадим Федоренко, Арсений Володин, Станислав Куровский

компании. Если вы замечаете, что ваш брокер использует нелегитимные практики, стоит подумать о смене брокера (см. п. 1).

Согласно положениям Закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» [13], СРО могут создавать специальные компенсационные фонды. Стоит осведомиться о наличии таких фондов при поиске брокера.

* * *

Суммируя вышесказанное, можно сделать вывод, что основными причинами банкротства брокерских компаний являются:

- предъявление клиентом брокеру невыполнимых требований по возврату активов;
- предъявление клиентом брокеру требований по возврату активов в условиях несостоятельности брокера по обязательствам, не связанным с этим клиентом;
- ошибки в маркетинговых концепциях, проблемы с внутренним финансированием;

Статистически вероятность банкротства банка выше, чем вероятность банкротства брокерской компании.

- построение бизнеса в форме финансовой пирамиды;
- финансовый дисбаланс из-за изменения монетарной политики государств;
- ряд неторговых рисков: мошенничество, некомпетентность менеджмента, а также паника среди клиентов.

В случае несостоятельности брокерской компании денежные требования клиента предъявляются в порядке общей очереди. Если не удалось до наступления несостоятельности вывести со счета денежные средства, необходимо полностью перевести их в ценные бумаги и делегировать иному профессиональному игроку участнику фондового рынка.

В настоящий момент нет законодательных гарантий для клиентов брокерских компаний при наступлении несостоятельности последних. Однако, по оценкам экспертов [8, 11, 14] и по нашему мнению, решить названные проблемы можно за счет создания компенсационного фонда (с учетом всех преград на пути его формирования). Это должно повысить защищенность средств клиентов брокерских компаний и конкурентоспособность фондового рынка России, а также привлечь новых клиентов для брокеров. Идея эта не новая, о чем свидетельствует практика в этой области некоторых государств.

ПЭС 18093 / 13.06.2018

References

1. *Statistika po klientam* [Statistics by Customers]. Moskovskaya birzha, 2011–2017, available at: http://www.moex.com/s719.

2. *Vedushchie operatory. Chislo aktivnykh klientov (Top-25)* [Leading Operators. Number of Active Clients (Top 25)]. Moskovskaya birzha, 2018 g., sentyabr', available at: http://www.moex.com/ru/spot/members-rating.aspx?rid=110.

3. Chagochkina A.D., Ivanova A.A. *Struktura rynka brokerskikh uslug v Rossii* [Market Structure of Brokerage Services in Russia]. European Scientific Conference, 2017, pp. 255–258.

4. Zakirova L.V. Deyatel'nost' brokerskikh kompanii na rynke finansovykh uslug [Brokerage Companies Activities on the Financial Services Market]. *Novoe slovo v nauke i praktike: gipotezy i aprobatsiya rezul'tatov issledovanii*, 2016, no 26, pp. 207.

5. *Rossiiskii fondovyi rynok: pervoe polugodie 2017 goda. Sobytiya i fakty* [Russian Stock Market: the First Half of 2017. Events and Facts]. Natsional'naya assotsiatsiya uchastnikov fondovogo rynka (NAUFOR), 2005–2017, available at: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017_1.pdf.

6. Pomaskina O.V. Brokerskaya deyatel'nost' na rossiiskom fondovom rynke v sovremennykh usloviyakh [Brokerage Activity on the Russian Stock Market in Modern Conditions]. *Statistika i ekonomika*, 2015, no 1, p. 98.

7. Tsogoeva M.I., Tsutsaeva A.K. Brokerskaya deyatel'nost' na rossiiskom fondovom rynke v sovremennykh usloviyakh [Brokerage Activity on the Russian Stock Market in Modern Conditions]. *Mezhdunarodnyi nauchnyi al'manakh*, 2016, no 5, p. 80.

8. Aldatova Z.B. Bankrotstvo brokerskikh kompanii v Rossii: prichiny i posledstviya [Bankruptcy of Brokerage Companies in Russia: Causes and Consequences]. *European Science*, 2017, no 6, p. 65.

Источники

1. Статистика по клиентам [Электронный ресурс] // Московская биржа. 2011–2017. URL: http://www.moex.com/s719.

2. Ведущие операторы. Число активных клиентов (Топ-25) [Электронный ресурс] // Московская биржа. 2018 г., сентябрь. URL: http://www.moex.com/ru/spot/members-rating.aspx?rid=110.

3. Чагочкина А.Д., Иванова А.А. Структура рынка брокерских услуг в России // European Scientific Conference. 2017. С. 255–258.

4. Закирова Л.В. Деятельность брокерских компаний на рынке финансовых услуг // Новое слово в науке и практике: гипотезы и апробация результатов исследований. 2016. № 26. С. 207.

5. Российский фондовый рынок: первое полугодие 2017 года. События и факты [Электронный ресурс] // Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР), 2005–2017. URL: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017_1.pdf.

6. Помаскина О.В. Брокерская деятельность на российском фондовом рынке в современных условиях // Статистика и экономика. 2015. № 1. С. 98.

7. Цогоева М.И., Цуцаева А.К. Брокерская деятельность на российском фондовом рынке в современных условиях // Международный научный альманах. 2016. № 5. С. 80.

8. Алдатова З.Б. Банкротство брокерских компаний в России: причины и последствия // European Science. 2017. № 6. С. 65.

9. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (последняя редакция) [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/

10. Подгорный Б.Б. Профессиональные участники российского фондового рынка: габитус и практики // СИСП. 2017. № 6. С. 67–88.

11. Яковлев Р.С. и др. Страхование рисков несостоятельности (банкротства) брокеров на современном финансовом рынке: инновационный подход // Российские регионы в фокусе перемен. Ч. 2. Екатеринбург, 2016. 2016. Т. 2. № 11. С. 1020.

➢➢ В настоящий момент нет законодательных гарантий для клиентов брокерских компаний при наступлении несостоятельности последних.

12. Федеральный закон от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (последняя редакция) [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_39331.

13. Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (последняя редакция) [Электронный ресурс] // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_22219.

14. Антонов Е.П. Госдума приняла в первом чтении законопроект о страховании ИИС [Электронный ресурс] // iis24.ru. 2017. 26 июля. URL: http://iis24.ru/gosduma-prinyala-v-pervom-chtenii-zakonoproekt-o-strahovanii-iis/

9. *Federal'nyi zakon ot 22 aprelya 1996 g. N 39-FZ "O rynke tsennykh bumag" (poslednyaya redaktsiya)* [Federal Law of April 22, 1996 № 39-FZ "On the Securities Market" (the Last Edition)]. Konsul'tantPlyus, available at: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/

10. Podgornyi B.B. *Professional'nye uchastniki rossiiskogo fondovogo rynka: gabitus i praktiki* [Professional Participants of the Russian Stock Market: Habit and Practice]. SISP, 2017, no 6, pp. 67–88.

11. Yakovlev R.S. i dr. Strakhovanie riskov nesostoyatel'nosti (bankrotstva) brokerov na sovremennom finansovom rynke: innovatsionnyi podkhod [Insurance of brokers' insolvency (bankruptcy) risk in the modern financial market: innovative approach]. Rossiiskie regiony v fokuse peremen, chast' 2, Ekaterinburg, 2016, tom 2, no 11, p. 1020.

12. *Federal'nyi zakon ot 26 oktyabrya 2002 g. N 127-FZ "O nesostoyatel'nosti (bankrotstve)" (poslednyaya redaktsiya)* [Federal Law of October 26, 2002 № 127-FZ "On Insolvency (Bankruptcy)" (the Last Edition)]. Konsul'tantPlyus, available at: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_39331.

13. *Federal'nyi zakon ot 5 marta 1999 g. N 46-FZ "O zashchite prav i zakonnykh interesov investorov na rynke tsennykh bumag" (poslednyaya redaktsiya)* [Federal Law of March 5, 1999 № 46-FZ "On Protection of Investors Rights and Legal Interests in the Securities Market" (the Last Edition)]. Konsul'tantPlyus, available at: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_22219.

14. Antonov E.P. *Gosduma prinyala v pervom chtenii zakonoproekt o strakhovanii IIS* [The State Duma Adopted in the First Reading the Law on IIA Insurance]. iis24.ru, 2017, July, 26, available at: http://iis24.ru/gosduma-prinyala-v-pervom-chtenii-zakonoproekt-o-strahovanii-iis/