

# ПРОГРАММА КОМПЕНСАЦИИ ИНВЕТОРАМ В США

- ✧ Введение.
- ✧ Причины возникновения программ защиты прав инвесторов.
- ✧ Компенсация инвесторам в соответствии с программой Корпорации.
- ✧ Фонд Корпорации.

### 9.1. ВВЕДЕНИЕ

Защита, предоставляемая клиенту в случае банкротства фирмы, работающей с ценными бумагами, базируется на трех источниках. Во-первых, это законы о несостоятельности и банкротстве соответствующей страны. Во-вторых, это особые договоренности клиента с данной фирмой. И, наконец, это защита, на которую клиент имеет право в соответствии с существующей в данной стране программой предоставления компенсации клиентам. Здесь мы рассмотрим защиту, предоставляемую клиентам в США компенсационной программой, созданной в соответствии с Законом о защите инвесторов в ценные бумаги 1970 г. (ЗЗИЦБ), вступившим в силу 30 декабря 1970 г.

С момента введения данного закона компенсация клиентам (термины “клиент” и “инвестор” являются взаимозаменяемыми) предоставлялась Корпорацией защиты инвесторов в ценные бумаги (далее Корпорация) — некоммерческой организацией, созданной по решению Конгресса. Политика Корпорации определяется советом ее директоров в составе семи человек. Президент США назначает трех директоров от индустрии ценных бумаг и двух директоров от общественности (т.е. они не должны быть связаны с индустрией ценных бумаг). Президент назначает одного из директоров от общественности председателем, а другого — заместителем председателя Корпорации. Кроме того, Секретарь казначейства и Совет управляющих Федеральной резервной системы также назначают по одному из своих должностных лиц директорами Корпорации.

Программа финансируется за счет взносов, которые Корпорация по закону имеет право взимать со своих членов, все из которых являются лицами,

зарегистрированными в качестве брокеров или дилеров Комиссией по ценным бумагам и биржам США в соответствии с положениями Закона о торговле ценными бумагами 1934 г., за некоторыми ограниченными исключениями. На конец 1996 г. в Корпорации состояло 7 485 членов.

Корпорация предоставляет компенсацию клиентам своих членов в тех случаях, когда они не могут получить обратно денежные средства или ценные бумаги, которые они поместили у члена Корпорации, поскольку последний испытывает финансовые проблемы, не позволяющие ему вернуть все имущество, которое он должен своим клиентам. Данная компенсация обычно выплачивается клиентам в соответствии с процедурой по их защите, которую Корпорация начинает в федеральном окружном суде и затем осуществляет в федеральном суде по делам о банкротствах. Если это целесообразно, Корпорация авансирует доверительному управляющему необходимые средства для покрытия недостающей части имущества по оплате претензий клиентов. У Корпорации, однако, существуют ограничения по авансированию: она предоставляет не более 500 тыс. долл. по каждому отдельному счету клиентов. При этом по претензии в отношении денежных средств, в отличие от претензии в отношении ценных бумаг, из этого аванса может быть выделено не более 100 тыс. долл. (далее ограничения в размере 500 и 100 тыс. долл.).

В законе особо оговорено, что Корпорация не является органом или учреждением правительства США. Она начала работу в 1971 г., а свою первую процедуру по защите клиентов провела весной 1971 г. На 31 декабря 1996 г. Корпорация довела размеры своего фонда по финансированию программы до 1 047 100 000 долл. Этот фонд был частично сформирован за счет членских взносов, взимаемых с членов Корпорации, составивших в сумме 725 600 000 долл. Процентный доход от инвестиций Корпорации (которые по закону ограничены инвестициями в ценные бумаги правительства США или его органов) составил остальную часть фонда. Кроме того, закон предоставляет Корпорации право при необходимости брать займы в размере до 1 млрд долл. у правительства США, если это потребуется для финансирования программы. Наконец, Корпорация имеет подтвержденную кредитную линию, предоставленную международным консорциумом банков. На 31 декабря 1996 г. такая линия составляла 1 млрд долл. До сих пор Корпорация не брала займов ни по предусмотренной законом государственной кредитной линии, ни по частной кредитной линии, предоставленной банками.

На 31 декабря 1996 г. Корпорацией было начато 257 процедур по защите клиентов, в ходе которых около 402 тыс. клиентов получили имущество, приблизительная рыночная стоимость которого равняется 2,5 млрд долл. 174 100 000 долл. из этой суммы было авансировано из фонда Корпорации. На оплату административных расходов по процедурам защиты клиентов Корпорация выделила из своего фонда авансов на сумму в 85 500 000 долл. (Такие расходы сначала пробуют возместить за счет собственного имуще-

ства ликвидируемой фирмы. В той степени, в которой собственного имущества фирмы оказывается недостаточно для оплаты административных расходов в связи с процедурой ликвидации, используются средства Корпорации). Все другие расходы Корпорации (затраты, связанные с осуществлением ее деятельности, включая зарплату и выплату пособий сотрудникам, арендную плату, офисные расходы, оплату за кредитные линии и т.д.) на 31 декабря 1996 г. в сумме составили 91 500 000 долл. В настоящее время Корпорация осуществляет свою программу, имея 29 сотрудников, все из которых находятся в Вашингтоне, округ Колумбия.

## **9.2. ПРИЧИНЫ ВОЗНИКНОВЕНИЯ ПРОГРАММ ЗАЩИТЫ ПРАВ ИНВЕТОРОВ**

В 60-е годы в США многие фирмы, работавшие с ценными бумагами, столкнулись с финансовыми проблемами и были вынуждены прекратить свою деятельность. Основной причиной финансовых неудач и последовавшего за ними кризиса послужил так называемый “бумажный кризис” (или “операционный кризис”), произошедший в результате того, что потребовалось обрабатывать слишком много сделок с ценными бумагами, используя для этого устаревшие системы. Ведение отчетности фирмами, работавшими с ценными бумагами, отставало от реальной ситуации, и это создавало дополнительные сложности при определении того, какое имущество они были должны и по какому клиентскому счету.

Фирмы, работавшие с ценными бумагами, пытались решить эту проблему, не только расширяя штат сотрудников, занимающихся обработкой документации, но и разрабатывая новые усовершенствованные системы (при этом, конечно, полагаясь на компьютерное оборудование и оборудование по автоматизированной обработке информации, существовавшее на тот момент). Найм большего количества сотрудников и развитие новых систем обходились дорого. Эти расходы все более тяжелым бременем ложились на многие фирмы по мере того, как рынок ценных бумаг США входил в полосу самого серьезного за несколько десятилетий кризиса.

Совместное воздействие этих обстоятельств привело к серьезным финансовым проблемам во многих и многих фирмах, работавших с ценными бумагами. Результат был такой, что у многих из них оказалось недостаточно активов, чтобы вернуть клиентам все, что они им были должны. По настоянию Комиссии Нью-Йоркская фондовая биржа (НЙФБ) приняла программу, целью которой было предоставить средства для возмещения недостачи по счетам клиентов. В целях поддержания этой программы НЙФБ сначала полагалась на специальный взнос, взимаемый с ее членов. Затем, когда эти средства закончились, НЙФБ стала исполь-

зовать другие ресурсы (которые она отложила в качестве фонда на постройку нового помещения биржи) для финансирования компенсационных выплат клиентам. Именно тогда индустрия ценных бумаг присоединилась к правительству, призывая Конгресс США принять закон о создании широкомасштабной программы страхования инвесторов.

При разработке этой программы большинство участников согласились со следующими задачами:

- ① Программа должна охватывать всю индустрию, так, чтобы она распространялась на клиентов всех фирм, работающих с ценными бумагами. (В этом она отличалась от всех существовавших на тот момент программ, которые покрывали только членов конкретных саморегулируемых организаций, например, НЙФБ, создавших и финансировавших свою программу. Некоторые саморегулируемые организации, например, Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (НАСД), не имели программ по предоставлению компенсации инвесторам своих членов).
- ② В программе должно быть четко указано, какая компенсация может быть выплачена и кому. (Существовавшие на тот момент времени программы не давали четкого определения на этот счет. НЙФБ также оговаривался тот факт, что ее программа является добровольной и может быть в любой момент приостановлена или прекращена).
- ③ Программа должна иметь достаточное финансирование, даже на случай серьезного кризиса. (Было известно, что существовавшие тогда программы сталкивались с финансовыми трудностями или бывали близки к этому).
- ④ Поскольку на тот момент индустрия ценных бумаг имела развитую систему регулирования и саморегулирования, фирмы, работавшие в сфере ценных бумаг, подчеркивали, что разработка и наложение на индустрию еще одного уровня регулирования будет дублированием и напрасной тратой средств. При этом предполагалось, что новая программа компенсации инвесторам должна взаимодействовать с существующей структурой регулирования и саморегулирования.

По мере того, как индустрия ценных бумаг, заинтересованные государственные органы и департаменты совместно с Конгрессом разрабатывали программу компенсации инвесторам, становилось ясно, что основной частью любой программы должно быть установление ограничений на то, как фирмы, работающие с ценными бумагами, могут использовать находящиеся у них ценные бумаги и денежные средства клиентов. Конгресс даже рассматривал возможность детальных ограничений в законе. Однако в окончательном варианте законодательство предоставило Комиссии широкие полномочия по принятию положений о финансовой ответственности брокера-дилера, включая ограничения по использованию имущества клиентов. Данный закон уполномочил Комиссию изучить небезопасную и нездоровую практику фирм, работающих с ценными бумагами, и представить соответствующий отчет. Комиссия получила указания проинформировать

Конгресс о том, (1) что можно предпринять в соответствии с существующим законодательством для того, чтобы исключить подобную практику, и (2) требуется ли в этой области дополнительное законодательство.

Новые положения, принятые Комиссией в 1973 г., привели к появлению ограничений на контролирование и использование активов клиентов фирмами, работающими с ценными бумагами. Комиссия ужесточила свое правило по чистому капиталу брокеров-дилеров. Эти новые требования (также как и улучшение процедур инспектирования, проверки фирм, работающих с ценными бумагами, и совершенствование процедур, условий клиринга и расчетов по операциям с ценными бумагами) явились существенными факторами, способствовавшими разработке программы, которую можно было эффективно осуществлять и финансировать. Количество процедур по защите прав клиентов, начатых Корпорацией в 70-е годы, начало быстро сокращаться (см. табл.).

Таблица

	Годы									
	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Количество начатых процедур	24	40	30	15	8	4	7	4	6	5

### 9.3. КОМПЕНСАЦИЯ ИНВЕТОРАМ В СООТВЕТСТВИИ С ПРОГРАММОЙ КОРПОРАЦИИ

Программа Корпорации предоставляет клиентам членов Корпорации гарантии того, что им будет возвращено имущество (денежные средства и ценные бумаги), которое они передали члену Корпорации. Однако имеются ограничения в долларах США по тем суммам, которые Корпорация может авансировать по каждому отдельному клиентскому счету. Программа предоставляет схему, на основе которой производится пропорциональное распределение активов, имеющих у члена Корпорации (далее должник), и возврат этих активов каждому клиенту в кратчайшие сроки. Если имеющих у фирмы активов недостаточно для оплаты претензий, Корпорация предоставляет авансы для покрытия недостачи в пределах 500 и 100 тыс. долл.

Рамками, которые выбрал Конгресс для проведения ликвидации активов должника и удовлетворения претензий клиентов (также как и претензий непривилегированных кредиторов), была существующая система, используемая в США при рассмотрении дел о банкротстве. ЗЗИЦБ включает в себя Свод законов о банкротстве, а применяемая Корпорацией процедура ликвидации по сути является специализированной процедурой банкротства. На основе опыта, полученного в ходе первых ликвидаций, осуществлявшихся в соответствии с ЗЗИЦБ, Корпорация обратилась за внесением изменений

в некоторые из процедур ликвидации. В 1978 г. Конгресс внес в ЗЗИЦБ поправки с целью включения в него соответствующих изменений, и далее мы рассматриваем процедуру ликвидации уже в ее измененном виде.

Программа Корпорации была увязана с существующей в США системой регулирования. В результате она не проверяет и не инспектирует своих членов. Согласно ЗЗИЦБ за проверку соблюдения своими членами положений по финансовой ответственности отвечают саморегулируемые организации. Если в ходе проверок (или иным образом) саморегулируемая организация обнаружит, что кто-либо из ее членов испытывает финансовое затруднение или находится на грани этого, то в соответствии с ЗЗИЦБ она обязана проинформировать об этом Корпорацию и Комиссию. После получения соответствующего уведомления Корпорация будет работать совместно с Комиссией и саморегулируемыми организациями, чтобы получить информацию, необходимую для проведения ликвидации данного члена, если таковая потребуется. Для этого надо прежде всего уточнить, располагает ли член достаточными ресурсами для удовлетворения всех клиентских претензий. Если нет, и если установлено наличие одного из четырех условий, предусмотренных ЗЗИЦБ (несостоятельность, назначение по данной фирме конкурсного управляющего, доверительного управляющего или ликвидатора, нарушение установленных Комиссией правил по финансовой ответственности, или неспособность произвести необходимые расчеты, чтобы соблюсти данные положения), то Корпорация обращается с заявлением в федеральный окружной суд и требует передачи фирмы в ее распоряжение, а также назначения доверительного управляющего для проведения ликвидации и осуществления надзора за удовлетворением претензий.

После назначения доверительный управляющий берет под свой контроль все активы должника, предпринимает необходимые действия для его ликвидации и удовлетворения претензий клиентов, рассылает уведомления о своем назначении (совместно с бланками претензий) всем кредиторам, чье имя и адрес фигурируют в бухгалтерской и иной отчетности должника за последние 12 месяцев, а также осуществляет все другие полномочия, предоставляемые конкурсному управляющему.

Удовлетворение претензий клиентов производится посредством одной из двух процедур. Самым быстрым вариантом для доверительного управляющего является организация оптового перевода клиентских счетов другому брокеру по ценным бумагам. Условия, на которых осуществляется перевод, оговариваются между Корпорацией, доверительным управляющим и брокером, принимающим счета. По этому договору Корпорация соглашается возместить недостающие средства на клиентских счетах должника в пределах, установленных ЗЗИЦБ. В случаях, когда имеется большое количество клиентских претензий, оптовый перевод счетов всегда является предпочтительной мерой. К сожалению, организовать такой перевод не всегда возможно. Эта мера может быть предпринята только в тех случаях, ког-

да бухгалтерская и другая отчетность должника находится в хорошем состоянии и, если Корпорация и доверительный управляющий (после проведения консультаций с Комиссией и саморегулируемыми организациями) уверены в достоверности отчетности должника и надежности фирмы, принимающей счета.

Если доверительный управляющий не может организовать оптовый перевод, то каждый клиент должен будет подать претензию, а доверительный управляющий и его персонал в индивидуальном порядке их рассмотрят. После того, как доверительный управляющий примет решение о действительности и сумме претензии, он направит лицу, подавшему претензию, письмо со своим решением, в котором укажет, на какое возмещение, по его мнению, имеет право заявитель. Кроме того он сообщит и о возможности полного удовлетворения претензии. Если подавшее претензию лицо не согласится с решением доверительного управляющего, оно может запросить проведение слушания в суде по делам о банкротствах. Апелляция в отношении решения судьи по делам о банкротствах может быть подана в федеральный окружной суд, а затем в федеральный апелляционный суд.

Все находящиеся у должника ценные бумаги, зарегистрированные на имя клиента и не находящиеся в обращаемой форме (т.е. не могущие быть переданными, например, при помощи передаточной надписи), возвращаются клиенту. Ограничений в долларах США по количеству ценных бумаг, которые могут быть возвращены клиенту на этом основании, не существует. Затем все активы, которые находились у должника со счетов или для счетов ценных бумаг клиентов, становятся частью фонда имущества клиентов, который используется для удовлетворения претензий всех клиентов на пропорциональной основе.

За счет оставшегося имущества должника оплачиваются прежде всего все административные расходы. Затем все кредиторы (включая клиентов, претензии которых не были полностью удовлетворены в ходе распределения фонда имущества клиентов) получают долю оставшихся активов, относящихся к собственному имуществу должника. Закон о банкротстве устанавливает определенную очередность при оплате этих претензий (например, сотрудники должника, имеющие претензии по заработной плате, и претензии государства по уплате налогов имеют раннюю очередность).

Если претензия клиента не была полностью удовлетворена после передачи ценных бумаг на его имя, получения пропорциональной доли из фонда имущества клиентов и предоставления ему пропорциональной доли собственного имущества должника, клиент имеет право на компенсацию за счет аванса, предоставляемого Корпорацией доверительному управляющему в установленных пределах. Таким образом, клиент, имеющий действительную претензию, которая не превышает ограничений в 500 и 100 тыс. долл., вправе ожидать полного возмещения. Клиент, действительная пре-

тензия которого превышает такие ограничения, также может получить полное возмещение, но это будет зависеть от количества ценных бумаг, зарегистрированных на его имя, и стоимости имущества, выделенного клиенту из фонда имущества клиентов и из собственного имущества должника.

На практике, клиентам с претензиями в пределах 500 и 100 тыс. долл. не приходится ждать определения их пропорциональной доли в фонде имущества клиентов и собственном имуществе должника. Что касается претензий, превышающих эти ограничения, то по ним Корпорация предоставляет аванс в пределах 500 и 100 тыс. долл., а затем подавшее претензию лицо ожидает пропорционального распределения. Данное распределение производится посредством соответствующей процедуры в суде по делам о банкротстве, в ходе которой доверительный управляющий применяет другие полномочия и исполняет другие обязанности.

По совсем небольшим делам (когда нет ни одной клиентской претензии, превышающей установленные ограничения, или претензии всех клиентов в сумме составляют менее 250 тыс. долл., а также регистрация брокера, дилера была прекращена или член Корпорации согласился на проведение процедуры) Корпорация имеет право оплатить претензии клиентов, не обращаясь в суд, без проведения ликвидации под надзором суда. В таких случаях (называемых процедурой прямых выплат) Корпорация сама обрабатывает и оплачивает претензии клиентов. При процедуре прямых выплат не рассматриваются никакие другие претензии, кроме претензий клиентов.

## 9.4. ФОНД КОРПОРАЦИИ

Средства, из которых Корпорация оплачивает компенсацию клиентам, проведение процедуры их защиты и расходы на осуществление своей деятельности, берутся из фонда, созданного в соответствии с ЗЗИЦБ. На 31 декабря 1996 г. размер фонда составлял около 1,05 млрд долл. в денежных средствах и государственных ценных бумагах США. Корпорация имеет также подтвержденную кредитную линию, предоставленную консорциумом банков, в размере 1 млрд долл. Если фонда Корпорации окажется недостаточно, предположим вследствие серьезного крупномасштабного кризиса, у Корпорации имеется предусмотренное законом право брать заем в размере до 1 млрд долл. у Казначейства США.

В соответствии с ЗЗИЦБ Корпорация должна была иметь фонд в размере 75 млн долл. через 120 дней после принятия данного закона. Вначале, в состав фонда разрешалось включать подтвержденные кредитные линии, однако законом предусматривался постепенный отказ от них по мере роста размеров фонда. Корпорация обеспечила это условие, получив 10 млн от индустрии ценных бумаг (7 млн в виде членских взносов, рассчитывавшихся



как процент от дохода ее членов, и 3 млн, получены от трастового фонда биржи) и взяв кредитную линию у консорциума банков на сумму в 65 млн долл. Кредитная линия была ликвидирована в 1976 г. после того, как фонд был сформирован за счет взимания взносов в виде процента от дохода каждого из ее членов (также называемого в данном отчете “доход членов”) и процентного дохода от инвестирования активов фонда в государственные ценные бумаги США.

В конце 1977 г. фонд корпорации достиг 150 млн долл. — уровня, после достижения которого по закону можно было сократить размер членских взносов. КЗИЦБ понизила ставку взноса, рассчитанную на основе дохода членов, за первую половину 1978 г. За остальной период 1978 г. взносы не взимались. С 1979 по 1982 год Корпорация взимала единый взнос в размере 25 долл. с каждого члена.

В 1983 г. размер фонда Корпорации упал ниже 150 млн долл. в результате произведенных Корпорацией крупных выплат по одной процедуре защиты клиентов. Поскольку взимание членских взносов, основанных на доходе членов, требуется, если фонд Корпорации падает ниже 150 млн долл., то Корпорация снова ввела данные взносы. Она продолжала их взимать до 1986 г., пока размер фонда не превысил 300 млн долл. Затем был введен единый членский взнос в размере 100 долл. в год для каждого из членов Корпорации. В связи с окончанием взимания взносов, основанных на доходе членов, Корпорация получила кредитную линию в размере 500 млн долл. у консорциума банков.

В начале 1988 г., в связи с резким рыночным спадом в октябре 1987 г., Корпорация сочла целесообразным увеличить размер своего фонда. Поэтому, начиная с 1989 г., было возобновлено взимание членских взносов, основанных на доходе членов.

В начале 1991 г., серьезно проанализировав ситуацию специально нанятыми Корпорацией внешними консультантами, она решила довести размер фонда до 1 млрд долл. Поскольку такое решение неизбежно вело к взиманию в течение какого-то периода времени членских взносов, основанных на доходе членов, Корпорация назначила для этого рабочую группу, состоящую из представителей правительства, индустрии ценных бумаг и саморегулируемых организаций. Рабочая группа порекомендовала постоянное планомерное увеличение фонда на 8% в год, пока он не достигнет уровня в 1 млрд долл. В конце 1991 г. Корпорация с учетом данных рекомендаций утвердила план ежегодного увеличения фонда на 10%. Корпорация достигла уровня в 1 млрд долл. в середине 1996 г., значительно ранее намеченного срока (апреля 1997 г.). После этого она перестала взимать взносы, основанные на доходе членов. В 1996 г. был введен единый ежегодный членский взнос в размере 150 долл.