

(45) 2006

№ 11

ИНФОРМАЦИОННО-АНАЛИТИЧЕСКОЕ ИЗДАНИЕ ПО ВОПРОСАМ
ИНФРАСТРУКТУРЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

ДЕПОЗИТАРИУМ



СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ НДЦ стр. 3

СТРАХОВАНИЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ РИСКОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ стр. 7

О РАСКРЫТИИ ИНФОРМАЦИИ ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ РИСКОВ ФИНАНСОВОЙ
ОРГАНИЗАЦИИ НА МЕЖДУНАРОДНОМ СТРАХОВОМ РЫНКЕ стр. 15



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР
The National Depository Center



СОДЕРЖАНИЕ

УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

- 3 Система управления рисками НДЦ
- Экономический советник Департамента обеспечения и контроля операций на финансовых рынках Банка России, Председатель Комитета по управлению рисками НДЦ
Владислав Зимин
Заместитель директора НДЦ – контролер, Заместитель председателя Комитета по управлению рисками НДЦ **Сергей Наумов**

СТРАХОВАНИЕ РИСКОВ

- 7 Страхование профессиональных рисков в финансовом секторе.
Шесть практических советов
- Начальник управления страхования кредитных и специальных рисков ОАО «КапиталЪ Страхование», канд. экон. наук
Михаил Карякин
- 10 Профессиональное участие для профессиональных участников.
Страхование как удобный и действенный инструмент снижения финансовых потерь компании
- Эксперт ОСаО «Ингосстрах»
Кирилл Свинухов
- 15 О раскрытии информации при размещении рисков финансовой организации на международном страховом рынке
- Директор по страхованию финансовых институтов ООО «Страховой брокер Виллис СНГ» **Михаил Васильев**

РДР

- 21 Российские депозитарные расписки: перспективы развития
- Начальник отдела развития законодательства о рынке ценных бумаг Департамента корпоративного управления Минэкономразвития России **Анна Меньшикова**

ОБЗОР МНЕНИЙ: ЭДО

- 26 Стандарт ISO 20022 как основа электронных сообщений на рынке коллективных инвестиций

СТАТИСТИКА

- 31 Сделки на рынке негосударственных облигационных займов (НГЦБ) за 9 мес. 2006 г.

ИСТОРИЯ

- 33 Глаза боятся, а руки делают
- Заместитель Председателя правления Сбербанка РФ **Белла Златкис**

Депозитариум № 11 (45) 2006

Редакционный совет:

Потемкин А. И.
Егоров Н. В.
Медведева М. Б.
Коланьков А. В.

Редакционная коллегия:

Егоров Н. В. — председатель
Соловьев Д. В. — заместитель
председателя
Калашникова Н. Н. — ответственный редактор
Аксенова Г. В.
Киреева С. А.
Кучукова Т. В.
Лагунов В. Я.
Маркова О. В.
Ринк О. Л.

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»

Адрес: 125009 Москва,
Средний Кисловский пер.,
д. 1/13, стр. 4
Телефон: 956-2-659
Факс: 956-09-38
Электронная почта: info@ndc.ru
Интернет: www.ndc.ru; www.isin.ru
Редакция «Депозитариума»
Телефон: 232-05-13
Электронная почта: dc@ndc.ru

«Депозитариум» подготовлен к печати редакцией журнала «Рынок ценных бумаг»

Издатель: ЗАО «Издательский дом «РЦБ»»
Адрес: 105082 Москва,
ул. Б. Почтовая, 34, стр. 8
Почтовый адрес: 105066, Москва, а/я 170
Электронная почта: info@rcb.ru
Телефон: (495) 785-8100
Цена договорная
Отпечатано в типографии
ООО «Стратим-ПКП»
Тираж 10 000 экз.

Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей. Ответственность за достоверность информации в рекламных объявлениях несут рекламодатели. Все права защищены. Перепечатка — только по согласованию с Некоммерческим партнерством «Национальный депозитарный центр» и Издательским домом «РЦБ». Индекс 73346. ISSN 0869-6608 Журнал «Рынок ценных бумаг» 22 (325) ноябрь 2006



Владислав Зимин

Экономический советник Департамента обеспечения и контроля операций на финансовых рынках Банка России, Председатель Комитета по управлению рисками НДЦ



Сергей Наумов

Заместитель директора НДЦ – контролер, Заместитель председателя Комитета по управлению рисками НДЦ

СИСТЕМА УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ НДЦ

Любой бизнес невыносим без рисков. Риски создают своего рода фон развития любой деятельности — как коммерческой, так и некоммерческой. И конечно, кто не рискует, тот не пьет шампанского. Впрочем, это не совсем верно — кто не управляет рисками, тот не добивается успеха. А управлять — это прежде всего предвидеть. Поэтому тема управления рисками отнюдь не дань моде, не подражание западным стандартам и даже не вынужденная необходимость удовлетворить требования регулятора. Это необходимое условие жизнестойкости системы.

Если наложить модель развития любого финансового института (и не только его) на модель развития цивилизации «вызов—ответ», предложенную известным английским историографом Арнольдом Тойнби, то в качестве их наиболее существенного «пересечения» обнаружится система управления рисками, связанными с их функционированием. И риски в этой связи следует рассматривать не только как угрозы финансового института, но и как стимул развития и совершенствования бизнеса. И видимо, не случайно наши зарубежные коллеги и консультанты уделяют особое внимание вопросам управления рисками в НДЦ. Поэтому чрезвычайно важны как система мониторинга и описания рисков, наиболее существенных для НДЦ с точки зрения возможности управляющего воздействия со стороны руководства НДЦ, так и выработка политики в отношении допустимых пределов рисков, и выработка механизмов предотвращения их возникновения и минимизации последствий.

При этом важно понимание того, что функция управления рисками осуществля-

ется не только риск-менеджером или даже исполнительным органом депозитария, в этот процесс вовлечены все работники организации. В этой связи необходимо обеспечить координацию действий персонала депозитария в области управления рисками, установив четкие правила и процедуры, предусматривающие управление рисками, для каждого работника организации. Точнее, система управления рисками должна быть органически встроена в технологию осуществления профессиональной деятельности и обеспечивающие ее внутренние правила и процедуры. Поэтому изначально любые новации в жизнедеятельности в обязательном порядке рассматриваются с точки зрения принятия или непринятия связанных с ними рисков.

Кроме того, важным фактором повышения эффективности функционирования системы управления рисками представляется оценка этой системы как изнутри организации, так и извне — прежде всего с позиции партнеров и клиентов. В этой связи особое значение приобретает ор-

ганизация и координация работ по управлению рисками депозитария.

Выработку политики Национального депозитарного центра в области управления рисками осуществляет Комитет по управлению рисками НДЦ, основными целями которого являются:

- разработка базовых принципов управления рисками в НДЦ;
- идентификация потенциальных источников рисков (групп и типов), присущих деятельности НДЦ;
- выработка рекомендаций по управлению рисками НДЦ для принятия соответствующих решений Директором НДЦ и Общим собранием членов Партнерства.

Основными задачами деятельности Комитета являются:

- разработка карты рисков НДЦ (групп и типов рисков), их описание и выделение рисков, наиболее существенных для НДЦ (оказывающих наиболее существенное влияние на эффективность деятельности НДЦ) и поддающихся управлению воздействию со стороны руководства НДЦ;





- выработка политики в отношении пределов допустимых для НДЦ рисков;
- анализ причин возникновения рисков и априорная оценка их возможных последствий;
- априорная оценка возможных рисков, связанных с реализацией новых проектов и решений, предлагаемых для практической реализации в НДЦ;
- выработка рекомендаций по управлению рисками, включая проработку сценариев возможного развития нежелательных событий (в том числе экстремальных) и разработку планов мероприятий (регламентов) по нейтрализации негативных последствий с указанием конкретных мер, ответственных лиц, схем взаимодействия, возможности взаимозаменяемости и пр.

Комитет подготовлен Совету директоров Некоммерческого партнерства «Национальный депозитарный центр» (НДЦ). Состав Комитета и кандидатуры председателя и заместителя председателя Комитета утверждаются решением Совета директоров НДЦ. В настоящее время в состав Комитета наряду со специалистами НДЦ входят представители Банка России, ММВБ и других членов Партнерства. Статус принятых Комитетом решений является информационным и/или рекомендательным для Директора НДЦ и общего собрания членов Партнерства.

Концептуально управление рисками НДЦ включает следующие взаимосвязанные подсистемы:

- систематизация рисков, актуальных для уставной деятельности НДЦ, их описание и идентификация их потенциальных источников;
- выработка политики в отношении пределов допустимых для НДЦ рисков;
- выработка и оценка реализуемости и эффективности мер по снижению соответствующих рисков, их согласование и утверждение;
- реализация принятых мер по снижению рисков во внутренних нормативных документах НДЦ;
- доведение принятых мер по снижению рисков до исполнителей и разъяснение последним политики НДЦ в области управления соответствующими рисками.

Система мер по снижению рисков НДЦ представляет собой комплекс взаимосвязанных действий и мероприятий, направленных на предупреждение и минимизацию ущерба, который может быть нанесен организации в результате наступления неблагоприятных событий при функционировании НДЦ. При этом она органически дополняется комплексным страхованием от преступлений и страхованием профессиональной ответственности — уже пятый год НДЦ страхует свои профессио-

нальные риски в ОСАО «Ингосстрах». Причем лимит ответственности по полису в сравнении с предыдущими годами увеличен в 2,5 раза и установлен в размере 25 млн долл. по каждому страховому случаю и совокупно по всем страховым случаям за период действия полиса. Это самый крупный среди расчетных депозитариев лимит ответственности по договору страхования рисков. С учетом собственных средств общий размер финансового покрытия обязательств НДЦ теперь составляет более 50 млн долл. Основными перестраховщиками выступили синдикаты *Lloyd's* (Великобритания), а также крупные немецкие перестраховщики. Этот шаг является этапом в реализации стратегии развития НДЦ на пути создания в России Центрального депозитария на рынке ценных бумаг. При подготовке полиса учтены рекомендации агентства *Thomas Murray Ratings*, сформулированные по результатам проведения операционного аудита НДЦ в апреле 2006 г., и Комитета по управлению рисками НДЦ.

Одновременно продолжается работа по выработке наиболее эффективных методов управления конкретными рисками.

Остановимся только на отдельных мерах по снижению некоторых рисков.

КЛИЕНТСКИЕ РИСКИ

В качестве контрольных мер используются следующие методы:

1. При заключении депозитарных договоров или договоров на клиринговое обслуживание проводится предварительная работа по изучению документов, представленных потенциальным клиентом на предмет их соответствия требованиям законодательства Российской Федерации.

Разработана процедура принятия решения об отказе в заключении договоров с потенциальными клиентами НДЦ, взаимодействие с которыми может повысить репутационные и иные риски НДЦ.

2. Условия оплаты услуг НДЦ, предусмотренные депозитарными договорами и договорами о клиринговом обслуживании с участниками клиринга (внесение клиентом авансовых платежей, обязательства клиента оплатить выставленный счет в согласованные сроки, выплата клиентом неустойки при несоблюдении условий оплаты услуг НДЦ, право НДЦ не оказывать клиенту предусмотренные договором услуги, в том числе приостановить осуществление всех депозитарных операций по счету депо и не оказывать клиринговые услуги и/или не принимать к исполнению поручения клиента) снижают риск нанесения НДЦ финансового ущерба со стороны клиента.

3. В соответствии с условиями депозитарных договоров НДЦ вправе:

- не принимать к исполнению и не исполнять поручения депо в случаях, определенных Регламентом;
- приостанавливать операции по счету депо Депонента и/или не принимать к исполнению поручения Депонента в случае предоставления Депонентом Доверенности на уполномоченных лиц, оформленной не должным образом и/или срок действия которой истек;
- не нести ответственности за неисполнение поручений Депонента в случае предоставления Депонентом доверенности на уполномоченных лиц, оформленной не должным образом и/или срок действия которой истек.

4. В соответствии с условиями договоров междепозитарного счета депо Депонент несет ответственность:

- за достоверность и своевременность предоставляемой НДЦ информации, в том числе информации о владельцах и принадлежащих им ценных бумагах, сертификаты которых хранятся и/или права на которые учитываются на счетах депо, открытых у Депонента;
- за правильность и своевременность оплаты услуг, предоставляемых НДЦ.

5. В соответствии с условиями договоров междепозитарного счета депо НДЦ не несет ответственности за действия Депонента перед лицами, счета депо которых ведутся Депонентом.

6. В договорах междепозитарного счета депо установлено, что в случае обнаружения ошибочного списания с междепозитарного счета депо или ошибочного зачисления ценных бумаг на этот счет депо Депонента по вине НДЦ Депонент согласен с тем, что НДЦ имеет право сделать исправительные записи по счетам депо, представив соответствующий отчет Депоненту в соответствии с Регламентом.

При этом требования Депонента, предъявленные к НДЦ, не могут являться основанием для признания ошибочным списания со счета депо или зачисления на счет депо ценных бумаг (данных о ценных бумагах) в случае исполнения НДЦ надлежащим образом оформленного поручения депо, содержавшего ошибки, допущенные со стороны Депонента при составлении поручения депо.

7. НДЦ ведет постоянный мониторинг активности операций депонентов, что позволяет ввести процедуру подтверждения (*call back procedure*) списания ценных бумаг со счетов малоактивных депонентов.

8. Разработана и внедрена дополнительная внутренняя контрольная процедура авторизации операций по списанию с внутреннего технологического счета «Цен-



ные бумаги до выяснения» ценных бумаг, хранящихся на указанном счете в течение срока, превышающего 90 дней.

9. Разработана и внедрена дополнительная внутренняя контрольная процедура авторизации операций по списанию ценных бумаг со счетов депо депонентов на основании поручений соответствующих депонентов в случаях, если остатки соответствующих ценных бумаг, учитываемых на указанных счетах, не изменялись в течение срока, превышающего 365 дней.

10. Разработана и внедрена дополнительная внутренняя контрольная процедура «обратного звонка» (*call back procedure*) для клиентских поручений в бумажной форме для транзакций свыше размера франшизы страхового полиса с применением действующей процедуры ежедневной сверки данных об остатках ценных бумаг НДЦ и регистраторами при проведении операций по перерегистрации ценных бумаг в реестре.

11. НДЦ не несет ответственности перед Депонентом в случае, если информация об операциях, совершаемых эмитентом, была получена НДЦ от эмитента с опозданием, и при этом НДЦ передал данную информацию Депоненту в указанные в депозитарном договоре сроки.

РИСКИ, ОБУСЛОВЛЕННЫЕ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕМ НДЦ С ТРЕТЬЕЙ СТОРОНОЙ

В качестве способов управления данной группой рисков в НДЦ применяются следующие методы:

1. Разработаны детальные письменные процедуры, описывающие алгоритм выполнения операций и действий работников НДЦ, связанных с взаимодействием с третьими лицами (в том числе с регистраторами, осуществляющими ведение реестров владельцев ценных бумаг): проведение перерегистрации ценных бумаг в реестрах владельцев ценных бумаг, проведение корпоративных действий, отслеживание корпоративной информации (включая проведение собраний акционеров и выплату доходов по ценным бумагам) и передача ее клиентам, взаимодействие с торговыми, клиринговыми и расчетными системами, с Банком России и др.

2. Отделом внутреннего контроля (ОВК) проводятся регулярные проверки соблюдения утвержденных технологических процедур выполнения операций, в которых участвуют третьи лица.

3. Разработаны, утверждены и регулярно контролируются письменные процедуры, регламентирующие проведение сверок остатков ценных бумаг на счетах

депо с учетными записями в реестрах владельцев ценных бумаг и в материалах депозитарного учета других депозитариев; регламентированы действия по немедленному поиску причин расхождений и их устранению в случае наличия.

4. В договоры включаются положения, в соответствии с которыми НДЦ не несет ответственности за ошибки третьих лиц (регистраторов и других депозитариев). В то же время ежедневные сверки материалов депозитарного учета НДЦ с отчетными документами регистраторов и других депозитариев, проводимые работниками операционных подразделений НДЦ, позволяют своевременно обнаружить ошибки третьих лиц и принять необходимые меры по их устранению.

5. Заключаются Договоры об информационном взаимодействии с регистраторами, предусматривающие детальный порядок взаимодействия и условия обмена информацией между сторонами (по счету номинального держания НДЦ в реестре). В дополнение к Договорам об информационном взаимодействии, при необходимости, заключаются Договоры, предусматривающие взаимодействие с регистраторами посредством использования системы электронного документооборота НДЦ (или регистратора) при ведении регистратором лицевого счета НДЦ в реестре владельцев именных ценных бумаг.

6. В целях снижения рисков при взаимодействии с регистраторами имеет место практика отказов депонентам в принятии на обслуживание в НДЦ ценных бумаг, ведение реестра владельцев которых осуществляет регистратор с сомнительной репутацией (в том числе с наличием большой группы рисков) либо информация о котором недостаточна для принятия решения о возможности обслуживания ценных бумаг у данного регистратора (или эмитента — в случаях ведения реестра владельцев именных ценных бумаг эмитентом этих ценных бумаг).

7. В целях предотвращения и снижения рисков при взаимодействии с регистраторами дополнительно к вышеперечисленным мерам производится оценка рисков регистраторов при открытии и ведении активных счетов НДЦ в реестрах владельцев именных ценных бумаг.

РИСКИ НАСТУПЛЕНИЯ ОБСТОЯТЕЛЬСТВ НЕПРЕОДОЛИМОЙ СИЛЫ (ФОРС-МАЖОР)

В НДЦ применяются следующие способы управления рисками наступления обстоятельств непреодолимой силы (форс-мажора):

1. В целях обеспечения целостности данных, в том числе в случае чрезвычайных ситуаций, разработан, согласован с руководителями структурных подразделений и утвержден приказом Директора НДЦ План восстановления бизнеса НДЦ в условиях действия чрезвычайной ситуации.

2. Существует резервный технический центр, оснащенный всем необходимым для обеспечения бесперебойной работы НДЦ в течение времени, требуемого для восстановления нормального ведения бизнеса.

3. Ежедневно создаются резервные копии учетных данных, которые хранятся в специальных, хорошо защищенных и охраняемых помещениях.

4. Разработаны и утверждены правила эксплуатации оборудования, включая правила доступа в помещения, где находятся серверы информационной системы; имеются резервные источники питания, способные поддерживать функционирование основных систем в течение определенного периода времени.

РИСКИ УПРАВЛЕНИЯ

Для целей управления рисками, связанными с работниками НДЦ, разработаны и применяются формальные и неформальные критерии при приеме на работу (принимается во внимание уровень образования, специальность, стаж работы по специальности, соответствующей профилю деятельности НДЦ, соответствие квалификационным требованиям федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, рекомендации), утверждены должностные инструкции для каждой штатной должностной единицы, контролируется выполнение работниками должностных обязанностей, соблюдение требований конфиденциальности.

В целях минимизации рисков неэффективного управления финансовыми ресурсами в НДЦ Финансовое управление проводит анализ экономической эффективности деятельности НДЦ, осуществляет информационное обеспечение управленческих решений с целью достижения намеченных целевых показателей и финансовых результатов, бюджетное управление, управление временно свободными денежными средствами в соответствии с целями и задачами, определенными учредительными документами и решениями Общего собрания членов Партнерства.

При управлении рисками, связанными с техническими ресурсами, соответствующими структурными подразделениями обеспечивается контроль достаточности уровня и объема технических ресурсов; в случае необходимости проводятся мероприятия по оптимизации использова-



ния имеющихся ресурсов или по их наращиванию.

В целях снижения эксплуатационных рисков программно-технического комплекса вычислительный комплекс надежно защищен на случай нарушения системы электроснабжения. Мощные системы UPS обеспечивают защиту на несколько часов. Далее электроснабжение обеспечивается за счет автономных дизельгенераторов, срок работы которых ограничивается только запасами дизельного топлива; персональные компьютеры работников НДЦ подключены в сеть через систему гарантированного питания. Кроме того, на АРМ операторов установлены дополнительные устройства бесперебойного питания, обеспечивающие при авариях необходимое время работы для безаварийного отключения.

Для минимизации рисков, связанных с отсутствием или выходом из строя систем бесперебойного питания, систем резервирования информации и восстановления работоспособности компьютерных систем, осуществляется ежедневное резервирование информации; информация хранится на магнитных носителях вне помещения вычислительного центра; реализована система зеркалирования дисков основного и резервного ВЦ. Синхронизация данных производится в режиме *on-line* с использованием выделенного высокоскоростного канала связи. Такая система резервирования практически устраняет вероятность потери данных и обеспечивает быстрый переход на резервный ВЦ.

В НДЦ создан Фонд программного обеспечения НДЦ; разработан и утвержден порядок учета программного обеспечения в Фонде программного обеспечения НДЦ.

ОПЕРАЦИОННЫЕ РИСКИ

В НДЦ применяются следующие способы управления операционными рисками, связанными с архитектурой информационно-технической системы, а также процессом обработки поручений клиентов, испол-

нения операций и/или недостаточностью системы внутреннего контроля:

1. В плане развития НДЦ предусмотрены работы по совершенствованию информационно-технических систем и созданию принципиально новой технологической платформы НДЦ.

2. Разработана и введена в действие Инструкция пользователям компьютерных сетей НДЦ, которая, в частности, регламентирует порядок доступа к информационным системам НДЦ.

3. Разрабатываются, утверждаются приказами Директора НДЦ и реализуются ежеквартальные планы автоматизации технологических процессов НДЦ.

4. Разработанные в НДЦ операционные регламенты предусматривают и описывают все осуществляемые в НДЦ депозитарные, клиринговые и связанные с ними операции, которые включают в себя процедуры контроля ввода первичных данных в учетную систему, осуществления проводок по счетам депо, выявления ошибок при обработке поручений клиентов и др.

5. Разработана и внедрена дополнительная внутренняя контрольная процедура, в соответствии с которой все изменения прав допуска работников НДЦ, связанных с обслуживанием платежей клиентам, авторизуются старшим исполнителем.

6. В НДЦ реализован ряд методов, позволяющих снизить риски непреднамеренных ошибок, а также риски утечки конфиденциальной информации, мошенничества и сговора персонала. В частности, проводится обязательная проверка поступающей первичной документации, являющейся основанием для проведения операций, на подлинность; предварительно, до начала исполнения, поручения клиентов проходят авторизацию, на всех этапах прохождения клиентских поручений осуществляется контроль исполнения, все входящие и исходящие сообщения сохраняются в электронном виде и защищаются от изменения с помощью электронной цифровой подписи; при вводе поручений

дублирован ввод наиболее важных реквизитов поручений; поручение переходит на этап исполнения только после их сверки; все действия работника, выполняющего конкретную операцию в учетной системе, фиксируются и т. д.

7. Для внутреннего контроля операционного регламента введен мониторинг исполнения операций, основанный на фиксации максимальной длительности каждого этапа операции. Превышение времени исполнения этапа операции является сигналом о возможных проблемах технического или операционного характера.

В НДЦ разработана и успешно функционирует **система мер снижения рисков в системе электронного документооборота**, освещение которой требует отдельной статьи.

Надо отдавать себе отчет, что любая система управления рисками имеет свои недоработки, какие-то ее подсистемы со временем становятся неэффективными, новые вызовы не находят своевременно и адекватного ответа. Кроме того, нельзя игнорировать и «элемент привыкания» к сложившейся системе — нам кажется, что она по-прежнему эффективна, и повседневная «текучка» глушит тревожные сигналы. Но застой — это низкий старт для конкурентов, поэтому очень полезным представляется взгляд со стороны внешних экспертов, которые имеют возможность провести независимое сравнение нашей системы с лучшими аналогами. И в этом плане для нас были очень полезны рекомендации, высказанные по результатам сюрвейерской проверки и, конечно, по результатам проведения операционного аудита НДЦ агентством *Thomas Murray Ratings* в текущем году. Эти рекомендации с благодарностью приняты нами к исполнению, и многие уже реализованы в практической деятельности НДЦ. Но это только начало подъема на новый качественный уровень. ■

НОВОСТИ НДЦ

НДЦ обслуживает 5,73% акций ОАО «Газпром»

По состоянию на 26 октября 2006 г. на учете в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) находится 1,35 млрд. акций ОАО «Газпром», что составляет более 5,73% от общего объема выпущенных акций газового концерна.

НДЦ обеспечивает проведение операций с акциями

ОАО «Газпром» как по итогам биржевых торгов, так и на внебиржевом рынке на условиях свободной поставки и «поставки против платежа». С начала приема акций ОАО «Газпром» на обслуживание в НДЦ проведено более 80 тысяч инвентарных операций с этими ценными бумагами.



Михаил Карякин

Начальник управления страхования кредитных
и специальных рисков ОАО «Капиталь Страхование»,
канд. экон. наук

СТРАХОВАНИЕ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ РИСКОВ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ ШЕСТЬ ПРАКТИЧЕСКИХ СОВЕТОВ

Как ни странно это звучит, еще лет 10-15 назад страхование казалось чем-то далеким и не совсем понятным для большинства наших соотечественников. Сегодня же страхование как общественный институт стал по тем или иным причинам неотъемлемой частью жизни практически каждого из нас. Даже складывается впечатление, что все мы знаем про страхование почти все. Но специалисты, читающие данный журнал, прекрасно понимают, что в отечественном страховании еще есть малоизученные области. Есть и виды страхования, которые еще не слишком широко распространены, в том числе и по причине сложности практического применения. Именно на одну из таких областей мы и хотели бы обратить внимание и поделиться нашим видением того, на что необходимо обращать внимание при организации страховой защиты профессиональных рисков в финансовой сфере.

Для начала предлагаем четко определить, что мы вкладываем в понятие профессиональных рисков финансовых институтов (участников финансового рынка и рынка ценных бумаг). В соответствии с мировым опытом это:

- возможные потери и повреждения имущества компании, организации или банка, как недвижимого, так и при транспортировке;
- вероятные потери от ошибочных непреднамеренных и противоправных действий сотрудников (включая мошенничество в электронных и информационных системах);
- потери от противоправных действий третьих лиц (включая мошенничество в электронных и информационных системах);
- убытки, связанные с проведением операций по поддельным документам и ценным бумагам;
- вероятная финансовая ответственность перед третьими лицами за ущерб, нанесенный профессиональной деятельностью финансового института.

Большая часть перечисленных выше рисков относится к понятию операцион-

ных рисков. Однако, в отличие от кредитных и рыночных рисков, в отношении которых, как правило, у банкиров есть четкое представление и система риск-менеджмента, отношение к операционным рискам неоднозначно. В литературе до сих пор определение операционного риска и его классификация являются предметом дискуссий. Однако, несмотря на неопределенности со стороны методологии, жизнь не стоит на месте, и наилучшим ответом на активно развивающиеся и усложняющиеся внутренние процессы работы финансовой организации становится полис комплексного страхования и его дополнительные покрытия.

В результате многолетнего развития страховой рынок сегодня может предложить адекватную комплексную защиту от всех перечисленных рисков. Если говорить о практической стороне вопроса, то защита обеспечивается сочетанием двух видов страхового покрытия — комплексного страхования финансового института (в международной терминологии — *Bankers Blanket Bond, BBB*) и страхования профессиональной ответственности (*Financial Institution Professional Indemnity, FIP*).

В настоящее время полис *BBB* и, в качестве дополнения к последнему, полис *FIP* еще нельзя назвать широко распространенными в нашей стране. Но они уже успешно используются крупнейшими отечественными банками и участниками рынка ценных бумаг (биржи, депозитарии, регистраторы, управляющие компании). Кроме того, все более очевидно, что такое страхование не только предоставляет полноценную защиту самим финансистам, но и в большей степени призвано повысить надежность финансовых институтов в глазах их клиентов. Очень показательным, что в России это направление страхования стало обязательным для ряда участников рынка ценных бумаг (в частности, депозитариев, управляющих компаний). И на этом фоне представляется интересным применение *BBB* и его дополнительных покрытий (включая *FIP*) банками с целью снижения возможных потерь.

Итак, наличие специфических рисков и потребность в защите представляются очевидными. Мы хотели бы выделить несколько, на наш взгляд, основных моментов, на которые следует





обращать внимание в процессе разработки страховой программы.

1. Каждый банк и финансовая организация уникальны и требуют индивидуальной программы защиты. Поэтому первый шаг — проведение анализа рисков по ключевым направлениям деятельности.

Главное здесь — понять, на какой стадии и каким рискам подвергается компания, а также зачем и какое страховое покрытие может потребоваться. Крайне важно помнить, что отсутствие проблем и потерь в прошлом никоим образом не гарантирует спокойствия в будущем.

Все мы прекрасно понимаем, что профессиональные участники финансового рынка имеют и постоянно совершенствуют внутренние системы контроля и управления рисками. Однако, например, желанный рост объема бизнеса финансовой организации автоматически увеличивает вероятность операционного риска в виде ошибок при вводе и обработке данных, сбоев в электронных системах.

Немаловажную роль на данном этапе подготовки к страхованию может и должен сыграть консультант, специализирующийся на работе с финансовыми институтами. Главная польза, которую можно извлечь из работы такого специалиста, — получение независимой оценки защищенности организации от возможных потерь на всех этапах проведения операций. Также эксперт должен явно показать, на какие риски следует обращать особое внимание и какие бизнес-процессы требуют построения специальной системы контроля и защиты.

2. Если нет сомнений в необходимости страховой защиты, то надо решить, заниматься ли организацией страховой защиты самостоятельно либо поручить это внешнему специалисту, т. е. страховому брокеру.

Обычно в случае подобного выбора принято рассматривать все плюсы и минусы каждого из двух вариантов, что вполне справедливо. Но наша задача состоит не в этом. Предполагая, что априори выбор будет сделан лишь в пользу «правильного» страховщика либо «правильного» брокера, предлагаем обратить внимание на те затраты, которые возникнут у компании при этих двух вариантах.

Первое и, пожалуй, самое главное — при прочих равных стоимость страхового покрытия не должна меняться в зависимости от наличия или отсутствия брокера, что зачастую не является очевидным. Оплачивается работа брокера страховщиком или самой компанией — в итоге расходы будут одинаковыми.

Поэтому, на наш взгляд, выбор еще проще: готова ли компания сама зани-

маться отбором страховщиков, анализом страховых предложений каждого из них, проведением тендера и юридической экспертизой договора страхования? Если подобного опыта нет, то проще и дешевле обратиться к специализированному страховому брокеру, для которого организация страхования финансовых институтов представляет собой ежедневную практику.

3. Выбор страховщика, конечно, является одним из принципиальных моментов, и здесь важно не просто определить соотношение «объем покрытия — цена», но и провести серьезную работу по оценке надежности страховой компании. Существует великое количество факторов, влияющих на выбор страховщика. Можно глубоко погрузиться в изучение деталей и тонкостей отечественного страхового бизнеса — оценить кредитоспособность страховщика, его рыночный опыт, сбалансированность страхового портфеля и качество организации перестраховочной защиты. Естественно, это достаточно трудоемкий процесс, и всегда возникает желание его упростить. В реальности же в таком специфическом и узком направлении страхования в России выбор не так и велик. По нашему мнению, существует два основных фактора, которые необходимо учитывать при самостоятельном выборе страховщика, — кредитоспособность и опыт работы. Более того, в таком высокотехнологичном виде страхования круг страховых компаний можно заведомо ограничить 10-15 крупнейшими группами, что уже само по себе гарантирует профессиональный подход.

Если говорить о кредитоспособности, то анализ финансовой отчетности страховщика может быть и не обязательным, если страховщику уже присвоен высокий рейтинг кредитоспособности (к примеру, российского агентства «Эксперт РА»). Опыт работы — достаточно субъективный показатель. Но как минимум надо быть уверенным, что выбранный страховщик в последние годы постоянно работал в данном секторе страхового рынка, а также обладает штатом достаточно квалифицированных сотрудников, для которых ваш полис не станет первым в жизни.

При выборе брокера можно предложить еще более простой алгоритм. Помимо всех общих репутационных вопросов, необходимо узнать, какому числу компаний брокер ежегодно организует страхование *BVB* и что это за компании. Если сомнений не возникает, остается один вопрос: считаете ли вы возможным и необходимым оказаться в их числе? Отдельно стоит отметить, что практика российского рынка такова, что при организации страховой защиты с лимитов покрытия

выше 5 млн долл. США наверняка потребуются перестраховочная защита на международных рынках. В таком случае возникает дополнительный совет — обратиться к крупным международным брокерам, заведомо обеспечивающим соответствие мировым стандартам.

4. Для подготовки полноценного анализа состояния компании и профессиональной оценки риска, как правило, необходим экспертный анализ независимого сюрвейера. Именно на основе этого анализа позже брокер или компания, которой необходимо страхование профессиональных рисков, может проводить тендер по подбору страховщика и соответствующего покрытия. Отчет, полученный от сюрвейера, содержит весьма полезную информацию для оптимизации страховой программы и работы с рисками. Оценке подлежит весь цикл деятельности компании. Подчас в сюрвейерском отчете содержатся рекомендации, выполнение которых может быть обязательным при заключении договора страхования. То есть в определенной мере сюрвейер «ставит диагноз» и выявляет основные источники повышенного риска.

Порекомендовать сюрвейера может страховая компания или страховой брокер.

5. Выбрав форму работы по размещению своих рисков через страхового брокера или непосредственно в страховой компании, финансовый институт, заинтересованный в страховании своих профессиональных рисков, **должен будет заполнить анкету, в которой необходимо достоверно и полностью изложить информацию, касающуюся предмета страхования, а также приложить отчет сюрвейерской компании, если таковой уже имеется.**

Заведомо ложная или неполная информация влечет за собой риск утраты права на страховое возмещение в случае убытка.

Отвечая на вопросы анкеты, компания стоит перед выбором необходимого лимита ответственности. Для квалифицированного ответа на этот вопрос необходимо определить, какой максимальный ущерб теоретически может быть нанесен финансовому институту в течение года. Эту сумму можно получить, основываясь на статистике убытков своей организации и сложившейся практике на рынке в целом, учитывая при этом выводы сюрвейера. Далее выясняем размер лимита по следующим позициям:

- лимит покрытия по каждому году страхования (при страховании на несколько лет);
- лимит по каждому принимаемому на страхование риску;
- по одному страховому случаю;
- по выплатам одному лицу в резуль-



тате одного страхового случая (в случае возможных коллективных исков к финансовому институту).

При формировании программы важно учитывать, что на величину страховой премии влияет величина франшизы. Для определения суммы франшизы, соответствующей возможностям и потребностям финансового института, необходимо произвести оценку размера небольших убытков, которые могут быть нанесены финансовому институту и компенсацию которых он готов проводить самостоятельно, т. е. без возмещения со стороны страховщика.

Полностью сформировав программу и направив ее в страховые компании или брокерам, через некоторое время (в среднем — около двух недель) могут быть получены первые котировки и проекты страхового покрытия. На этой стадии компания — будущий страхователь должна еще раз оценить, соответствуют ли условия, предложенные страховщиками, реальным потребностям компании, корректны ли предлагаемые правила страхования страховщика, может ли данная страховая компания исполнить все обязательства по полису. Также страхователь должен четко представлять исключения

из страхового покрытия. Например, стандартными исключениями являются преднамеренное нарушение законодательства, несостоятельность страхователя, штрафы и иски государственных органов, загрязнение окружающей среды и пр.

Пересмотр программы и финальное покрытие должны быть четко поняты страхователю. Знание, например, таких ситуаций, при которых страховщик имеет право отказать в выплате страхового возмещения, просто необходимо.

С приобретением страховой защиты страхователь не снимает с себя тем самым ответственность. Работа компании и отношение ее к риску не должны меняться. Все события, которые покрываются полисом, в первую очередь носят непреднамеренный, случайный для руководства и владельцев организации характер, а все убытки, которые возникнут и будут покрыты по текущему договору, наверняка отразятся при возобновлении договора страхования на повышении ставки премии. Работа по снижению небрежности, ошибок и халатности собственного персонала, т. е. внутренний контроль компании, — это составляющая того же механизма управления риском, в который входит страхование. И все части

механизма по управлению риском являются взаимозависимыми.

6. Однако если произошло событие, которое может привести к убытку, необходимо в первую очередь проинформировать страховую компанию и не предпринимать не согласованных со страховщиком мер, которые могли бы повлиять на развитие ситуации по покрываемым событиям. Так, например, подписание документов, в которых страхователь подтверждает свою ответственность, без согласования со страховщиком может повлечь за собой отказ страховщика в выплате.

И последнее, о чем необходимо упомянуть, — это очевидная потребность четко представлять себе и учитывать в бизнес-процессах организации порядок рассмотрения претензий по договору страхования. Приобретая специализированное страховое покрытие, финансовый институт должен получить от своего брокера или страховщика четкие и практически реализуемые рекомендации по мерам, которые должны быть предприняты при возникновении убытков по договору страхования либо событий, потенциально ведущих к потерям, которые должны быть возмещены страховщиком. ■

НОВОСТИ НДЦ

Директор НДЦ Николай Егоров представил Россию на Международном форуме SIBOS 2006

11 октября 2006 г., Директор НДЦ, старший Вице-президент и член Правления ММВБ Николай Егоров представил Российскую Федерацию на сессии Международного форума SIBOS 2006 в Сиднее (Австралия), посвященной стратегии и возможностям быстрорастущих рынков. Это событие, организатором которого является SWIFT, ежегодно собирает несколько тысяч участников — представителей крупнейших банков, финансовых организаций и корпораций, а также разработчиков и поставщиков оборудования и решений для мировой финансовой индустрии. Год назад на SIBOS 2005 на пленарном заседании, посвященном развивающимся рынкам группы стран, объединенных названием BRIC (Бразилия, Россия, Индия, Китай), выступил руководитель ФСФР России Олег Выюгин. В 2006 г. российская делегация насчитывала более 100 человек, среди которых — руководители и специалисты Банка России, Альфа-банка, Внешторгбанка, Газпромбанка и других ведущих кредитных организаций и участников фондового рынка.

В своем выступлении Н. Егоров отметил, что на российском финансовом рынке до сих пор наблюдается фрагментарность инфраструктуры с очень большим количеством ее участников. Легально на рынке присутствует 7 фондовых бирж, 5 расчетных депозитариев, больше 80 регистраторов и очень быстро растущее количество инвесторов. На конец сентября это более 200 тыс. с приростом несколько тысяч инвесторов в неделю. «Есть и другие черты российской инфраструктуры», — подчеркнул Директор НДЦ, — «Они характеризуют ее не худшим и не лучшим образом, они просто отличают ее текущее состояние, в том числе, и от развитых рынков. В первую очередь, у нас 100% ценных бумаг существует в дематериализованной форме. В этом смысле у российского рынка

очень большое преимущество, в том числе перед весьма развитыми западными рынками, которые только находятся в стадии дематериализации, и это для них немалая проблема. Но при этом, к сожалению, на рынке отсутствует Центральный депозитарий, что с точки зрения международных инвестиционных структур, и нашей также, — большой недостаток. Это фрагментарные и связанные с конкретным продуктом расчеты (за исключением биржевого оборота) и отсутствие обязательного рублевого DVP (опять же за исключением биржевого рынка, где обслуживаются различные модели поставки против платежа), непризнание иностранного счета номинального держателя, что является с точки зрения иностранных участников препятствием к расширению присутствия на российском рынке. Отсутствие единого источника корпоративной информации, что тесно связано с отсутствием Центрального депозитария.

Одной из серьезных проблем также является отсутствие единых стандартов обмена документами, что, естественно, сокращает возможности электронного документооборота, увеличивает сроки расчетов, усложняет взаимодействие между участниками и не повышает оперативность и своевременность обеспечения прав собственности».

Обсуждались также специфические проблемы, связанные с отсутствием в настоящее время в России законодательства, регулирующего многие критичные для финансовой системы области, в том числе Законов о Центральном депозитарии, о биржевой деятельности, о клиринге, о производных инструментах.

Важно отметить, что выступления российских руководителей финансовых объединений на SIBOS становятся регулярными и вызывают большой интерес участников.



Кирилл Свинухов
эксперт ОСаО «Ингосстрах»

ПРОФЕССИОНАЛЬНОЕ УЧАСТИЕ ДЛЯ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ УЧАСТНИКОВ

Страхование как удобный и действенный инструмент
снижения финансовых потерь компании

В жизни нет гарантий, существуют одни вероятности.

Т. Клэнси

Цель этой статьи — постараться ответить на некоторые вопросы, которые неминуемо возникают у профучастников, когда они сталкиваются с необходимостью выбора средств защиты от возможных убытков при осуществлении деятельности на рынке ценных бумаг. В качестве одного из таких средств предлагается страхование, которое уже успело зарекомендовать себя в качестве надежной опоры для бизнеса. Наряду с этим поднимается вопрос о том месте, которое должно занимать страхование в системе мер по снижению рисков.

Очевидно, что в современных условиях нет ни одной сферы бизнеса, полностью огражденной от возможности возникновения убытков различной природы, свойств и последствий. Формирование инфраструктуры фондового рынка, развитие технологий, расширение отраслей — все это факторы, несомненно, положительного свойства, но, помимо новых преимуществ, они неизбежно порождают и новые проблемы. Перед профессиональными участниками фондового рынка, крупными эмитентами и рядовыми инвесторами возникают новые опасности, заставляющие от которых возможно лишь применить все имеющиеся на данный момент средства. Какой-либо однозначной «панацеи» от всех возможных угроз, призванной в максимально полном объеме и навсегда обезопасить всех участников фондового бизнеса, не существует. Каждый волен и, несомненно, обязан выбирать наиболее подходящие, эффективные и доступные средства «обороны». **Таким образом, применяя только системную и комплексную защиту, предельно подробно анализируя собственные, инфраструктурные и макроэкономические риски, выстраивая тем самым свою собственную многогранную модель обеспечения безопасности, можно с**

высокой степенью надежности гарантировать рискозащищенность предприятия и прогнозировать в реальном времени ее тенденции. Именно рискозащищенность в современном мире является показателем стабильности компании, для многих — верным критерием для выбора контрагентов, репутационным «знаком качества».

Разумеется, одно только лишь страхование не является «панацеей» от всех бед, однако в качестве удобного и действенного инструмента оно вполне может служить механизмом снижения возможных убытков и быть важным элементом в системе защиты компании от финансовых потерь. Прежде чем приступить к рассмотрению вопросов страхования применительно к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг и анализу характерных свойств и источников убытков, следует определиться с первопричинами любых убытков — рисками.

Риск — явление многогранное. Исследованиям природы и классификации рисков посвящено немало литературы. Позволю себе вкратце обобщить наиболее часто встречающиеся в современной практике типологии и определения рисков для того, чтобы задать лейтмотив дальнейшему исследованию.

Термин «риск» часто и широко применяется в повседневной жизни. Достаточно рассмотреть обстоятельства, когда нам приходится использовать понятие «риск». Их все можно объединить в 3 типичные группы: первая идентифицирует риск как некое событие, наступление которого может быть нами допущено (к примеру, экономический кризис, наводнение или финансовые мошенничества), вторая определяет риск через вероятностную оценку наступления этого события, а третья — это выражение возможных последствий (потерь) через стоимостную и качественную оценки. Для анализа, понимания и оценки рисков, а следовательно, выявления и предотвращения убытков, одинаково важны все 3 составляющие, которые являются неотъемлемыми характеристиками риска как целостного явления. Практическое применение того или иного понятия, их комбинаций, диктуется конкретными задачами.

С одной стороны, **риск — предполагаемое событие, обладающее признаками вероятности и случайности**, наступление которого связано с возможностью несения компанией различного рода потерь. Данное определение содержится в подавляющем большинстве правил страхования и обобщает положение



ния ст. 9 Закона РФ от 27 декабря 1992 г. № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации» и ст. 929 Ч. 2 Гражданского кодекса РФ. Очевидно, что здесь «риск» раскрывается через «предполагаемое событие».

С другой стороны, уже ставшая общепринятой в зарубежном финансовом сообществе методика оценки рисков *value at risk* имеет дело с рисками как с вероятностно-стоимостной категорией. Риск в данном случае выражается как «степень неопределенности будущих чистых доходов». Очевидно, это связано с тем, что изначально задается классификация событий, которые могут привести к потерям, и потом для анализа уже не столь важно, какое из них наступит, а гораздо важнее, насколько будущие доходы будут отличаться от прогнозируемых. Опять же здесь стоит конкретная цель — оценить возможный уровень потерь в стоимостной форме¹.

Страховщики применяют первое определение риска, уточняя его страховое свойство, — «**страховой риск**». Две неотъемлемые составляющие страхового риска — вероятность и случайность являются обязательными условиями для возможности распространения на него страхового покрытия. При этом, в зависимости от условий конкретного договора страхования, риск возникновения убытков должен быть связан с наступлением определенных неблагоприятных событий. Ставший уже традиционным набор рисков обычно представляет собой симбиоз либо комбинации 3 групп рисков:

- убытки вследствие неумышленных действий, а именно: ответственность профучастника за убытки вследствие ошибок и упущений сотрудников;
- убытки вследствие умышленных действий сотрудников и третьих лиц;
- убытки вследствие электронных и компьютерных преступлений.

Более подробно о каждой группе рисков и наиболее типичных убытках, связанных с ними, будет сказано ниже. До тех пор предлагаю вернуться к вопросу о том, насколько повышается эффективность управления рисками и, как результат, в какой степени происходит укрепление рискозащищенности профессионального участника при применении различных средств, имеющихся в наличии каждой компании. Позволю себе напом-

нить, следуя классической теории анализа, известной как *SWOT*-анализ, что в первую очередь необходимо рассмотреть сильные и слабые стороны имеющихся возможностей и потенциальных угроз. К сожалению, прописные истины часто теряются на фоне сложных моделей и масштабных расчетов, однако иногда именно это и является одним из латентных и опаснейших рисков организации.

Итак, в качестве важнейшей составляющей «сильных возможностей» любой компании является дисциплинированный и эффективный риск-менеджмент на всех ее уровнях. При этом риск-менеджмент должен являться частью менеджмента или управления в самом широком смысле этого слова. Распространенным является определение менеджмента как процесса планирования, организации и контроля ресурсов и деятельности организации для достижения поставленных перед ней целей наиболее эффективным с точки зрения соотношения затрат и результатов способом. В известной степени политика риск-менеджмента может обеспечить компании выполнение важнейшей функции — выживания, иными словами — защиты от возможных, в том числе и катастрофических, убытков. В этом аспекте риск-менеджмент, который занимается именно задачей выживания, является частью функции общего управления предприятием и занимает в ней особое место. Для того чтобы полностью раскрыть сущность риск-менеджмента, следует рассматривать его как некую функцию внутри организации, а также как управленческий процесс.

О риск-менеджменте в современной литературе сказано достаточно. Напомню лишь основные этапы этого важного для компании процесса:

- **анализ риска** — определение и оценка риска с точки зрения вероятности и случайности, а также количественных и качественных характеристик риска;
- **контроль риска** — выявление динамики изменений в рисках, выявленных ранее, выбор соответствующих мер для управления рисками;
- **использование различных средств управления рисками, финансирование риска** — весь доступный спектр мер, направленных на снижение вероятности наступления возможного риска, его исключение или избежание, а также уменьшение серьезности риска в случае его на-

ступления, покрытие финансового ущерба от рисков, которые окажутся ни допустимыми, ни контролируемыми на допустимом уровне;

• реализация механизмов управления рисками и контроль.

Помимо универсальных средств риск-менеджмента, при должной организации и участии заинтересованных участников рынка, ряд функций по агрегированному анализу и контролю рисков, на мой взгляд, может быть возложен на профессиональные объединения участников рынка, которые, в свою очередь, также заинтересованы в эффективности риск-менеджмента своих членов. Кроме того, аналогичные функции могут быть возложены и на различного рода регулирующие органы, осуществляющие контроль за деятельностью отдельных групп профучастников. Использование подобной практики позволит консолидированно решать спорные моменты на различных уровнях, а также выработает столь необходимые в нынешних условиях единые и широкие средства и методы защиты интересов самих профессиональных участников.

Наряду с этим, **некоторые риски могут быть снижены до вполне допустимого уровня** и собственными силами организации при условии, что реализация механизмов управления рисками проходит в рамках единой корпоративной политики, которая в свою очередь определяет те виды рисков, с которыми имеет дело компания, уровни допустимости этих рисков для организации и общий порядок управления ими. Что касается рисков, находящихся на недопустимом уровне, то для их снижения следует выбирать средства и этапы, адекватные и самому риску, и его уровню.

В отношении отдельных средств снижения рисков необходимо отдавать себе отчет в том, что в долгосрочной перспективе организации придется самостоятельно покрывать свои собственные убытки. Прежде всего это касается этапа финансирования риска заключается в распределении его стоимости по времени так, чтобы смягчилось финансовое давление, под которым окажется организация в случае появления серьезных убытков. Организация должна постараться это сделать с целью минимизации собственных издержек, и в качестве возможных вариантов

¹ Для того чтобы картина с определениями была более полной, можно привести еще один пример. В своей работе «Риск, Неопределенность и Прибыль» (Risk, Uncertainty and Profit), выпущенной еще в 1921 г. и являющейся одной из самых авторитетных книг по теории риска на Западе, Фрэнк Хайнеман Найт (Frank H. Knight) определяет риск как «неопределенность, которую можно измерить» (measurable uncertainty). Другими словами, риск приравнивается к неопределенности, а точнее к той ее части, которая поддается анализу. «Измеряемость» неопределенности предполагает наличие конечного и известного числа сценариев развития событий и, возможно, количественную/качественную оценку вероятности наступлений событий и их влияния на рассматриваемый объект. Чистая неопределенность, которую никак нельзя охарактеризовать, для практического применения, наверное, не очень интересна.



она может рассматривать создание резервного фонда либо учреждение собственной страховой компании.

Однако до сих пор наиболее приемлемым для многих методом является передача риска какой-либо страховой компании. Этому есть ряд причин. Во-

первых, найдется не так уж много организаций, желающих и способных самостоятельно финансировать покрытие всех своих рисков, даже учитывая, что вероятность многих из них сравнительно мала. Такой подход потребовал бы от большинства компаний замораживания значительных финансовых средств, нередко гораздо больших, чем находится в их распоряжении. Во-вторых, в замкнутом круге «величина компании — величина риска — величина средств на покрытие возможных потерь от риска», крайне сложно постоянно удерживать одну из величин на управляемом уровне. В-третьих, во многих организациях существуют риски, которые возникают слишком часто и стоят чрезмерно дорого, чтобы организация могла сама обеспечить их альтернативное финансовое покрытие. Такая организация будет нежизнеспособна, пока она не начнет использовать методы контроля риска, которые позволят на постоянной основе уменьшать частоту и тяжесть возникающих рисков до допустимого уровня.

С точки зрения страховой практики и в рамках сложившегося сегмента страхового бизнеса механизм переноса риска на страховщиков за почти 10 лет его функционирования уже успел доказать свою состоятельность. И вместе с тем он обнажил ряд существенных проблем как в сфере фондового бизнеса, так и в сфере страхования. Самые сложные и противоречивые проблемы вскрываются при «срабатывании» механизма страховой защиты.

Прежде всего, уже ставшая притчей во языцех проблематика возникновения у финансовых институтов убытков вследствие недостатков российского корпоративного законодательства, неактуаль-

ности нормативной базы и ограниченности их возможностей. Пожалуй, самым типичным риском на рынке ценных бумаг в настоящее время является **риск регистратора**, связанный с установлением подлинности подписи инвестора на передаточном распоряжении.

Не раз обсуждались и предлагались различные меры, предусматривающие прямую или косвенную защиту от мошеннических действий в сфере фондового бизнеса:

- обеспечение инвесторов полной и достоверной информацией о ценных бумагах и их эмитентах, развитие контроля за достоверностью информации;

- создание равных условий и обеспечение конкуренции при осуществлении предпринимательской деятельности на рынке ценных бумаг;

- ужесточение требований к профессиональной компетентности сотрудников, занимающих ведущие должности в организациях — профессиональных участников рынка ценных бумаг, ужесточение системы квалификационных экзаменов для этих лиц;

- усиление государственного контроля за соблюдением условий лицензирования при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, повышение требований к лицензированию профессиональных участников рынка, с целью обеспечения высокого уровня их квалификации, достаточности собственных средств, поддержание высоких стандартов добросовестности и открытости при осуществлении ими профессиональной деятельности;

- привлечение к солидарной ответственности эмитента, применение практики определения и разграничения договором на ведение реестра порядка наступления и размера ответственности регистратора и эмитента, применение механизма страхования в отношении рисков эмитента.

Западная практика показывает, что система, защищающая профессиональ-

ных участников от принятия к исполнению поддельных документов, вполне жизнеспособна. Эта система функционирует по следующему принципу: фондовые брокеры и дилеры заинтересованы в быстрой и эффективной перерегистрации прав собственности и в большей степени, чем регистраторы, способны контролировать риск, зная своих клиентов и имея возможность удостовериться в том, что подпись на передаточном распоряжении является подлинной и принадлежит индоссанту. Для инвестора более возможным представляется получить компенсацию от брокера, чем от регистратора, так как инвестиционные институты более состоятельны, чем регистраторы. Таким образом, брокер (дилер), заинтересованный в быстрой перерегистрации, предоставляя передаточное распоряжение регистратору, гарантирует, что подпись на документе принадлежит его клиенту и является подлинной.

В действительности, страхование, в случае предъявления к регистратору претензий со стороны пострадавшего зарегистрированного лица, на настоящем этапе развития фондового рынка и регулирующего законодательства является чуть ли ни самым действенным способом для возмещения убытков регистратора, а равно с ним и инвестора. Но не всегда **выплата страхового возмещения** — единственно верный выход из неблагоприятной для профучастника ситуации. И в данном случае страховщик готов к урегулированию претензии, оказывая помощь и поддержку в защите интересов своего клиента в суде. Очевидными недостатками такого процесса могут служить растянутость его во времени (на практике урегулирование убытков может продлиться от нескольких месяцев до нескольких лет), недостаточность обширной судебной практики по делам подобного рода, а также статистики, достаточной для целей страхования. При этом практически все случаи убытков в результате использова-

НОВОСТИ НДЦ

НДЦ вступил в Международную ассоциацию по вопросам обслуживания ценных бумаг (ISSA)

В октябре исполнительный совет Международной ассоциации по вопросам обслуживания ценных бумаг (*International Securities Services Association, ISSA*) принял единогласное решение о приеме НДЦ в члены ассоциации.

Благодаря членству в ISSA, НДЦ будет участвовать в проектах по сбору и анализу информации о финансовых рынках в различных странах, а также в совместных инициативах, направленных на усо-

вершенствование глобальной инфраструктуры расчетов, и конференциях, организованных Ассоциацией для своих членов, которыми являются большинство ведущих настороженных банков и депозитариев.

Обмен опытом является основой для взаимодействия, которое позволит модифицировать российский рынок ценных бумаг с точки зрения качества и эффективности, что особенно актуально при построении Центрального депозитария.



ния поддельных документов, в частности передаточных распоряжений и доверенностей, зачастую получают огласку исключительно благодаря скандалам вокруг них.

В договорах страхования защита от такого рода убытков играет роль первой скрипки. Если раньше удорожание страхования из-за включения в покрытие рисков искажения системы ведения реестра вследствие принятия к исполнению поддельных документов могло стать существенным препятствием для расширения комплексной страховой защиты, то постепенно, следуя реалиям рынка, финансовые институты приходят к необходимости максимально полной защиты.

Немаловажную роль в процессе «приучения» рынка к применению страховых инструментов высокой эффективности, коими, несомненно, являются комплексные договоры страхования, играют и **профессиональные объединения**, которые, понимая насущную необходимость такой защиты, повышают свои требования к договорам страхования, заключаемым их членами, а также к самим страховщикам. Последнее, в свою очередь, позволяет гарантировать, в случае возникновения у страхователей убытков, выплату им либо потерпевшим страхового возмещения.

Не остаются без внимания и должно-го развития и другие риски комплексных договоров страхования. Обычно в них включаются:

- умышленные противоправные действия сотрудников страхователя;
- убытки страхователя, понесенные им в связи с несанкционированным доступом к его компьютерным сетям;
- убытки Страхователя, понесенные им в связи с вводом в его компьютерные системы несанкционированных (мошеннических) электронных команд;
- риски ответственности за убытки, вызванные:

- техническими ошибками, повлекшими сбой, повреждение, отказ компьютерной техники, аппаратного оборудования или программного обеспечения,
- ошибками, повлекшими нарушение режима хранения первичных документов и способов архивирования информации;
- ошибками и упущениями сотрудников страхователя,
- ошибками, повлекшими частичную или полную утрату (гибель), повреждение документов.

К сожалению, достоверной информации об убытках на нашем рынке в результате ошибок и электронных преступлений, нет. Но это совсем не означает отсутствие таких убытков. Это вполне обычная ситуация для любой сферы оказания услуг. Несомненно, что компании, которым либо

заявлены претензии, либо уже столкнувшиеся с убытками, либо причинившие убытки своим клиентам, стараются не распространяться на эту тему, поскольку это может сказаться на сложившейся репутации компании.

Как бы то ни было, опыт показывает, что с появлением возможности покрыть произошедшие убытки за счет страхования пострадавшие компании более охотно предоставляют информацию, к тому же у страховщиков появляется возможность вести статистику убыточности по рынку. Несомненно и то, что с увеличением объема и количества страховых случаев у профессиональных участников рынка ценных бумаг, попадающих под имеющиеся у них договоры страхования, практика урегулирования возникших убытков будет совершенствоваться в соответствии с потребностями каждой из сторон.

Вместе с тем следует отметить бесспорный факт повышения общей культуры страхования во всем многообразии его аспектов от формирования индивидуальных наборов условий страхового покрытия до процедуры заявления претензий и их урегулирования среди профессиональных участников фондового рынка. Это может свидетельствовать о том, что важность защиты прав как финансового и юридического инструмента посредством страхования приобретает новый качественный уровень для рынка в целом.

Для того чтобы помочь лучше представлять механизм взаимодействия профессионального участника как клиента со страховщиком, следует привести **стандартную схему** их взаимодействия от момента заключения договора страхования до момента возникновения необходимости урегулирования страхового случая. Сознательно избегая более узкой формулировки «выплата страхового возмещения», хочу еще раз обратить внимание на заинтересованность страховщика в урегулировании претензий, предъявленных его клиенту, доступными юридическими и финансовыми способами. Для наглядности вся схема разделена на последовательные этапы.

1. Заполнение заявления-вопросника (анкеты) страховщика, формирование предложения по набору рисков — на данном этапе в соответствии со ст. 944 ГК РФ страхователь при заключении договора страхования обязан сообщить страховщику все известные обстоятельства, имеющие существенное значение для определения вероятности наступления страхового случая и размера возможных убытков. Существенными признаются обстоятельства, определенно оговоренные страховщиком в стандартной форме договора или письменном запросе (вопроснике).

2. Оценка страховщиком заявленного набора рисков исходя из данных вопросника, имеющегося опыта, статистики убыточности по рынку и тарифной политики компании.

3. Согласование условий договора страхования и положений правил страхования. Договор страхования может быть заключен в соответствии с требованиями профессионального объединения, членом которого является профучастник.

4. Подписание договора страхования, выдача сертификата.

5. Оплата страховой премии в порядке и на условиях, оговоренных при заключении договора страхования.

6. В случае наступления событий в период действия договора страхования, которые могут послужить основанием для предъявления в будущем претензий страхователю со стороны третьих лиц либо возникновению у него убытков, об этом должно быть незамедлительно (обычно 5–10 рабочих дней) сообщено страховщику. Последний в свою очередь может отказать в выплате страхового возмещения в случае нарушения этих сроков.

7. Претензия либо убыток должны быть заявлены в страховую организацию или в ее региональное подразделение в письменном виде путем отправки первичного заявления по факсу или по электронной почте в сроки, оговоренные при заключении договора страхования либо указанные в правилах страхования.

8. Полученные материалы, касающиеся претензии либо убытка, рассматриваются страховщиком, после чего последний в срок, который также может быть оговорен при заключении договора страхования, представляет страхователю письменный ответ на первичное заявление.

9. В зависимости от условий страхования, правил и политики страховщика, а также от обстоятельств страхового случая, факта его установления, наличия причинно-следственной связи между фактом наступления события, оговоренного в договоре страхования, и возникновением убытков/необходимости их возместить, стороны договора страхования приходят к соглашению относительно порядка (внесудебный, по решению суда), сумм и сроков выплаты страхового возмещения.

В целом процедура **урегулирования убытков** заключается в установлении факта страхового случая и размера вызванных им убытков. Исходя из этого при страховании, к примеру, рисков противоправных действий, включая электронные и компьютерные преступления, необходимо установить наличие преступления, т. е. нарушения уголовного законодательства сотрудниками страхователя или третьими



лицами, что может быть подтверждено возбуждением следственными органами уголовного дела по факту данного преступления. Для подтверждения факта страхового случая этого, как правило, достаточно. **Размер убытков, подлежащих возмещению, определяется соглашением страхователя, страховой компании и лица, понесшего убытки.** Без достижения такого соглашения выплата страхового возмещения невозможна и потерпевшему надлежит обратиться в суд, где будет определен размер ответственности стороны, виновной в причинении убытков. При страховании ответственности досудебное урегулирование усложняется тем, что страховым случаем признается установление обязанности страхователя возместить причиненные убытки, т. е. гражданская ответственность. **Досудебное урегулирование** проводится аналогично установлению ответственности в суде, т. е. должны быть определены:

- наличие и размер убытков;
- противоправность действий страхователя, т. е. совершение действий (бездействие), нарушающих чьи-либо права;
- причинная связь между возникновением убытков и действиями (бездействием) страхователя;
- вина страхователя в причинении вреда.

В случае, если все эти позиции будут установлены, в судебном разбирательстве нет необходимости.

Кроме этого, весьма перспективно, с точки зрения оперативности и компетентности, использование возможностей третейских судов профессиональных объединений.

Учитывая изложенное выше, можно сделать следующие выводы. *Во-первых*, защита профессионального участника должна отвечать принципам комплексности и использовать максимум доступных средств. Для этих целей применение эффективного риск-менеджмента как важной составляющей корпоративной политики видится наиболее эффективным и обоснованным. *Во-вторых*, использование страхования как надежного финансового инструмента и важного элемента системы риск-менеджмента позволяет избавить профучастника от возможных, в том числе и от катастрофических, убытков. Однако достичь это возможно только при должном внимании к вопросам страхования: правильного выбора страховщика, соблюдении требований законодательства и страховщиков, обеспечении достаточности объема страхового покрытия, применении механизмов страхования как элемента в комплексе мер по управлению рисками. *В-третьих*, отсутствие

информации и не всегда обоснованная боязнь ее раскрытия компаниями мешают развитию фондового рынка. Важнейший ресурс современности, являясь одновременно и мощнейшим оружием, должен быть призван в качестве опоры для эффективного функционирования рынка ценных бумаг. Аналогичный недостаток в информации прослеживается и в сфере страхования рисков финансовых институтов. Участники рынка, к сожалению, часто забывают о том, что информированный страховщик — это союзник, готовый непременно отстаивать права своих клиентов. *В-четвертых*, страхование и развитие его культуры должны идти теми же темпами, что и развитие фондового рынка, чтобы поддерживать на адекватном уровне эффективность предлагаемых способов защиты от возможных убытков.

Все многообразие отношений, связанных с возникновением ответственности, урегулированием претензий и убытков, в особенности в условиях динамично развивающегося рынка, представляет собой ценный материал для практических исследований, анализа тенденций и перспектив развития и вместе с тем оставляет множество вопросов и проблем, решить которые можно только совместными усилиями всех участников этих отношений. ■

НОВОСТИ НДЦ

НДЦ принял участие в 3-й Международной Конференции АЦДЕ

19–20 октября 2006 г. в Кишиневе состоялась 3-я Международная Конференция Ассоциации центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ) «Электронный документооборот центральных депозитариев стран СНГ, стандарты ISO, проблемы и перспективы внедрения электронного документооборота между участниками центральных депозитариев Евразии». Был принят ряд решений, определивших направления деятельности Ассоциации в 2007 г., в том числе:

- выбран новый состав Совета АЦДЕ, в который от Национального депозитарного центра вошел Директор НДЦ Николай Егоров, а также в качестве эксперта — Директор по развитию НДЦ Борис Черкасский;
- НДЦ были делегированы полномочия представлять АЦДЕ в вопросе определения условий сотрудничества членом АЦДЕ с Ассоциацией Национальных Нумерующих Агентств;

- в рамках Ассоциации была создана рабочая группа по электронному документообороту с участием SWIFT, которую возглавила руководитель службы стандартизации Управления нормативно-технологического обеспечения НДЦ Елена Соловьева;

- руководство рабочей группой по развитию междепозитарных отношений было поручено представителю НДЦ Галине Аксеновой, начальнику управления взаимодействия с торговыми, клиринговыми и расчетными системами.

На открытом заседании конференции 19 октября 2006 г. выступили также представители центральных депозитариев — участников ассоциации и международных инфраструктурных организаций. Следующая конференция АЦДЕ пройдет в Бишкеке в сентябре–октябре 2007 г.

НДЦ организовал стажировку представителей Государственного Центрального Депозитария ценных бумаг Республики Узбекистан

В рамках сотрудничества по обмену опытом между членами Ассоциации центральных депозитариев Евразии с 24 по 27 октября 2006 г. в НДЦ прошла стажировка представителей Государственного Центрального Депозитария ценных бумаг Республики Узбекистан (ЦД РУз).

В ходе рабочих встреч участники ознакомились с работой компании (структура, функции, достижения), системой внутреннего контроля и управления рисками в НДЦ, системой депозитарного учета. В том числе были рассмотрены типы счетов депо, порядок фиксации на

счетах депо или в учетных регистрах депозитария информации о собственнике ценных бумаг при передаче последних в доверительное управление, залогодержателю.

Также рассмотрены вопросы междепозитарного взаимодействия между НДЦ и ЦД РУз, такие как: возможность установления корреспондентских отношений НДЦ с ЦД РУз; перспективы взаимодействия в рамках электронного документооборота между НДЦ и ЦД РУз; нормативно-правовые вопросы.

**Михаил Васильев**

Директор по страхованию финансовых институтов
ООО «Страховой брокер Виллис СНГ»

О РАСКРЫТИИ ИНФОРМАЦИИ ПРИ РАЗМЕЩЕНИИ РИСКОВ ФИНАНСОВОЙ ОРГАНИЗАЦИИ НА МЕЖДУНАРОДНОМ СТРАХОВОМ РЫНКЕ

Цель данной статьи — ОБРАТИТЬ ВНИМАНИЕ РИСК-МЕНЕДЖЕРОВ РОССИЙСКИХ ФИНАНСОВЫХ ОРГАНИЗАЦИЙ, КОТОРЫЕ ПРИОБРЕЛИ ИЛИ НАХОДЯТСЯ НА СТАДИИ ПРИОБРЕТЕНИЯ СТРАХОВОЙ ЗАЩИТЫ ОТ СПЕЦИАЛЬНЫХ РИСКОВ, НА РЯД ОСОБЕННОСТЕЙ ПЕРЕДАЧИ РИСКОВ НА АНГЛИЙСКИЙ ПЕРЕСТРАХОВОЧНЫЙ РЫНОК. ОБ ЭТИХ ОСОБЕННОСТЯХ ПОЛЕЗНО ЗНАТЬ, ЧТОБЫ ЛУЧШЕ КОНТРОЛИРОВАТЬ ВЕСЬ ПРОЦЕСС РАСПРЕДЕЛЕНИЯ РИСКА И ОБЛЕГЧАТЬ ПРОЦЕДУРУ ПОЛУЧЕНИЯ ВОЗМЕЩЕНИЯ.

ВСТУПЛЕНИЕ

Люди и организации по-разному относятся к страхованию. Как правило, очень многое зависит от индивидуального опыта, полученного в ходе приобретения страховых услуг и возмещения убытков.

Для одних страхование часто носит формальный характер: главное, чтобы был действующий полис. При отсутствии убытков о качестве страховой защиты и правильности оформления документов вопросов не возникает.

Для тех, кто когда-то столкнулся с отказом или проблемами с выплатой возмещения, страхование нередко теряет привлекательность. Частная проблема негативно экстраполируется на всю сферу страховых услуг. Это несправедливо, но часто имеет место.

Есть еще одна группа участников рынка. Эти люди и организации осозна-

ют, что приобретение и использование страховой защиты — вопрос непростой, требующий времени, внимания и затрат. Но эти люди и организации научились эффективно использовать преимущества страхового механизма распределения критических рисков.

Иными словами, как и любая сфера финансовых услуг, страхование имеет свою специфику. Отказаться от страхования легче всего. Сложнее, но и одновременно выгоднее научиться эффективно использованию этого инструмента.

Цель настоящей статьи — рассказать об одном из важных аспектов подготовки к приобретению страховой защиты, которому не всегда уделяется должное внимание. Этим важным аспектом является раскрытие информации страховому и перестраховочному рынку при размещении рисков финансовых организаций, в осо-

бенности на международном перестраховочном рынке.

Следует отметить, что речь идет в первую очередь о таких специальных рисках финансовых институтов, как:

- комплексное страхование от преступлений, включая преступления с использованием электронного и компьютерного оборудования и технологий;
- страхование ответственности за причинение ущерба третьим лицам вследствие ошибок и упущений сотрудников в ходе оказания профессиональных услуг;
- страхование ответственности директоров.

Поскольку исторически сложившимся рынком перестрахования таких рисков является лондонский рынок, в статье будут затронуты особенности раскрытия информации в рамках требований английского права.



О РАСКРЫТИИ ИНФОРМАЦИИ

1. Отношения «клиент — страховая компания»

Любое лицо — промышленное предприятие, торговая компания, физическое лицо — периодически пользуется услугами финансовых организаций. Это означает, что такое лицо вступает в договорные отношения с банками, инвестиционными и страховыми компаниями, и такие отношения предусматривают возникновение обоюдной финансовой зависимости.

Так, при получении кредита заемщик обязан заполнить разработанную банком анкету и заявление на получение кредита. Заявление необходимо для регистрации факта добровольного запроса заемщика на получение финансовой услуги, анкета — для оценки степени риска невозврата и/или несвоевременного погашения кредита заемщиком.

Во взаимоотношениях со страховой компанией существует несколько иная связь: движение денежных средств на этапе заключения договора страхования происходит от клиента (страхователя) к страховой компании (страховщику). Обратное движение, только в большем объеме, происходит после наступления определенных событий, описанных в договоре страхования. Таким образом, страхование является услугой, распределенной на некоем временном отрезке.

У большинства страхователей в течение многих лет страхования не происходит страховых случаев и, соответственно, не возникает обязанности страховщика произвести выплату возмещения. Некоторые страхователи при этом считают, что «платили зря», так как «ничего не получили взамен». Но этот подход неверен — на протяжении многолетнего периода страхования у клиента находится комплект документов, обеспечивающих ему возможность получить финансовые ресурсы в случае внезапных финансовых или имущественных потерь, причем в большем объеме, нежели размер уплаченной премии. Весь этот период риск клиента был перенесен на страховые компании, подписавшие договор.

Таким образом, как и банк, страховая компания также платит, но при наступлении определенного события. Впрочем, именно благодаря фактору вероятности стоимость страхования гораздо ниже, чем стоимость привлечения банковского кредита. Логично, что страховой компании, как и банку, необходимо оценить степень риска, — но не платежеспособности клиента, а вероятности наступления определенных событий и их финансовых последствий.

Договор между клиентом и страховой компанией должен максимально соответствовать запросам и ожиданиям клиента, с одной стороны, и быть основанным на адекватной оценке риска страховщиком, с другой стороны. Поэтому очень важно, чтобы специалист по оценке риска располагал адекватной информацией о риске. Ключевым источником информации для страховщика является заявление-вопросник, которое заполняется заявителем — потенциальным страхователем. Помимо заявления, страховщик может задать заявителю дополнительные вопросы, чтобы глубже проанализировать конкретный риск.

Здесь уместно подчеркнуть, что на практике заполнение заявления-вопросника нередко воспринимается как формальность, которую необходимо быстрее выполнить, чтобы получить главное — цену страхования. Не секрет, что для многих клиентов ценовой фактор является определяющим, поэтому все остальные аспекты воспринимаются как второстепенные, а зря. Если заявитель даже не умышленно, а по невнимательности не сообщил о ранее понесенных убытках или заявленных против него претензиях, страховая компания впоследствии может отказать в выплате по аналогичному убытку, если ей станет известно о прошлых проблемах. И это не формальная причина — если на этапе принятия риска страховая компания не знала о наличии убытков в прошлом, она не сможет задать вопросы о том, что компания-заявитель сделала для предотвращения таких ситуаций в будущем. Соответственно, риск будет оценен неадекватно, и страховая компания может претендовать на признание условий договора изначально несправедливыми.

Согласно п. 3. ст. 944 гл. 48 ГК РФ сообщение заведомо ложных сведений об обстоятельствах, имеющих существенное значение для определения вероятности наступления страхового случая и размера возможных убытков от его наступления, может повлечь требование страховщика признать договор страхования недействительным.

Вышесказанное не означает, однако, что страховщик в любом случае будет прибегать ко всем методам, направленным на уклонение от выплаты. Из практики известно множество случаев, когда страховая компания формально могла отказать в выплате возмещения, но не пользовалась этим правом и платила.

Дело в том, что при выплате возмещения большую роль играют субъективные факторы, в частности характер взаимоотно-

шений между людьми, представляющими разные стороны в указанном бизнес-процессе. Как ни странно это может прозвучать, но для страховщика часто важным является то, насколько честно и открыто ведется по отношению к нему клиент-страхователь.

Добросовестное отношение клиента к предоставлению информации до и после страхового случая часто приводит к тому, что специалист страховой компании сам оказывает содействие при улаживании формальностей с документами, необходимыми для выплаты. А бывает, что мелкий обман, утаивание фактов или элементарная небрежность провоцируют недоверие и переход в режим формального общения с возможными задержками или отказом в выплате.

Исходя из вышесказанного, представляется разумным скрупулезно выполнять все формальные требования по раскрытию информации, вне зависимости от характера взаимоотношений со страховой компанией.

2. О рисках перестрахования

До сих пор мы затрагивали исключительно вопросы взаимоотношений между клиентом и страховой компанией. Этого вполне достаточно, если речь идет о риске, полностью остающемся на удержании страховой компании. Однако если речь идет о крупных рисках с многомиллионными лимитами ответственности, клиенту полезно знать, что страховая компания, в которую он обратился, скорее всего, «поделится» риском с другими страховщиками, среди которых могут с большой долей вероятности оказаться иностранные страховые компании. Особенно это касается специальных рисков финансовых институтов, о которых было сказано во вступлении.

Передавая часть риска на перестраховочный рынок, российская страховая компания заключает договоры перестрахования, согласно которым она, в свою очередь, несет обязательства по раскрытию информации о риске. Если она нарушит свои обязательства, перестраховщики могут отложить выплату или отказать в выплате возмещения. В таком случае страховой компании придется выплачивать возмещение в полном объеме. Некоторые компании могут себе позволить выполнить свои обязательства по прямому договору полностью. Некоторые — нет. Суть вышесказанного: если вы хотите быть полностью уверенными в надежности размещения риска, поинтересуйтесь качеством перестраховочной защиты, приобретаемой вашей страховой компанией.



3. Раскрытие информации: особенности российского законодательства.

Выше мы уже ссылались на Гражданский кодекс (ГК) Российской Федерации, регулирующий взаимоотношения сторон при заключении договора страхования. Полагаем, будет полезным остановиться на ряде положений ГК, связанных с раскрытием информации.

В частности, процитируем полностью первые 2 пункта ст. 944 (Сведения, предоставляемые страхователем при заключении договора страхования):

«1. При заключении договора страхования страхователь обязан сообщить страховщику известные страхователю обстоятельства, имеющие существенное значение для определения вероятности наступления страхового случая и размера возможных убытков от его наступления (страхового риска), если эти обстоятельства не известны и не должны быть известны страховщику.

Существенными признаются во всяком случае обстоятельства, определенно оговоренные страховщиком в стандартной форме договора страхования (страхового полиса) или в его письменном запросе.

2. Если договор страхования заключен при отсутствии ответов страхователя на какие-либо вопросы страховщика, страховщик не может впоследствии требовать расторжения договора либо признания его недействительным на том основании, что соответствующие обстоятельства не были сообщены страхователем».

Важным в вышеуказанных пунктах является то, что заявитель сообщает страховщику обстоятельства, достаточные для оценки риска, заполняя соответствующий вопросник и письменно отвечая на все дополнительные вопросы страховщика. Если страховщик принял информацию, предложил ценовые и иные условия заключения договора страхования, выпустил полис и получил страховую премию, то он не сможет настаивать на расторжении договора, если потом выявятся какие-либо обстоятельства, о которых клиент знал, но не сообщил, потому что его об этом не спросили.

Впрочем, при изменении степени риска в период действия договора страхования страхователь обязан незамедлительно сообщать страховщику о ставших ему известными значительных изменениях в обстоятельствах, сообщенных страховщику при заключении договора, если эти изменения могут существенно повлиять на увеличение страхового риска (ст. 959 ГК РФ «Последствия увеличения страхового риска в период действия дого-

вора страхования»). Значительными во всяком случае признаются изменения, оговоренные в договоре страхования и в переданных страхователю правилах страхования.

Страховщик, уведомленный о таких обстоятельствах, вправе потребовать изменения условий договора страхования или уплаты дополнительной страховой премии соразмерно увеличению риска. Если страхователь отказывается, страховщик вправе потребовать расторжения договора.

Этот момент важен тем, что страхователь не всегда осознает, что договор страхования вменяет ему в обязанность сообщать о чем-то еще в период действия договора. Поэтому полезно, когда на стороне страхователя работает профессиональный штатный специалист по страхованию либо брокер, который периодически встречаются со страхователем и обсуждают с ним возможные текущие изменения в степени риска.

И наконец, третий компонент системы раскрытия информации — уведомление о наступлении страхового случая. Согласно ст. 961 «Уведомление страховщика о наступлении страхового случая» Страхователь после того, как ему стало известно о наступлении страхового случая, обязан незамедлительно уведомить об этом страховщика или его представителя. Если договором предусмотрен срок и/или способ уведомления, оно должно быть сделано в условленный срок и указанным в договоре способом.

Неисполнение этой обязанности дает страховщику право отказать в выплате страхового возмещения, если не будет доказано, что страховщик своевременно узнал о наступлении страхового случая либо что отсутствие у страховщика сведений об этом не могло сказаться на его обязанности выплатить страховое возмещение.

Таким образом, раскрытие информации происходит в трех временных интервалах:

- 1) на этапе заключения договора;
- 2) в период его действия;
- 3) после наступления событий, приводящих к убытку.

Нарушение обязанностей страхователя по раскрытию информации на каждом этапе может привести как минимум к проблемам при урегулировании убытков, как максимум — к расторжению договора или признанию его недействительным.

Здесь мы вплотную подходим к проблеме раскрытия информации страховой компании с вопросами перестрахования.

Выше было упомянуто о договорах перестрахования, на основании которых

русская страховая компания передает риск, к примеру, на международный страховой рынок. Такие договоры перестрахования действуют сравнительно автономно от прямого договора страхования. Иными словами, могут существовать различия в условиях прямого и перестраховочного договоров, которые могут оказаться существенными при урегулировании убытка.

В рамках настоящей статьи обратим внимание на такой аспект, как регулирование договора перестрахования английским правом, выдвигающим несколько иные требования к раскрытию информации о риске, нежели российское законодательство.

4. Раскрытие информации в рамках английского права

Согласно общим принципам английского общего права, сторона, вступающая в договорные отношения с другой стороной, не обязана раскрывать всю существенную информацию, относящуюся к сделке.

Договоры страхования являются исключением, поскольку базируются на принципе наивысшей степени доверия (*ubberimae fidei*) между страхователем и страховщиком. Нарушение установившихся фидуциарных отношений — отношений, основанных на доверии между доверительным собственником и бенефициаром, страховщиком и страхователем, учредителем компании и учрежденной компанией — любой из сторон считается нарушением договора.

В частности, в судебном прецеденте *Bell v. Lever Bros Ltd* (1932 г.) председательствующий судья высказал следующее: *«Обычно нераскрытие существенных фактов, которые могли бы повлиять на решение осмотрительного контрагента, не дает право расторгнуть договор в одностороннем порядке... Однако несколько типов договоров базируются на принципе наивысшей добросовестности, что предусматривает расторжение договора, если обнаружится, что одна из сторон не раскрыла все существенные факты, которые могли повлиять на решение о договоре другой стороной. Договоры о партнерстве и страховые договоры относятся к этому типу. В этих случаях такая обязанность возлагается на партнера, предлагающего заключить договор [т.е. заявителя], и возникает до его заключения».*

Под принципом наивысшей добросовестности понимается обязанность каждой стороны на добровольной основе тщательно и полностью раскрыть все обстоятельства и факты, являющиеся существенными в части риска, который предлагается страховщику, вне зависимости



от того, было ли это запрошено другой стороной.

Помимо прецедентов, требование по раскрытию всей существенной информации закреплено в кодифицированной части английского права, а именно в п. 2 разд. 18 Закона о морском страховании 1906 г.: «Существенным является любое обстоятельство, которое может оказать влияние на суждение осмотрительного страховщика относительно размера страховой премии за риск или приемлемости взятия на себя риска». При этом особенностью английского права является то, что данное положение указанного закона распространяется на все остальные виды страхования.

Если суд признает, что страхователь не сообщил какие-либо существенные факты, страховщик может быть освобожден от обязательства выплаты возмещения по договору страхования вследствие признания договора изначально недействительным.

Этот принцип проистекает из предположения, что страхователь, который хочет передать страховщику свой риск, располагает полной информацией о своем риске, в то время как страховщик не имеет такой информации. Поэтому представляется честным и справедливым, если сторона, располагающая информацией, добросовестно поделится ею со своим предполагаемым партнером по договору страхования.

Этот принцип закрепился в английском праве рядом судебных прецедентов, в частности классическими *Carter v. Boehm* (1766) и *Rozanes v. Bowen* (1928).

С одной стороны, российского страхователя мало волнуют аспекты страхования в рамках законодательства Англии и Уэльса (для справки: в Шотландии применяется иное право). Но ему стоит задуматься о том, что при передаче риска на международный рынок российский страховщик не может воспользоваться положениями российского Гражданского кодекса, согласно которому он обязан лишь ответить на вопросы, заданные перестраховщиком, так как в подавляющем большинстве случаев договоры перестрахования регулируются английским правом.

Поэтому российскому страхователю стоит взглянуть на вопрос раскрытия информации с учетом требований перестраховочного рынка, т. е. раскрыть все существенные факты и обстоятельства, которые имеют отношение к риску.

Некоторые могут задаться вопросом: какую информацию следует считать существенной и относящейся к риску, а какую нет? К сожалению, закрытый список критериев как таковой не существует. Тем не

менее существует ряд критериев, которыми можно руководствоваться при раскрытии информации страховщику.

В частности, к информации, которую нет необходимости специально сообщать страховой компании, относятся:

- положения законодательства. Как говорится, незнание законов не освобождает от ответственности. Соответственно, страховщик не может сослаться на незнание каких-либо особенностей законодательства, так как эта информация имеет общеизвестный и общедоступный характер;

- иная информация, имеющая общеизвестный и общедоступный характер. К такой информации могут быть отнесены данные о масштабных военных действиях или стихийных бедствиях, общественных беспорядках, а также стандартная информация о процедурах и процессах, применяемых не только на предприятии страхователя, но и в целом в индустрии. Это может быть стандартная для всего мира банковская процедура или стандартный производственный процесс. Иными словами, такая информация, которая не является исключительным достоянием страхователя, а доступна широкой общественности через средства массовой информации и по иным каналам;

- информация об обстоятельствах, снижающих степень риска. Логично, что страховщик не может претендовать на ущерб от нераскрытия ему таких обстоятельств. Более того, предполагается, что страхователь сам раскроет такую информацию в целях снижения премии и улучшения условий страхования;

- факты, в отношении которых страховщик сам ограничивает свои права на объем и качество требуемой им информации. Как правило, такое ограничение накладывается характером вопросов в стандартном заявлении-вопроснике, которое заполняется клиентом и направляется страховщику. Классическим примером является вопрос «Просьба сообщить обо всех убытках, понесенных за последние пять лет». Такой постановкой вопроса страховщик ограничивает свое право на получение информации обо всех убытках, которые были зарегистрированы организацией-заявителем — ему достаточно сообщить факты об убытках за последние пять лет. Еще одним способом является пропуск ответа на вопрос: если после рассмотрения заявления-вопросника страховщик не вернулся с вопросом относительно того, почему не был дан ответ по конкретному пункту заявления-вопросника, ему потом будет сложно заявлять о своих правах на получение такой информации. Если же вы намерены дать

ответ на вопрос, но не уверены, как лучше это сделать, можно порекомендовать раскрыть известную вам информацию, сделав оговорку, что вы готовы предоставить еще более детальную информацию на основании отдельного запроса страховщика. Если от вас требуется коротко ответить «да» или «нет», а вы сомневаетесь в правомерности такого однозначного ответа — сопроводите ответ развернутым комментарием относительно именно вашего случая. Например, вы не уверены, можете ли вы утвердительно ответить на вопрос «оборудованы ли помещения охранной сигнализацией», так как часть помещений оборудована, а часть — нет. Так и напишите: такие-то помещения оснащены датчиками, такие-то обеспечены физической охраной входа, такие-то не охраняются вовсе, при получении дополнительного запроса может быть представлен подробный план помещений с обозначением охраняемого периметра. Главное, что вы сообщили страховщику о степени риска в вашем конкретном случае;

- факты и обстоятельства, которые должны выявляться сюрвейером, если таковой назначен страховой компанией. Проведение сюрвея предусматривает, что профессионал в части проведения предстраховой экспертизы соберет всю информацию об объекте и его подверженности риску. От вас лишь требуется сообщить сюрвейеру всю запрашиваемую им информацию, не утаивать существенные факты и не исказить их. Иными словами, быть честными, открытыми и проявлять высшую склонность к сотрудничеству;

- факты, которые точно не были известны страхователю на этапе приобретения страховой защиты. В этой части нужно быть уверенными в том, что вы собрали полную информацию, относящуюся к данному виду риска, со всех внутренних подразделений. В крайнем случае в заявлении-вопроснике можно подчеркнуть, что информация предоставляется на основании данных, которыми на дату заполнения анкеты располагает высшее руководство и подразделение по управлению рисками. В таком случае есть шанс обосновать, что информация об убытке, известная руководителю удаленного от головного офиса подразделения, дошла до руководства и/или до риск-менеджера после заключения договора страхования. Тем не менее, все зависит от конкретной ситуации, поэтому автор рекомендует не воспринимать данный пункт слишком буквально и собирать информацию как можно тщательнее.

В каждом случае информация собирается на основании заявления-вопрос-



ника, дополнительных вопросов страховщиков и перестраховщиков, а также за счет опыта и знаний конкретных специалистов компании, приобретающей страховую защиту, а также брокеров, работающих на компанию. Многие зависят от индивидуального риск-профиля организации и от готовности ее руководителей раскрывать информацию.

Практика показывает, что иногда информацию не раскрывают страховому рынку из-за склонности любой организации «не выносить сор из избы». Но это равносильно искажению информации в проспекте эмиссии: как и инвестор, страховщик имеет право на получение достоверной информации о риске. Принимая на себя риск организации, страховщик становится своего рода инвестором, т. е. он становится экономически заинтересованным в безубыточности своего клиента.

Эффективное содействие в сборе и подготовке информации для российского страховщика и для иностранных перестраховщиков может оказать брокер, имеющий практический опыт работы с английским перестраховочным рынком. Чаще всего это брокер, размещающий риск, так как он непосредственно контактирует с международными компаниями и синдикатами «Лloydс», которые принимают на себя риск. В этом отношении функция брокера не ограничивается формулированием и предоставлением ценовых условий договора страхования: он должен быть способен оказать профессиональное содействие в части подготовки и раскрытия информации страховому рынку.

5. Влияние качества раскрытия информации на выплату возмещения

Автор позволит себе в некоторой степени повторить то, что было описано выше, но исключительно с целью обратить внимание на ключевые моменты, влияющие на процесс выплаты возмещения.

Согласно английскому праву, если страхователь не раскрыл все существенные обстоятельства, которые могли бы оказать влияние на суждение страховщика относительно размера страховой премии за риск или приемлемости взятия на себя риска, сообщил заведомо ложную или искаженную информацию о риске, то страховщик имеет право потребовать признания договора недействительным с самого начала периода страхования.

Заметим, что по российскому Гражданскому кодексу страховщик может предпринять аналогичные действия только в случае сообщения заведомо ложных сведений об обстоятельствах, имеющих

существенное значение для определения вероятности наступления страхового случая и размера возможных убытков от его наступления (п. 3. ст. 944 ГК РФ).

Что касается неполного раскрытия информации, то страховщик не может впоследствии потребовать расторжения договора либо признания его недействительным на том основании, что какие-либо существенные обстоятельства не были сообщены страхователем, так как таковыми признаются обстоятельства, оговоренные страховщиком в стандартной форме договора страхования или в его письменном запросе.

Таким образом, ключевое отличие английского права от российского законодательства заключается в том, что российский клиент — страхователь — должен лишь заполнить заявление-анкету и ответить на дополнительные вопросы, а российский страховщик должен раскрыть английскому перестраховочному рынку всю существенную информацию о риске, которая ему известна.

Существенное отличие также касается практики рассмотрения судами случаев отказа страховых компаний в выплате возмещения вследствие нарушения страхователем сроков уведомления об убытках. Английские суды жестче, нежели российские, относятся к такому виду нарушения условий договора. Поэтому рекомендуется внимательно относиться к условиям договора, касающимся порядка уведомления об убытках, а также интересоваться аналогичными требованиями в рамках договоров перестрахования.

Иными словами, чтобы не было излишних проблем во взаимоотношениях между российским страховщиком и его партнерами по перестрахованию при урегулировании убытка, рекомендуется подойти к вопросу раскрытия информации и уведомления об убытках менее формально, нежели допускается российским законодательством, и учесть специфику английского права, регулирующего договор перестрахования.

Российский страхователь, разумеется, может занять удобную позицию и заявить, что его не затрагивают взаимоотношения российской страховой компании с перестраховщиками. И формально будет прав. Но насколько такая позиция эффективна в конечном счете?

Ведь несоответствующее раскрытие информации страховому рынку чревато не просто отказом от выплаты, а отказом от всего договора. Можно заставить российского страховщика заплатить и принудить к продолжению действия договора, невзирая на проблемы с получением воз-

мещения от перестраховочного рынка, но насколько оптимален этот путь?

Разумеется, вышеописанное не значит, что при любом факте нераскрытия какой-либо информации российским клиентом автоматически будут задействованы механизмы расторжения и прекращения договоров. На практике международные перестраховщики предпринимают все усилия по мирному и эффективному разрешению сложных ситуаций, возникающих в связи с нераскрытием или искаженным раскрытием информации. В конце концов, перестраховочный рынок имеет дело с российскими страховыми компаниями, которые являются их многолетними партнерами по бизнесу, и никто не заинтересован в разрушении укоренившихся деловых связей.

Существенную роль также играет международный брокер, разместивший риск, так как он имеет серьезный рычаг воздействия на перестраховочный рынок и практически всегда приводит стороны к разумному консенсусу. Еще одним практическим аргументом переговоров является то, что российский страховщик не мог раскрыть информацию, если она была ему неизвестна, так как не была раскрыта его клиентом.

Более серьезная проблема возникает лишь тогда, когда страхователь нарушает обязательство по своевременному уведомлению об убытке. Страховщики и перестраховщики воспринимают это не просто как формальное несоблюдение условий договора, а как нарушение доверительных взаимоотношений: ведь они тоже участвуют в рисках страхователя и имеют право на ту же информацию о происходящем. В конце концов, их своевременное вовлечение может помочь лучше проконтролировать и даже минимизировать конечный убыток. Не пренебрегайте правами ваших партнеров, и это сыграет на пользу обеим сторонам. Если нет достаточных оснований для составления официального письма с уведомлением, достаточно сделать телефонный звонок своему брокеру или страховщику, сообщить об обстоятельствах и проконсультироваться относительно того, что делать дальше. Это гораздо эффективнее, чем хранить молчание.

Таким образом, существует некая идеальная модель взаимодействия и взаимопонимания сторон, а есть реалии. Идеал недостижим, но реальное положение дел всегда следует совершенствовать. Иными словами, данное эссе стремится обратить внимание риск-менеджеров российских финансовых организаций, которые приобрели или находятся на стадии приобретения страховой защиты



от специальных рисков, на ряд особенностей передачи рисков на английский перестраховочный рынок. Об этих особенностях просто полезно знать, чтобы лучше контролировать весь процесс распределения риска и облегчать процедуру получения возмещения.

Как уже было сказано в начале статьи, английский перестраховочный рынок является, по сути, международным рынком специальных рисков финансовых институтов, таких как комплексное страхование от преступлений, страхование от электронных и компьютерных преступлений, страхование профессиональной ответственности, ответственности директоров и управляющих.

За последние 20 лет ни компании континентальной Европы, ни японский рынок не предложили какой-либо существенной альтернативы английской рыночной площадке. Североамериканский рынок еще более далек от принятия индивидуальных рисков российских финансовых организаций. В силу ряда причин эволюционного характера российский страховой рынок пока также не готов предоставлять существенные емкости под указанные группы рисков.

Очевидно, что в ближайшие годы «Лloydс» и международные компании в Лондоне будут являться основной площадкой для размещения специальных рисков российских банков и иных финансовых институтов. Поэтому изучение особенностей работы английского рынка представляется актуальным и полезным для дальнейшего совершенствования

взаимоотношений российских клиентов и страховщиков с английским перестраховочным рынком в части эффективного перераспределения рисков.

ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНЫЕ ТЕЗИСЫ

1. Страхование — непростой инструмент, но его можно эффективно использовать.

2. Раскрытие информации страховому рынку — не пустая формальность, а важный этап. От него во многом зависит процедура последующих выплат страхового возмещения. В целях экономии времени рекомендуется прибегнуть к услугам внутренних специалистов по страхованию либо доверенного брокера.

3. Перестрахование — «невидимое» для клиента продолжение процесса распределения риска, сопровождающееся своим комплексом рисков. Если есть желание полностью контролировать размещение своего риска, разумно поинтересоваться качеством перестраховочной защиты.

4. Честные и добросовестные взаимоотношения между клиентом и страховым рынком являются основой эффективного применения страховых инструментов. Честность и добросовестность со стороны как страхователя, так и страховщика являются обязательным требованием английского права.

5. Традиционным рынком для размещения специальных рисков финансовых институтов является Лондон. Исторические данные свидетельствуют в пользу то-

го, что английский перестраховочный рынок еще долго будет сохранять свой эксклюзивный статус. Поэтому необходимо знать и принимать во внимание ключевые особенности взаимодействия с английским перестраховочным рынком, в частности особые требования к раскрытию информации о риске и процедурам уведомления о претензиях. ■

НОВОСТИ НДЦ

Собственный капитал НДЦ на 30 сентября 2006 г. составил 870 млн 410 тыс. руб.

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) успешно реализует стратегию по наращиванию собственного капитала в соответствии с решениями органов управления Партнерства. На 30 сентября 2006 г. собственный капитал НДЦ достиг 870 млн 410 тыс. руб. (+39,2% с начала года), размер собственных средств на конец квартала в соответствии с методикой ФСФР России составил 794 млн 383 тыс. руб. Выручка НДЦ за 9 мес. 2006 г. составила 621,3 млн руб., что на 52,3% выше, чем за аналогичный период 2005 г., чистая прибыль по РСБУ — 245,3 млн руб., что на 54,7% больше, чем за девять месяцев прошлого года (158,6 млн руб.). Высокие финансовые результаты достигаются на фоне последовательного снижения тарифов на услуги НДЦ.

Операционные результаты НДЦ также имеют положительную динамику. Стоимость ценных бумаг, учитываемых

на счетах депо депонентов, выросла за 9 мес. 2006 г. на 61% — с 1,77 трлн руб. до 2,85 трлн руб. (106,5 млрд долл.). Основной вклад в рост активов на хранении внесли акции акционерных обществ и корпоративные облигации. Прирост стоимости акций на хранении в НДЦ за отчетный период составил 227%, корпоративных облигаций 52%. Хочется так же отметить беспрецедентный рост стоимости паев на хранении в НДЦ — 56% только за III кв. (360% с начала года). Количество счетов депо юридических лиц — резидентов выросло с начала года на 6% — до 1519 шт. Количество инвентарных депозитарных операций совершенных за 9 мес., достигло 1,3 млн. Рыночная стоимость ценных бумаг, перемещенных в процессе инвентарных депозитарных операций, за это время превысила 19 трлн руб.



Анна Меньшикова

начальник отдела развития законодательства
о рынке ценных бумаг Департамента корпоративного
управления Минэкономразвития России

РОССИЙСКИЕ ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

ДЕПОЗИТАРНЫЕ РАСПИСКИ — РАСПРОСТРАНЕННЫЙ В МИРОВОЙ ПРАКТИКЕ ИНСТРУМЕНТ, УНИВЕРСАЛЬНЫЙ МЕХАНИЗМ, ПОЗВОЛЯЮЩИЙ ОРГАНИЗОВАТЬ ОБРАЩЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ ЗА ПРЕДЕЛАМИ ЮРИСДИКЦИИ, ГДЕ БЫЛ ПРОВЕДЕН ИХ ВЫПУСК. В СТАТЬЕ АННЫ МЕНШИКОВОЙ ДАН СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ДВУХ СПОСОБОВ ДОПУСКА ИНОСТРАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК — «ПРЯМОГО» ОБРАЩЕНИЯ И ВЫПУСКА ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПИСОК, А ТАКЖЕ СДЕЛАНА ПОПЫТКА СОЗДАТЬ «ПОРТРЕТ» ИНОСТРАННЫХ ЭМИТЕНТОВ, КОТОРЫЕ МОГУТ ПРОЯВИТЬ ИНТЕРЕС К ВЫХОДУ НА РОССИЙСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК, И «ПОРТРЕТ» ИНВЕСТИТОРОВ, КОТОРЫЕ МОГУТ БЫТЬ ЗАИНТЕРЕСОВАНЫ В ИНВЕСТИРОВАНИИ СРЕДСТВ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ ЭТИХ ЭМИТЕНТОВ.

Рассматривая проблему открытия российского финансового рынка для иностранных финансовых инструментов, в том числе иностранных ценных бумаг в виде российских депозитарных расписок, необходимо обратить внимание на два аспекта проблемы: экономический и правовой.

Первый вопрос: целесообразно ли экономически предоставлять возможность доступа иностранных финансовых инструментов на российский рынок? Ответ может быть весьма очевиден, однако необходимо принимать в расчет множество факторов, в том числе характеристики иностранных компаний, имеющих потенциальное желание выйти на российский финансовый рынок, а также характеристики ценных бумаг или иных финансовых инструментов, которые могут быть ими предложены российскому инвестору.

Второй вопрос, на который ответ сегодня фактически дан: в какой форме будет обеспечен такой доступ? Разрабатываемые ФСФР России изменения в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в ближайшее время позволят обращение иностранных ценных бумаг в виде российских депозитарных расписок — эмиссионных ценных бумаг, удостоверяющих право собственности на определенное количество акций или облигаций иностранного эмитента.

Если возвращаться к экономической сути проблемы, то еще не затихли споры не только о том, какие ценные бумаги допускать на внутренний российский рынок, но и допускать ли их вообще. Аргументы «против» высказываются примерно следующие:

- необходимо сокращать и контролировать «утечку капитала» из России, которой способствует, в том числе, расширение инвестирования средств в иностранные финансовые инструменты;
- необходимо стимулировать инвестиции российских и зарубежных инвесторов в финансовые и инвестиционные инструменты российских компаний (внутри страны).

При этом противопоставить такой позиции, на мой взгляд, можно следующее:

- «открытие» российского финансового рынка для финансовых инструментов иностранных компаний позволит легализовать инвестиции в иностранные ценные бумаги (возможность осуществлять их непосредственно в России, а не через «серые» схемы и офшоры);
- возможность осуществления инвестиций в рамках национальной правовой системы, под контролем государства, следовательно, возможность обеспечения более высокой степени защиты прав инвесторов в рамках национальной юрисдикции;

- расширение спектра доступных российским инвесторам финансовых инструментов, улучшение диверсификации инвестиционных портфелей;

- создание необходимых условий для перетока капитала между Россией и странами, эмитенты которых будут осуществлять размещение своих ценных бумаг в России, а также содействие созданию интегрированного фондового рынка этих стран.

Представляется, что интегральный эффект от допуска иностранцев будет, очевидно, все-таки положительный. Более того, глобализация мирового экономического и финансового сообщества, одной из первых ласточек которой для России является предстоящее вступление в ВТО, в кратко- или среднесрочной перспективе приведет к необходимости открыть российский рынок для иностранных финансовых инструментов.

«ПРЯМОЙ» ДОПУСК ЦЕННЫХ БУМАГ И ВЫПУСК РДР

Теоретически открыть рынок можно и путем обеспечения «прямого» доступа ценных бумаг иностранных эмитентов. Сегодня, несмотря на то что прямого запрета на размещение и обращение ценных





бумаг иностранных эмитентов в России не существует, согласно ст. 51.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» ценные бумаги иностранных эмитентов допускаются к размещению и публичному обращению в Российской Федерации при наличии международного договора Российской Федерации или соглашения, заключаемого между федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг на основании решения Правительства Российской Федерации и соответствующим органом (организацией) страны иностранного эмитента и предусматривающего порядок их взаимодействия.

Эмиссия ценных бумаг иностранных эмитентов в Российской Федерации должна осуществляться в соответствии с требованиями, предусмотренными для российских эмитентов, если иные требования не установлены международными договорами Российской Федерации, федеральными законами или нормативными правовыми актами.

Однако на сегодняшний день Российской Федерацией ни одного такого соглашения с иностранным государством или иностранными регуляторами не заключено, в связи с чем подготовлены изменения в указанную статью Федерального закона «О рынке ценных бумаг», предлагающие более простой механизм взаимодействия на основе соглашения непосредственно между регуляторами рынка ценных бумаг двух стран.

Кроме того, следует отметить, что во исполнение положений Федерального за-

кона «Об инвестиционных фондах» Приказом ФСФР России от 15 декабря 2005 г. № 05-83/пз-н установлено, что ряд акционерных и паевых инвестиционных фондов (фонды акций, фонды облигаций, фонды денежного рынка, фонды смешанных инвестиций, фонды фондов, фонды недвижимости) имеют право инвестировать часть активов (разрешенная доля устанавливается в зависимости от типа фонда) в акции иностранных акционерных обществ и облигации иностранных организаций.

При этом обязательным условием является прохождение указанными ценными бумагами иностранных эмитентов процедуры листинга на фондовых биржах, находящихся на территории государств, с государственными органами которых, осуществляющими контроль на рынке ценных бумаг, ФСФР России заключены соглашения о взаимодействии и обмене информацией.

Несомненно, большинство российских инвесторов вместо труднодоступного и дорогостоящего (а в некоторых случаях и нелегального) участия на зарубежных рынках капиталов предпочли бы деятельность в рамках инфраструктуры отечественного рынка ценных бумаг. В связи с этим на первом этапе открытия рынка использование именно депозитарных расписок было бы более целесообразно.

Сравнительный анализ основных характеристик двух способов допуска иностранных ценных бумаг на российский рынок — путем «прямого» обращения и

путем выпуска депозитарных расписок (см. таблицу) — подтверждает этот вывод.

Таким образом, основными преимуществами выпуска РДР по сравнению с обеспечением «прямого» доступа иностранных ценных бумаг на российский рынок ценных бумаг можно считать следующие:

- эмитентом депозитарных расписок является депозитарий, действующий в национальной юрисдикции, т.е. ценные бумаги выпущены и обращаются в соответствии с российским законодательством и защита прав инвесторов осуществляется также по российскому законодательству;

- при выпуске РДР в сделке участвуют представители российской инфраструктуры (депозитарии, банки, регистраторы и т. д.), что расширяет возможности ее развития.

Существуют и негативные стороны данного способа решения проблемы — «прямой» доступ ценных бумаг исключает «промежуточные звенья» (депозитарий—эмитент РДР, иностранный депозитарий—хранитель базисного актива), что устраняет риски, связанные с этими финансовыми учреждениями (например, риск банкротства), а также снижает издержки инвестора. Кроме того, доходы, получаемые владельцами иностранных ценных бумаг, не уменьшаются на сумму налогов, которую первоначально уплачивает собственник иностранных ценных бумаг.

Немаловажно и то, что «прямой» владелец ценных бумаг иностранного эми-

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ ХАРАКТЕРИСТИК СПОСОБОВ ДОПУСКА ИНОСТРАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ НА РОССИЙСКИЙ РЫНОК

Характеристика	«Прямой» допуск ценных бумаг	Выпуск РДР
Издержки	Организация выпуска за рубежом, прохождение процедуры листинга на российской фондовой бирже	Организация выпуска за рубежом; услуги депозитария—хранителя базисного актива; услуги депозитария—эмитента РДР; организация выпуска РДР в России (издержки на регистрацию ценных бумаг)
Круг инвесторов	Любые юридические лица и портфельные инвесторы (в рамках установленных ограничений), физические лица	Любые физические и юридические лица и портфельные инвесторы*
Информация об эмитенте и ценных бумагах	В соответствии с требованиями, предусмотренными для российских эмитентов, если иные требования не установлены международными договорами Российской Федерации, федеральными законами или нормативными правовыми актами	В соответствии с требованиями российского законодательства
Защита прав инвесторов	В соответствии с правом страны эмитента	В соответствии с российским правом
Объем прав	Весь объем прав, предусмотренных иностранной ценной бумагой	Ограниченный объем прав, определяемый индивидуально (например, отсутствие права голоса на общем собрании акционеров при владении РДР на акции)
Тип инвестора	Квалифицированные и крупные инвесторы, институциональные инвесторы	Мелкие частные (неквалифицированные) инвесторы
Выводы	Инструмент, более подходящий для развитого финансового рынка. Целесообразен его допуск на российский рынок ценных бумаг в среднесрочной перспективе	Инструмент, допуск которого на российский рынок ценных бумаг целесообразен в краткосрочной перспективе на первом этапе открытия его для иностранных финансовых инструментов

* На сегодняшний день российским законодательством об инвестиционных фондах и пенсионных накоплениях не предусмотрена возможность инвестирования в РДР.



тента, являясь акционером компании либо ее кредитором (при владении облигациями), имеет полный объем прав, предусмотренных указанными ценными бумагами в отношении компании. В то же время практика выпуска АДР показывает, что вопросы соотношения прав владельцев акций и владельцев депозитарных расписок значительно различаются в различных программах выпуска. При этом вопрос об объеме прав владельцев АДР решается между депозитарием-эмитентом и владельцем депозитарных расписок.

Например, по объему прав депозитарная расписка не предоставляет ее владельцу права голоса по иностранным акциям. В частности, в соответствии с российским законодательством, а также законодательством ряда стран СНГ невозможно предоставлять право голоса по акциям лицам, не являющимся владельцами (собственниками) этих акций, поскольку голосовать на общем собрании акционеров общества могут только собственники акций (акционеры или их представители, выражающие волю акционеров). Владельцы депозитарных расписок собственниками (акционерами) не являются до момента реализации ими права на получение иностранных акций.

В этой ситуации «калька» при переводе нормативных правовых актов США (которые определяют АДР как выпущенный американским банком-депозитарием сертификат, удостоверяющий право собственности на определенное количество акций иностранной компании) приведет к разночтению с российским законодательством, в котором полное господство над вещью невозможно по причине отсутствия вещи; определение, по которому эмиссионная ценная бумага удостоверяет право собственности по законодательству иностранных государств, может не удовлетворять требованиям российского законодательства.

Также существует разница в учете прав депозитария на представляемые ценные бумаги.

В соответствии с иностранным правом номинальный держатель может являться владельцем и даже собственником (доверительным) ценных бумаг. Однако в российском праве эмиссию российских депозитарных расписок можно допустить при условии, что учет прав депозитария на представляемые ценные бумаги будет осуществляться в реестре или иной предусмотренной иностранным правом централизованной системе на счете номинального держателя или иного лица, которое в соответствии с применимым

правом не будет иметь права на представляемые ценные бумаги.

Тем не менее депозитарные расписки — это распространенный в мировой практике инструмент, универсальный механизм, позволяющий организовать обращение ценных бумаг за пределами юрисдикции, где был проведен их выпуск.

Упрощенно депозитарные расписки можно рассматривать как ценные бумаги, удостоверяющие права их владельца в отношении базисного актива (ценные бумаги и другие активы иностранного происхождения). Эмитенты депозитарных расписок — депозитарии, осуществляющие свою деятельность на национальном фондовом рынке. Им же передаются права на соответствующее количество ценных бумаг, выпущенных за рубежом. Хранителями базисных активов являются депозитарии в иностранных государствах либо российские депозитарии.

Наибольшей популярностью сейчас пользуются «спонсируемые» депозитарные расписки, которые проводятся по инициативе иностранной компании, желающей выпустить их на свои ценные бумаги. Таким образом, компания компенсирует затраты депозитария на реализацию данного проекта и его последующее обслуживание.

МИРОВАЯ ПРАКТИКА ОБРАЩЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В ВИДЕ ДЕПОЗИТАРНЫХ РАСПISOK

Объемы торгов депозитарными расписками, в том числе и на российские ценные бумаги, на зарубежных фондовых рынках постоянно увеличиваются. Так, в настоящее время доля данных ценных бумаг (по эмитентам всех стран) составляет около 15% от общего объема торгов на рынке США. Несмотря на дополнительные риски, связанные с международным инвестированием, популярность депозитарных расписок, выпущенных на акции иностранной компании, в США в последние годы значительно выросла.

При этом современные рынки депозитарных расписок в западных странах — результат многолетней эволюции, в наибольшей степени отвечающий потребностям западных инвесторов.

Фондовый рынок США на сегодняшний день соединяет в себе разные режимы доступа иностранных ценных бумаг.

Иностранные компании могут разместить свои акции на биржах США напрямую, посредством прямого листинга, посредством использования американских депозитарных расписок и глобальных де-

позитарных расписок, а также с помощью «обратного поглощения» компаний, акции которых торгуются на внебиржевом рынке страны.

Выпуск депозитарных расписок связан со сравнительно небольшими затратами и требованиями к отчетности и регистрации. На практике понятие «депозитарные расписки» охватывает широкий спектр ценных бумаг, включающий в себя американские депозитарные расписки (*American Depositary Receipts, ADR*), глобальные депозитарные расписки (*Global Depositary Receipts, GDR*), европейские депозитарные расписки (*European Depositary Receipts, EDR*) и нью-йоркские акции (*New York Shares, NYS*).

Нью-йоркские акции обладают схожими с депозитарными расписками характеристиками, но являются менее популярным финансовым инструментом вследствие более сложного процесса регистрации и процедуры заключения сделок. Кроме того, нью-йоркские акции не регистрируются в соответствии с законом 1933 г., а это означает, что отдельные категории инвесторов не могут их приобретать. Тем не менее в некоторых случаях нью-йоркские акции рассматриваются иностранными компаниями в качестве приемлемого варианта для выхода на американский рынок.

В настоящее время выпуск основной части депозитарных расписок осуществляют четыре крупнейших глобальных депозитария — *Bank of New York, JP Morgan, Citibank* и *Deutsche Bank*.

Наиболее популярны «спонсируемые» АДР. В зависимости от требований, предъявляемых SEC к финансовой и бухгалтерской отчетности компаний-эмитентов, различают три уровня спонсируемых программ. К программам АДР первого уровня применяется упрощенная процедура регистрации в SEC, при этом от компании не требуется предоставления бухгалтерской отчетности в соответствии с GAAP.

АДР первого уровня торгуются на внебиржевом рынке, а требования к объему информации, предоставляемой инвесторам и регулятору для получения разрешения на выпуск таких АДР, значительно ниже, чем при выпуске АДР второго и третьего уровней.

Основной задачей, решаемой выпуском АДР первого уровня, является расширение круга акционеров. Депозитарные расписки первого уровня торгуются на внебиржевом рынке, а их котировки размещаются на «Розовых листках» (*Pink Sheets*), публикуемых Национальным бюро котировок (*National Quotation Bureau, NQB*), или в электронной системе котиро-



вок внебиржевого рынка (*OTC Bulletin Board*).

На сегодняшний день АДР первого уровня являются самым быстрорастущим сегментом рынка депозитарных расписок.

Весьма распространена ситуация, при которой иностранная компания сначала выпускает АДР первого уровня, а затем переходит к распискам более высокого уровня. К компаниям, продвигающим АДР второго и третьего уровней, предъявляются те же требования SEC по регистрации и раскрытию информации, что и к американским корпорациям.

Программы второго уровня предполагают включение АДР в листинг ведущих американских бирж — NYSE, AMEX. Раскрытие информации этими компаниями регулируется SEC. Депозитарные расписки первого и второго уровней выпускаются на ценные бумаги, обращающиеся на вторичном рынке.

В отличие от первых двух уровней, АДР третьего уровня выпускаются на акции при их первичном размещении. Данный уровень депозитарных расписок позволяет иностранным компаниям привлекать капитал с американского фондового рынка и потому представляет для эмитентов наибольший интерес.

АДР II и АДР III позволяют компании пройти листинг на биржах NASDAQ и NYSE. Эти два варианта — самые дорогие, на них до сих пор решились лишь 6 российских компаний — «Татнефть», «Вимм-Билль-Данн», «ВымпелКом», «Мобильные Телесистемы», «Ростелеком» и «Мечел».

Существенным преимуществом вложения средств в депозитарные расписки являются относительно низкие издержки.

По расчетам экспертов *The Bank of New York*, расходы американского инвестора, покупающего депозитарные расписки, в первый год приблизительно в 2 раза ниже, чем в случае приобретения соответствующих акций на иностранной бирже.

Еще одним обстоятельством, способствующим инвестиционному интересу к депозитарным распискам, являются выплачиваемые по ним дивиденды, в среднем превышающие размеры дивидендов иностранных эмитентов.

Помимо таких традиционных причин выпуска депозитарных расписок, как расширение базы акционеров и мобилизация капитала, все большее значение приобретает возможность использования АДР в международных сделках слияний и поглощений. Российские компании, стремящиеся попасть на западные рынки капитала, могут стать крупными или даже контролирующими акционерами американских компаний с российскими активами. И уже эти компании могут провести полноценное IPO.

АДР и ГДР являются сертификатами, выпускаемыми американскими банками-депозитариями и подтверждающими право собственности на определенное количество АДА (американских депозитарных акций) или ГДА (глобальных депозитарных акций), которые в свою очередь подтверждают право собственности на определенное количество депонированных ценных бумаг иностранной компании.

Специальное законодательство об АДА и ГДА существует во многих странах мира (Таиланде, Китае, Польше, Венгрии), однако в ряде стран наблюдаются сложности при проведении проектов АДА и ГДА.

Так, законодательство Китая о рынке ценных бумаг ограничивает возможность нерезидентов голосовать акциями китайских, а также тайваньских компаний, выпустивших АДА и ГДА. Запрещается конвертация АДА и ГДА в акции, ими представленные, с последующим погашением. По истечении 3 мес. после даты окончания размещения АДА и ГДА китайских компаний их владельцы вправе требовать от американского банка — депозитария продажи на китайском внутреннем рынке акций, представленных АДА и ГДА, и перевода инвестору полученных от продажи денежных средств.

В Индии выпуск АДА и ГДА был запрещен до принятия правительством страны специальных правил регистрации и размещения депозитарных расписок. Специальные правила требуют регистрации эмиссии АДА и ГДА в Министерстве финансов Индии и Резервном Банке Индии. Министерство финансов Индии наделено правом определения, какие компании могут, а какие не могут выпускать АДА. В частности, компания, планирующая выпускать АДА, должна иметь хорошую репутацию и исправно выполнять свои финансовые и иные обязательства в течение 3 лет, предшествующих выпуску АДА.

В ряде стран наметилась тенденция к снижению требований, предъявляемых внутренним законодательством к международным размещениям ценных бумаг местных компаний. Так, Пакистан является одной из тех стран, где зарегистрированные на бирже акции доступны иностранным инвесторам, и здесь не существует никаких ограничений на репатриацию доходов (дивиденды, проценты и доходы от прироста капитала) и первоначально вложенного капитала.

НОВОСТИ НДЦ

Заместитель директора Э. Астанин рассказал о планах НДЦ в рамках дискуссии о создании в России Центрального депозитария

19–20 октября 2006 г. в Москве прошла VIII Всероссийская конференция профессиональных участников рынка ценных бумаг, организованная Институтом фондового рынка и управления (ИФРУ). В рамках секции «15 лет дискуссии. Центральный депозитарий: снижение рисков или борьба за передел рынка?» заместитель директора НДЦ Эдди Астанин выступил с докладом «НДЦ на пути к Центральному депозитарию». В своем выступлении Э. Астанин сказал, что «в краткосрочной перспективе стратегия развития НДЦ ориентирована на получение лицензии Центрального депозитария, но в среднесрочном и долгосрочном плане мы ставим перед собой более сложную задачу — сохранить и укрепить позицию Центрального депозитария на российском рынке ценных бумаг и интегрироваться в глобальную инфраструктуру фондовых рынков. Конкурентоспособность в

условиях глобализации рынка мы рассматриваем как главную цель программы развития НДЦ».

Э. Астанин рассказал о проведенном компанией *Accenture* анализе бизнес-модели НДЦ и о рекомендациях по развитию системы управления рисками, полученных от рейтингового агентства *Thomas Murrey*, о структуре корпоративного управления НДЦ и о тарифной политике, об усилиях НДЦ по наращиванию своего функционала в рамках стратегии построения Центрального депозитария на базе НДЦ. Особое внимание он уделил реализации стратегии НДЦ по увеличению собственного капитала до 1,5 млрд руб. к началу 2010 г. в соответствии с решениями Совета директоров и Общего собрания членов Партнерства. Было отмечено, что рост капитализации и надежности обеспечивается на фоне сбалансированного и последовательного снижения тарифов на услуги НДЦ.

Как уже отмечалось выше, допуск РДР на российский финансовый рынок имеет как свои достоинства, так и недостатки.

К недостаткам необходимо отнести опасность «утечки капитала» из России и «оттягивания» иностранными ценными бумагами внимания инвесторов с рынка ценных бумаг российских эмитентов. К достоинствам — расширение спектра доступных инвесторам финансовых инструментов, а также легализацию инвестиций в иностранные ценные бумаги и повышение качества защиты прав инвесторов, которые имеют возможность осуществлять инвестиции в рамках российской правовой системы.

Степень влияния указанных позитивных и негативных факторов на российский финансовый рынок напрямую зависит от «качества» указанных эмитентов и, соответственно, выпускаемых ими ценных бумаг.

В связи с этим важно создать «портрет» иностранных эмитентов, которые могут проявить интерес к выходу на российский финансовый рынок, а также «портрет» инвесторов, которые могут быть заинтересованы в инвестировании средств в ценные бумаги указанных эмитентов.

Портрет эмитента

При исследовании экономической мотивации российских эмитентов, выходящих на зарубежные финансовые рынки с выпусками еврооблигаций и АДР, обнаруживается несколько основных факторов, влияющих на принятие такого решения:

- более широкие возможности для привлечения крупного финансирования;
- более низкие (в ряде случаев) издержки привлечения средств;
- «престижность» привлечения средств за рубежом.

В связи этим очевидно, что российский рынок может отвечать вышеперечисленным требованиям для эмитентов (как при осуществлении «прямого» размещения ценных бумаг, так и при выпуске РДР), рассматривающих российский рынок ценных бумаг:

- как рынок, обеспечивающий большие возможности для привлечения финансирования (более развитый и обладающий большей ликвидностью);
- в качестве «дружественного» (например, при наличии торговых и производственных связей с Россией) и намеренных использовать возможности РДР в

качестве одного из элементов «раскрутки» компании;

- в качестве трамплина для последующего привлечения финансирования на западных финансовых рынках.

Следуя данной логике, можно предполагать, что потенциальные эмитенты указанных ценных бумаг — это эмитенты из стран с менее развитым рынком капитала, чем в России.

На наш взгляд, в первую очередь, это будут компании из стран СНГ, а также из других развивающихся стран, имеющих с Россией значительные торгово-экономические связи (Турция, Китай).

Подтверждение этому — слова главы ФСФР России О. В. Вьюгина¹ о том, что уже сегодня (при отсутствии соответствующего законодательства) заинтересованность в выпуске РДР проявили эмитенты из Казахстана, Белоруссии, Канады. По его словам, «... это небольшие компании, которые имеют бизнес в России, и они интересуются тем, чтобы здесь произвести листинг, выпустить акции и вести бизнес».

Кроме того, по словам О. В. Вьюгина, «... среди желающих выпустить РДР есть иностранные компании, ведущие бизнес исключительно в России, а есть компании, имеющие исключительно иностранные активы в собственности российских учредителей. В частности, это добывающие компании и производящие металлы»².

Значительно менее вероятен сценарий, при котором на российский финансовый рынок с выпуском ценных бумаг (либо РДР) выйдет крупный западный эмитент, однако при наличии крупных андеррайтеров и брокерской поддержке это вполне возможно.

Таким образом, в случае преобладания на российском рынке ценных бумаг эмитентов первой категории мы предполагаем, что предложение российским инвесторам их ценных бумаг окажет исключительно положительный эффект. Данные финансовые инструменты не составят жесткую конкуренцию ценным бумагам российских эмитентов, при этом значительно диверсифицировав рынок.

Если говорить о реализации второго сценария, то эффект может оказаться двояким:

- с одной стороны, российским инвесторам будет предоставлен доступ к активам (при выпуске акций — и к участию в управлении) крупнейших западных компаний, интерес к которым, безусловно, сегодня существует, и это бу-

дет значительным шагом в направлении расширения спектра финансовых инструментов, повышения ликвидности российского рынка ценных бумаг и его привлекательности в качестве «поля» для инвестирования временно свободных средств;

- с другой стороны, такие ценные бумаги с высокой долей вероятности «перетянут» на себя интерес инвесторов и могут способствовать снижению инвестирования в российские финансовые инструменты.

Масштабы проявления второго эффекта напрямую связаны с объемом предложения ценных бумаг указанными иностранными эмитентами на российском рынке.

Портрет инвестора

Если принимать во внимание описанный выше наиболее вероятный «портрет» потенциального иностранного эмитента, готового к выходу на российский рынок ценных бумаг с выпуском РДР, то, полагаем, заинтересованы в инвестициях в подобного рода инструменты могут быть не только крупные компании, но и средние и мелкие инвесторы, целью которых является инвестирование средств в активы компаний «второго эшелона», предполагающие более высокие риски, но и более высокую доходность.

При этом очевидно, что осуществлять инвестирование в РДР с большей долей вероятности будут мелкие и средние инвесторы, которые не могут позволить себе глубокий инвестиционный и правовой анализ иностранных рынков и эмитентов.

Кроме того, интерес к любым ценным бумагам иностранных эмитентов могут проявлять также и портфельные инвесторы — инвестиционные и пенсионные фонды.

В заключение хотелось бы отметить, что, на мой взгляд, на первом этапе открытия рынка для иностранных эмитентов в России именно использование РДР представляется оптимальным, поскольку при этом будет использовано как российское право, так и российская инфраструктура.

Дальнейшее развитие рынка, в том числе введение в российское законодательство понятия «квалифицированный инвестор», позволит отойти от модели «тотальной защиты интересов инвестора» и допустить на российский финансовый рынок ценные бумаги иностранных эмитентов напрямую. ■

¹ Интервью О. В. Вьюгина радиостанции «Эхо Москвы».

² Интервью О. В. Вьюгина агентству «Рейтер» 24 октября 2005 г.





СТАНДАРТ ISO 20022 КАК ОСНОВА ЭЛЕКТРОННЫХ СООБЩЕНИЙ НА РЫНКЕ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

В НАЧАЛЕ СЕНТЯБРЯ РАБОЧАЯ ГРУППА ПО РАЗРАБОТКЕ ЕДИНОГО СТАНДАРТА ФОРМАТОВ ЭЛЕКТРОННЫХ ДОКУМЕНТОВ НА РЫНКЕ КОЛЛЕКТИВНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ ПРИНЯЛА РЕШЕНИЕ ОБ ИСПОЛЬЗОВАНИИ СТАНДАРТА ISO 20022 В КАЧЕСТВЕ ОСНОВЫ СООБЩЕНИЯ И ЭЛЕМЕНТА ФИНАНСОВОГО СЛОВАРЯ. МЫ ПОПРОСИЛИ УЧАСТНИКОВ РЫНКА ДАТЬ ЭТОМУ СВОИ ОЦЕНКИ.

1

В чем, на Ваш взгляд, заключается преимущество использования стандарта ISO 20022 в качестве основы при разработке форматов электронных документов для рынка коллективных инвестиций?

3

Оцените потребность вашей компании в развитии единой системы электронного документооборота на рынке коллективных инвестиций.

2

Какие проблемы позволит решить единый стандарт форматов электронных документов для организации электронного документооборота на российском рынке коллективных инвестиций?

4

Какие существуют нормативные и/или технические (технологические) ограничения, препятствующие развитию единой системы электронного документооборота на рынке коллективных инвестиций?

Надежда Моисеева

Руководитель управления операций

и отчетности паевых инвестиционных фондов

и негосударственных пенсионных фондов ЗАО «Тройка Диалог»

1 Стандарт ISO 20022 — международный стандарт электронных сообщений на финансовых рынках. Используя стандарт ISO 20022, мы используем огромный опыт, накопленный и систематизированный участниками мирового фондового рынка. Идеология и структура данных, описываемая ISO 20022, удовлетворяют требованиям российского фондового рынка, что позволяет использовать этот стандарт как отправную точку при создании форматов электронных документов для российского рынка коллективных инвестиций.

2 На сегодняшний день перед нами стоят следующие задачи:

- минимизация ручной обработки документов, как следствие — снижение риска операционных ошибок;
- оперативность обработки большого количества информации;
- сокращение операционных расходов.

Введение единого стандарта форматов электронных документов, как и унификация данных в целом, позволит обеспечить «понимание» между существующими системами и даст возможность решить существующие задачи.

3 Наша компания проявляет непосредственный интерес в данном вопросе. Наши ожидания от введения единого стандарта ЭДО можно сформулировать следующим образом:

- стандартизация коммуникаций (единые форматы документов и единая система документооборота между участниками рынка коллективных инвестиций);
- повышение оперативности обработки, получения и предоставления документов;
- снижение объема ручной обработки документов;
- переход к автоматической, сквозной обработке документов;

4 Основными ограничениями, на наш взгляд, являются:

- отсутствие единых классификаторов (юридические лица, ценные бумаги и т. д.);
- отсутствие кросс-сертификации ключей ЭЦП и шифрования.



Анатолий Матюхин

Заместитель начальника управления продаж депозитарных услуг и связей с клиентурой Депозитария АКБ «РОСБАНК»

1 К сожалению, как новый участник рабочей группы НДЦ, не могу прокомментировать детальные технические преимущества данного стандарта. Однако, полагаю, использование в качестве основы принятого международного стандарта позволяет сделать наш процесс стандартизации независимым от интересов отдельных компаний и нацеленным на пользу всем участникам рынка коллективных инвестиций.

2 Разработка единых стандартов форматов электронных документов, на мой взгляд, позволит повысить эффективность использования информационных технологий, обеспечивающих взаимодействие различных участников рынка коллективных инвестиций — управляющих компаний, агентов по продаже паев, специализированных депозитариев и регистраторов. Единые

стандарты документов открывают участникам возможность существенной экономии при разработке собственных технологий, так как отпадает необходимость разрабатывать что-то свое и каждый раз подстраивать технологии, начиная работу с новым партнером или участником рынка.

3 В связи с постоянным ростом интереса к паевым инвестиционным фондам возрастают и объемы операций, которые должна обслуживать инфраструктура рынка коллективных инвестиций. Оперативная обработка большого числа транзакций невозможна без обмена документами в электронном виде и автоматизации, и здесь мы, как специализированный депозитарий, очень остро ощущаем отсутствие как единых централизованных источников информации, так и надежных каналов ее передачи.

4 Пожалуй, наиболее существенной проблемой для ПИФов на сегодня является отсутствие в нормативных актах, регулирующих ведение реестра владельцев инвестиционных паев, института трансфер-агента и гарантии подписи, аналогичного применяемому в практике ведения реестров акционеров. Введение данных понятий и четкое указание в нормативных актах возможности исполнения лицом, ведущим реестр владельцев паев, операций в реестре на основании информации, полученной от трансфер-агента, а также на основе электронных документов, подписанных ЭЦП трансфер-агента, управляющей компании или пайщика, сняло бы многие барьеры в развитии региональных агентских сетей.

Кирилл Волюнкин

Директор отдела дистрибуции ЗАО «Управляющая компания «ПИОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент»»

1 За 10 лет своего существования рынок коллективного инвестирования в России прошел несколько стадий развития, затронувших продуктовый ряд управляющих компаний — появился класс закрытых фондов, среди рыночных инструментов получили развитие индексные, секторные, фонды денежного рынка. Предложение услуги также претерпело изменения — ведущие банки стали активно предлагать услуги паевых фондов, началась реализация удаленных форм приобретения паев и т. д. Дальнейшее развитие, по моему мнению, требует от участников рынка выработки единых стандартов документооборота, гарантирующих масштабируемость и гибкость.

Учитывая возраст индустрии и тот факт, что большинство наших продуктов — это результат переноса западного опыта в условия российского законодательства, при выборе подхода к формированию единых российских стандартов следует обратить внимание на уже существующие и общепризнанные международные стандарты. Подобное решение позволит избежать «болезней роста», неизбежно возникающих при развитии относительно молодой индустрии.

2 Деятельность управляющей компании тесно связана с деятельностью депозитария и регистратора. Конкуренция и ценовая политика этого рынка ограничиваются сложностью изменения своих контрагентов управляющей компанией из-за высоких операционных издержек. Также отсутствует приемлемое программное обеспечение, удовлетворяющее участников документооборота. Введение единых стандартов позволит сделать один из самых важных шагов к решению указанных проблем. Что касается ближайших результатов введения единого стандарта до-





кументооборота, то один из самых ожидаемых — это появление полноценного электронного документооборота.

В настоящее время управляющая компания ЗАО «ПАОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» взаимодействует с тремя крупнейшими агентами, действующими на рынке — ОАО «Сбербанк России», ЗАО КБ «Ситибанк», ЗАО «Внешторгбанк Розничные услуги».

Банки предлагают продукт 9 различных управляющих компаний, взаимодействующих с различными депозитариями и регистраторами. В каждом случае сотрудничества компании используют индивидуальный формат передачи данных, что, как минимум, утраивает усилия по обработке и поддержке агентов. Введение единых стандартов и принятие их рынком позволит облегчить деятельность управляющих компаний, а также вход в рынок для новых розничных банков.

3 Поддержание различных систем документооборота с контрагентами является достаточно дорогостоящим решением для управляющей компании. Появление единых стандартов не станет панацеей, решающей все операционные проблемы, но послужит серьезным облегчением деятельности внутренних служб. Для ЗАО «ПАОГЛОБАЛ Эссет Менеджмент» появление единых стандартов электронного документооборота является одним из факторов, способствующих развитию деятельности.

4 Технические ограничений ввиду отсутствия единых программ или подходов, на мой взгляд, нет. Законодательная часть представляется более спорной из-за отсутствия полного и прозрачного законодательства, регулирующего электронный документооборот на рынке коллективных инвестиций.



Александр Ермаков
Начальник отдела технологического развития
и методологии ОАО «СПЕЦДЕП»

1 В основе форматов *ISO 20022* лежит язык *XML*, а сами форматы описываются с использованием *XSD*. В форматах *ISO 20022* учтен опыт мирового сообщества, форматы решают даже те вопросы, которые мы себе еще не задавали.

До тех пор, пока грамматика языка общения на рынке коллективных инвестиций (РКИ) не описана (с помощью *XSD*, за счет создания финансовых словарей), электронными языками общения могут пользоваться только «избранные» (участники отдельно взятой системы электронного документооборота). В этом случае мы будем вынуждены применять специально разработанное программное обеспечение, а не универсальные программы-анализаторы.

ISO 20022 может стать тем компромиссным решением, которое удовлетворит всех участников систем ЭДО РКИ, значительно снижая сроки разработки «эсперанто финансового ЭДО».

2 Единый стандарт, если не вспоминать набившие оскомину фразы о прозрачности, снижении издержек и т. д., — это, прежде всего, удобство клиентов при получении услуг инфраструктурных организаций.

Использование единого стандарта приведет к значительному снижению сроков создания систем обмена данными между заинтересованными участниками.

Подходы к созданию документов, которые были применены при разработке *ISO 20022*, и подходы к описанию форматов на основе *ISO 20022* позволяют использовать разнородные информационные системы.

3 Потребность компании в ЭДО прежде всего определяется потребностями клиентов в получении услуг на высоком профессиональном уровне и в режиме реального времени. Системы электронного документооборота — это средство общения с клиентами и контрагентами на современном уровне. Для решения задачи ОАО «СПЕЦДЕП» разработало и внедрило Автоматизированную систему электронного документооборота (АСЭД), позволяющую обмениваться с клиентами формализованными и неформализованными электронными документами. При этом мы заинтересованы в переходе от «корпоративных» систем электронного документооборота к единой системе ЭДО и всегда будем двигаться в данном направлении.

Однако единая система электронного документооборота на РКИ не должна рассматриваться как некая отдельная система. Скорее всего, необходимо рассматривать вопрос шире — система электронного документооборота финансовых рынков. Форматы на основе *ISO 20022* как раз и предусматривают универсальный язык общения структур финансового рынка.

4 Главное ограничение — требования нормативных документов, регулирующих взаимодействие участников РКИ и финансовых рынков в целом. В основных нормативно-правовых актах, регулирующих вопросы документооборота на РКИ, любой документ в силу сложившегося стереотипа мышления должен существовать в «твердой копии».

В нормативных документах, которые «разрешают» использование электронных документов (ЭД), всегда присутствует «бумажная» копия электронного документа, которая должна быть тождественна ЭД, в силу чего возникают технические и технологические трудности реализации электронного документооборота.

Очевидно, что законодательные акты должны учитывать сложившуюся деловую практику участников финансовых рынков по обмену электронными документами.



Анна Зырянова
Первый заместитель генерального директора —
директор Сибирского филиала ООО «Мономах»

1 Очевидны следующие преимущества:

- Стандарт *ISO 20022* — стандарт, который намерены (кстати, ни НЛУ, ни НАУФОР, ни ПАРТАД не проводили соответствующего опроса) использовать при осуществлении взаимодействия в профессиональной деятельности значительное количество участников финансового и фондового рынков.

Стандартизация и унификация финансового документооборота в профессиональном сообществе направлены в первую очередь на «облегчение жизни» участников процесса, оперативность в исполнении операций, снижение издержек и т. п.

- Для рынка КИ — это возможность расширения сети контрагентов (как агентов, так и брокеров, СР, СД) без внесения существенных изменений в свои внутренние учетные технологии, в том числе, возможность использования описаний стандартных для любого финансового документооборота документов (анкеты, заявлений, банковских реквизитов и т. п.), что позволит обмениваться информацией с любыми участниками и «понимать» друг друга.

2 • Унификация на рынке КИ — прежде всего унификация документов, которые описывают клиента, т. е. документов регистратора. Неправильно было бы считать, что надо начинать внед-



рять стандарты именно с рынка КИ, базовым вопросом является стандартизация и унификация документов Регистратора, на рынке КИ потенциально очень много клиентов-инвесторов, основная нагрузка на УК ложится именно в отношении клиентского документооборота.

- Если бы стандарты были приняты на уровне Регистраторов/Депозитариев, то стандартизация на рынке КИ являлась бы вторичной и использовала «базовые» стандарты для унификации своих документов (а их не так много), что в свою очередь позволило бы сделать рывок в правовом деле развития рынка КИ.

- Проблема одна — в стране нет развитой и отлаженной инфраструктуры рынка КИ, предназначенной для простого и доступного использования конечными потребителями, в т. ч. коллективными инвесторами.

3__ Максимально оценить возможности стандартизации может только крупная финансовая компания (холдинг), которая имеет широкие контрагентские связи с различными компаниями, осуществляющими свою деятельность в разных направлениях. Как минимум УК работает с 3 видами контрагентов: Специализированные Депозитарии (и Регистратор одновременно), Брокер, Агент. Если УК, СД и СР представлены разными компаниями, а также есть взаимоотношения с разными Брокерами и Агентами, то это головная боль для подразделений внутреннего учета, фронт-офиса, которые занимаются приемом/отправкой и обработкой первичных документов.

Потребность нашей компании можно обозначить с учетом следующих приоритетов:

- формализация всех процедур, связанных с ведением реестров ПИФов (если это вообще возможно в соответствии с нашим законодательством);
- получение отчетов Брокеров в стандартном виде (что практически невозможно).

4__ Все зависит от того, что мы вкладываем в это определение и какие цели ставим.

Если развиваем инфраструктуру РКИ, лицензированные участники РКИ должны уметь обмениваться электронными документами, осуществляя взаимодействие, понимать электронный документ, электронные документы должны быть легитимными, технологии — доступными, регуляторы (ФСФР и НЛУ) тоже должны уметь пользоваться и/или быть включены в эту систему взаимоотношений, как минимум принимать регламентную отчетность с использованием ЭДО, иметь ресурс, на котором участники раскрывали бы информацию, обязательную к раскрытию, и т. д.

Если привлекаем средства на финансовые/фондовые рынки страны у населения — необходимо предоставить населению возможность участия в этом процессе...



Наталья Карасева
Начальник Специализированного депозитария
ООО «Дойче Банк»

1__ Стандартизация является основным принципом при разработке электронного документооборота. Необходимость выработки единых стандартов для всех участников рынка коллективных инвестиций связана прежде всего с эффективностью обмена финансовой информацией. На данный момент на рынке коллективных инвестиций отдельными участниками рынка разработаны многочисленные собственные стандарты и форматы электронных документов, а также используют

различные программы и платформы для обмена информацией с партнерами, что приводит к излишним трудозатратам, так как требует неоднократного переформатирования документов, постоянной доработки собственных систем, установки различных «мостов» и заключения многочисленных двусторонних договоров между участниками рынка. Для автоматизации всех процессов на рынке коллективных инвестиций необходимо принять за основу единые обозначения и единую трактовку, а также возможность совместимости различных технических решений.

Стандарт *ISO 15022* лежит в основе электронного документооборота между многими клиринговыми и расчетными системами во всем мире. На российском фондовом рынке стандарт *ISO 15022* уже давно используется ведущими кредитными организациями и кастодианами. Стандарт *ISO 20022* является развитием ранее принятого стандарта *ISO 15022*. Использование стандарта *ISO* в качестве основы при разработке форматов электронных документов для российского рынка коллективных инвестиций позволит использовать накопленный международный опыт, данный стандарт также знаком многим участникам российского рынка и уже используется ими и, что очень важно, является открытым и независимым от транспортной системы.

2__ Использование единых стандартов форматов электронного документооборота на российском рынке коллективных инвестиций позволит свести к минимуму ручной ввод документов в систему, что существенно понизит операционные риски и затраты. Единые форматы позволят также существенно сократить сроки проведения операций, что является очень важным фактором на рынке коллективных инвестиций, так как очень часто сроки на проведение операций строго регламентируются. При ручном вводе документов достаточно проблематично уложиться в установленные сроки, учитывая увеличение инвестиционной активности. При автоматизации процесса документооборота скорость проведения транзакций не зависит от объема поручений. Использование единых стандартов форматов электронного документооборота позволит сократить издержки на содержание персонала, что в свою очередь уменьшит расценки на предоставляемые услуги.

Единый стандарт позволит не дорабатывать внутреннюю систему учета каждый раз при появлении нового партнера и не проходить заново процедуру подключения к новому СЭД или самостоятельно разрабатывать собственную систему электронного документооборота, правила ЭДО и определять форматы электронных документов. Как правило, некоторые участники рынка коллективных инвестиций являются участниками сразу нескольких СЭД, в связи с чем существенно возрастают затраты на поддержание нескольких СЭД. При создании единых форматов отпадет необходимость поддержания многочисленных форматов различных СЭД. Даже при условии участия сразу в нескольких СЭД отсутствие единых форматов делает систему электронного документооборота «половинчатой», так как часто некоторые форматы не могут в силу каких-то технологических причин быть адаптированы под внутреннюю систему, и автоматизация некоторых процессов заменяется ручным вводом. Полноценный электронный документооборот возможен только при унификации форматов для всех участников рынка коллективных инвестиций.

3__ Для того чтобы оставаться конкурентноспособным на рынке коллективных инвестиций, необходимо обеспечивать гарантии надежности, безопасности и оперативности проведения операций, а это возможно при условии налаженного электронного документооборота. ООО «Дойче Банк» уже не раз проходило заново все процессы, связанные с подключением и установкой новой СЭД. Этот процесс достаточно трудоемкий и



занимает очень много времени. В связи с этим ООО «Дойче Банк» заинтересовано в развитии единой системы электронного документооборота. Для обеспечения целостности электронного документооборота очень важно, чтобы все участники рынка коллективных участников были подключены к единой СЭД, включая зарегистрированных лиц и трансферентов. Единая система электронного документооборота смогла бы сократить огромное количество операционных расходов, помогла бы уменьшить операционные риски и способствовала бы тому, что сотрудники специализированного депозитария могли бы больше времени уделять своей главной задаче — мониторингу и контролю.

4 За последние несколько лет было сделано много важных шагов навстречу созданию единой системы электронного документооборота. Уже никто не сомневается в важности единой системы ЭДО для рынка коллективных инвестиций, так как этот рынок самый динамично развивающийся. С каждым годом резко увеличивается количество пайщиков и трансферентских пунктов. С другой стороны, российский рынок коллективных инвестиций достаточно новый, и в связи с этим законодательная база постоянно обновляется. Изначально, все регулятивные документы были созданы под бумажный документооборот.

Важный шаг навстречу ЭДО был сделан в 2001 г. с принятием Закона «Об электронно-цифровой подписи», где ЭЦП приравнивается к подписи на бумажном носителе. Но для того чтобы единая система ЭДО заработала, необходима помощь регулятора для внедрения единых форматов электронных документов, а также постоянный мониторинг электронных форматов при изменении законодательной базы.

Отсутствие единых форматов электронных документов, которые бы обеспечивали «сквозную» обработку информации, также тормозит развитие единой системы ЭДО. Создание рабочей группы по разработке единых форматов по инициативе НДЦ, куда вошли многие участники рынка коллективных инвестиций, является еще одним важным шагом для создания единой системы ЭДО.

Павел Фатеев

Начальник отдела информационных технологий ЗАО «ПРСД»

Само понятие электронного документооборота появилось относительно недавно: всего 10 лет назад делались только первые робкие попытки выстраивания корпоративных сетей, да и то лишь в самых «продвинутых» в техническом плане компаниях. Более того, и сегодня говорить о полном отказе от бумаги можно лишь применительно к более или менее отдаленному будущему. При этом системы электронного документооборота развиваются подобно большинству технологических новинок: на начальном этапе существовало огромное количество стандартов и платформ — каждый разработчик выстраивал собственную конфигурацию, исходя из собственных знаний, умений и представлений об удобстве и эффективности. Однако постепенно, двигаясь по пути унификации, рынок отдаст предпочтение нескольким совместимым глобальным стандартам, которые будут удовлетворять все потребности подавляющего большинства пользователей. Исходя из этого, создание рабочей группы и ее усилия, направленные на поиск единого стандарта электронного документооборота для российского рынка, выглядят весьма прозорливыми и своевременными. И пристальное внимание к международному стандарту ISO 20022 более чем оправданно. Так, если бы в свое время царское правительство строило же-

лезные дороги, изучив технические стандарты сопредельных стран, нашей стране удалось бы избежать большого количества проблем и расходов, связанных с более широкой, чем в Европе, железнодорожной колеей.

Преимущества использования ISO 20022 для разработки форматов ЭДО на российском рынке коллективных инвестиций очевидны. Если брать техническую сторону, то это использование языка XML, который на сегодняшний день является наиболее распространенной и перспективной формой описания электронных документов. Кроме того, весьма важным является тот факт, что этот стандарт представляет собой готовую и активно используемую, распространенную в мире систему. Это значит, что после определенной адаптации к российским условиям его можно использовать, и по мере развития отечественного рынка и интеграции его в мировой рынок возможность совместимости систем ЭДО будет сохранена. По мере развития российского рынка можно будет все более полно использовать потенциал, заложенный в ISO 20022. Впрочем, даже не заглядывая так далеко в будущее, можно найти преимущества использования ISO 20022. Сегодня в России для управляющих компаний, озабоченных эффективной автоматизацией своего бизнеса, наиболее актуален вопрос о качественном и эффективном способе решения задачи электронного документооборота. Положив в основу разработки международный стандарт, заказчики системы автоматически решают проблемы документирования форматов, взаимодействия разработчиков, интеграции с ERP-системами промышленного уровня, включая такие важные вопросы, как поддержка и дальнейшее развитие стандарта.

Кроме того, для клиентов спецдепозитариев переход на единый стандарт ЭДО чрезвычайно выгоден, поскольку облегчит переход от одного депозитария в другой. Это, безусловно, усилит конкуренцию, но, с другой стороны, управляющие компании, обслуживающие, например, несколько разных негосударственных пенсионных фондов, заключивших договоры с разными спецдепозитариями, получат возможность без дополнительных затрат на техническую модернизацию систем работать с этими депозитариями по единой схеме.

Существенно облегчится с введением единого стандарта и совместное использование агентских сетей, что актуально, особенно если речь идет о работе в регионах. Эффективность работы с сетями повысится, что в конечном итоге сделает коллективные инвестиции доступными для гораздо большего количества граждан, чем в настоящее время. Вообще инфраструктура рынка станет более целостной и упорядоченной.

Несмотря на то что ПРСД уже 8 лет эксплуатирует достаточно эффективную систему ЭДО, основанную на собственных XML-форматах, отвечающих требованиям рынка, мы признаем все преимущества, которые влечет за собой развитие единой системы электронного документооборота на рынке коллективных инвестиций. При этом следует понимать, что все эти преимущества станут таковыми лишь при условии, что единый стандарт будет принят всеми без исключения участниками рынка. Сегодня российские реалии, может быть, и не позволяют в полной мере использовать все возможности, которые предоставляет унификация электронного документооборота, однако этот шаг сам по себе способен придать дополнительный импульс коллективным инвестициям.

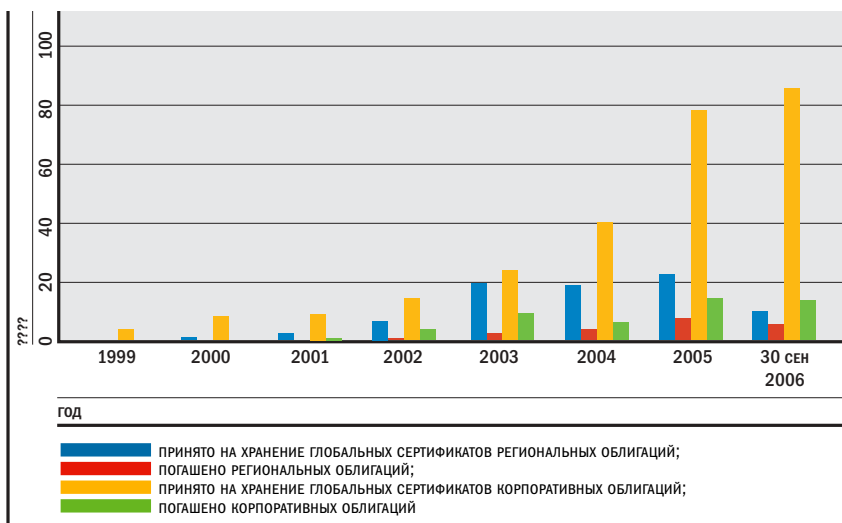
Безусловно, переход на новый стандарт ЭДО чреват дополнительными финансовыми затратами. Однако, если эти расходы равномерно разделит между собой большинство участников, никто не получит конкурентных преимуществ, что неизбежно произошло бы в случае выбора за основу одного из корпоративных стандартов. ■

СДЕЛКИ НА РЫНКЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ (НГЦБ) ЗА 9 МЕС. 2006 Г.



Сводные статистические данные за 9 мес. 2006 г. по корпоративным и региональным (субфедеральным и муниципальным) документарным облигациям с обязательным централизованным хранением в Некоммерческом партнерстве «Национальный депозитарный центр» (НДЦ) глобальных сертификатов выпусков.

ГОДОВЫЕ ОБЪЕМЫ РАЗМЕЩАЕМЫХ И ПОГАШЕННЫХ ВЫПУСКОВ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ЗА ПЕРИОД С 1999 Г. ПО 30 СЕНТЯБРЯ 2006 Г.



Всего на 1 октября 2006 г. в НДЦ как уполномоченном депозитарии находится на обслуживании 503 выпуска (с учетом траншей выпусков, обращение которых осуществляется траншами) корпоративных и региональных облигаций (со сроком погашения после 30 сентября 2006 г.) 354 эмитентов общей номинальной стоимостью 962,61 млрд руб. (часть этого объема облигаций будет размещаться после 30 сентября 2006 г.):

- 95 выпусков субфедеральных и муниципальных облигаций 47 эмитентов общей номинальной стоимостью 228,18 млрд руб.;

- 408 выпусков корпоративных облигаций 307 эмитентов общей номинальной стоимостью 734,43 млрд руб.

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Анализ по срокам обращения 408 выпусков корпоративных облигаций общим объемом 734,43 млрд руб. с датой погашения после 30 сентября 2006 г. (табл.1), показывает, что по состоянию

на 1 октября 2006 г. на рынке корпоративных облигаций преобладают выпуски облигаций со сроком обращения от 2 до 3 лет — на них приходится 45% по количеству выпусков и 34% по объему выпусков по номиналу. По этой группе облигаций средний объем выпуска равен 1,334 млрд руб., а средний срок обращения — 1077 дням (примерно 2,9 года).

По объему выпуска преобладают корпоративные облигации со сроком обращения от 3 до 5 лет: на эту группу корпоративных облигаций приходится 45% по данному показателю (средний объем выпуска — 2,184 млрд руб. по номиналу) и 38% по количеству выпусков, а средний срок обращения — 1501 день. (примерно 4,1 года)

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Аналогичный анализ по срокам обращения 95 выпусков региональных облигаций общим объемом 228,18 млрд руб. с датой погашения после 30 сентября 2006 г. показывает, что по состоянию на 1 октября 2006 г. среди обращающихся

региональных облигаций преобладают выпуски со сроком обращения облигаций от 3 до 5 лет — на них приходится 46% по количеству выпусков и 52% по объему выпусков по номиналу (табл. 2). По этой группе облигаций средний объем выпуска составляет 2,772 млрд руб., а средний срок обращения — 1442 дня (примерно 3,9 года).

ИНФОРМАЦИЯ ПО РЫНКУ ОБЛИГАЦИЙ ЗА 9 МЕС. 2006 Г.

За 9 мес. 2006 г. объемы биржевого (данные ФБ ММВБ) и внебиржевого (данные НДЦ) оборотов корпоративных и региональных облигаций (негосударственных ценных бумаг или НГЦБ) составили: 3168,9 и 596,9 млрд. руб. соответственно (табл. 4). Для сравнения: оборот государственных ценных бумаг Российской Федерации (ГЦБ) за 9 мес. 2006 г. составил 369 млрд руб. (табл. 3).

Общий оборот биржевого и внебиржевого рынков за 9 мес. 2006 г. (всего по ГЦБ и НГЦБ) составил 4134,8 млрд. руб. (табл. 5). Доля оборота с ГЦБ составила 9%, с региональными — 23 %, с корпоративными — 68%.

Лидеры по итогам 9 мес. 2006 г. по биржевому (ФБ ММВБ) и внебиржевому (НДЦ) оборотам корпоративных и региональных облигаций приведены в табл. 6, а по количеству операций — в табл. 7. В табл. 8 приведены сводные данные по итогам 9 мес. 2006 г. по количеству сделок на биржевом (ФБ ММВБ) и внебиржевом (НДЦ) рынках корпоративных и региональных облигаций. ■


Таблица 1. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 30 СЕНТЯБРЯ 2006 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков корпоративных облигаций		Средние значения на один выпуск корпоративных облигаций	
	Количество выпусков в группе (шт.) и удельный вес группы по этому показателю (%)	Общий объем выпусков в группе (млн. руб.) и удельный вес группы по этому показателю (%)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	3 (1)	4 400 (1)	1 467	300
От 1 до 2 лет	28 (7)	28 374 (4)	1 013	695
От 2 до 3 лет	185 (45)	246 756 (34)	1 334	1 077
От 3 до 5 лет	155 (38)	338 518 (45)	2 184	1 501
Более 5 лет	37 (9)	116 385 (16)	3 146	2 378
Итого	408 (100)	734 433 (100)	1 800	1 324

Таблица 2. ДАННЫЕ ПО ВЫПУСКАМ РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ С ДАТОЙ ПОГАШЕНИЯ ПОСЛЕ 30 СЕНТЯБРЯ 2006 Г.

Срок обращения	Сводные значения по группе выпусков региональных облигаций		Средние значения на один выпуск региональных облигаций	
	Количество выпусков в группе (шт.) и удельный вес группы по этому показателю (%)	Общий объем выпусков в группе (млн. руб.) и удельный вес группы по этому показателю (%)	Объем выпуска, млн руб.	Срок обращения, дней
До 1 года	0 (0)	0 (0)	0	0
От 1 до 2 лет	8 (8)	3 625 (2)	453	637
От 2 до 3 лет	24 (25)	21 150 (9)	881	970
От 3 до 5 лет	43 (46)	119 189 (52)	2 772	1 442
Более 5 лет	20 (21)	84 220 (37)	4 211	2 466
Итого	95 (100)	228 184 (100)	2 402	1 471

Таблица 3. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (ГЦБ) ПО ИТОГАМ 9 МЕС. 2006 Г., МЛРД. РУБ.

Сектор/Актив	Биржевой оборот (ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГКО	—	—	—
ОФЗ	369	—	369
Итого по сектору	369	—	369

Таблица 4. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРЕ НЕГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ (НГЦБ) ПО ИТОГАМ 9 МЕС. 2006 Г., МЛРД. РУБ.

Сектор/Актив	Биржевой оборот (ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные облигации	825,7	109,3	935
Корпоративные облигации	2 343,2	487,6	2 830,8
Итого по сектору	3 168,9	596,9	3 765,8

Таблица 6. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ОБЪЕМУ ОБОРОТОВ (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ 9 МЕС. 2006 Г.

Облигации	Оборот, млрд руб.	Доля, %
Корпоративные облигации		
РЖД об06	192,27	7
РЖД об05	115,43	4
ФСК ЭЭС об02	109,86	4
РЖД об07	105,73	4
ФСК ЭЭС об03	104,33	4
Прочие	2 203,13	77
Региональные облигации		
Правит. Московской обл. об06	131,08	14
Москва об39	112,03	12
Правит. Московской обл. об05	92,46	10
Москва об44	72,37	8
Правит. Московской обл. об04	63,79	7
Прочие	463,21	49

Таблица 5. ОБЪЕМ ОБОРОТОВ В СЕКТОРАХ ГЦБ И НГЦБ ПО ИТОГАМ 9 МЕС. 2006 Г., МЛРД. РУБ.

Сектор/Актив	Биржевой оборот (ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
ГЦБ	369	—	369
НГЦБ	3 168,9	596,9	3 765,8
Итого по секторам ГЦБ и НГЦБ	3 537,9	596,9	4 134,8

Таблица 7. ЛИДЕРЫ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО КОЛИЧЕСТВУ СДЕЛОК (СУММАРНО ПО БИРЖЕВОМУ И ВНЕБИРЖЕВОМУ ОБОРОТАМ) ПО ИТОГАМ 9 МЕС. 2006 Г.

Облигации	Оборот, млрд руб.	Доля, %
Корпоративные облигации		
РЖД об06	4 680	2
ЦентрТелеком об04	4 011	2
ФСК ЭЭС об03	3 503	2
ФСК ЭЭС об02	3 453	2
РЖД об07	3 074	1
Прочие	193 069	91
Региональные облигации		
Москва об39	3 942	8
Правит. Московской обл. об05	3 636	7
Правит. Московской обл. об06	3 339	7
Москва об44	1 991	4
Правит. Московской обл. об04	1 558	3
Прочие	36 799	71

Таблица 8. КОЛИЧЕСТВО СДЕЛОК НА БИРЖЕВОМ И ВНЕБИРЖЕВОМ РЫНКАХ КОРПОРАТИВНЫХ И РЕГИОНАЛЬНЫХ ОБЛИГАЦИЙ ПО ИТОГАМ 9 МЕС. 2006 Г.

Сектор/Актив	Биржевой оборот (ММВБ)	Внебиржевой оборот (НДЦ)	Всего
Региональные	48 309	2 956	51 265
Корпоративные	200 180	11 610	211 790
Итого по сектору	248 489	14 566	263 055



Белла Златкис

заместитель Председателя правления Сбербанка РФ

ГЛАЗА БОЯТСЯ, А РУКИ ДЕЛАЮТ

Мы начинаем публикацию отрывков из книги «История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы», посвященной 10-летию НДЦ, «кусочками» из воспоминаний Беллы Ильиничны Златкис (полный ее рассказ см. в книге). Белла Златкис говорила, что экономическая история, в отличие от обычной истории, — наука стремительная. Для нее иногда даже полгода — большой период. Так, в 1990-х гг. за несколько лет в России был построен достаточно развитый рынок ценных бумаг, на что в других странах требовались десятилетия.

Формы подтверждения прав собственности на ценные бумаги — ключевой вопрос на любом рынке! Потому что как бы он ни был организован, если вы не можете доказать, что вы собственник, если не можете организовать сделку, в которой после пяти итераций не виден конечный безусловный собственник, то все остальное не имеет никакого значения. Депозитарий как раз и обеспечивает подтверждение и учет прав собственности.

В России в первой половине — середине 1990-х гг. плохо еще представляли, что такое депозитарий. Хотя к тому времени Андрей Козлов уже привез в страну первую литературу о них. Впервые депозитарий, приближенный к современному виду, был создан на ММВБ, в проекте ГКО. Все: и торговля, и учет прав собственности, и клиринг — тогда происходили внутри биржи. Не были еще выделены специфические депозитарные риски. У депозитария были очень ограниченные возможности, он обслуживал только торговлю государственными облигациями.

В недрах Центробанка в середине 90-х гг. появилось шутивное наименование «Госдеп». За этой шуткой пряталось желание создать Центральный депозитарий «под государственной крышей», вернее, центробанковской. Я была против такой постановки вопроса, так как считая до сих пор, что ключевым вопросом является не принадлежность ЦД, а его

«центральность». Это единое место хранения необходимой информации. Все понимали, что надо действовать, с реестрами было много путаницы, часто сложно было сказать, кому какая доля в компании принадлежит, на наши головы свалилось рейдерство. Дискутировали много, но никто, кроме Козлова, не сделал ничего для создания этого ЦД. А он шел последовательно к своей цели. Шел эмпирическим путем создания конкретной структуры. Даже я не сразу это поняла! На базе своего детища — Национального депозитарного центра. С невероятным упрямством шел вперед: увеличивал капитализацию, совершенствовал техническую платформу, тщательно подбирал людей. Оставалось чуть-чуть...

Его успешность в решении этого вопроса заставила меня за последний год сильно изменить свое мнение. Я считаю, что оптимальным для России будет создание Центрального депозитария на базе НДЦ, он опережает остальные. Хотя я и не исключаю схему объединения в ЦД двух или нескольких расчетных депозитариев.

ЖИЗНЬ ВЗАЙМЫ, ИЛИ ИСТОРИЯ С ГКО

Тему государственных кредитов и государственных займов, их влияние на экономику государства, проблемы их эф-

фективности начали обсуждать, конечно, задолго до тех событий, которые у нас произошли в конце 1990-х гг. С появлением государства возникли и его потребности, которые надо было финансировать. Это стимулировало такие категории, как налоги, бюджет, а в дальнейшем и государственный кредит.

13 ноября 1992 г. мы с Дмитрием Тулиным в Верховном Совете защищали новый «Закон о государственном внутреннем долге», его приняли под № 3877-1.

Вспомните тот период: в стране жуткая инфляция, средств не хватало ни на что, налоги собирались очень плохо. Как только мы бюджет исполняли? Дефицит его составлял 30%. Причем от кассовых доходов! Вплоть до 1998 г. Было и больше. Как жила страна! Нужно было срочно придумать, что делать в таких условиях. Опыта не было никакого. И мы начали создавать рынки ГКО, ОФЗ и ОГСЗ. В результате была создана система, которая дала стране возможность выжить в тяжелые времена.

По большому счету ГКО нужны были в первую очередь Минфину и ЦБ РФ, нам — для того, чтобы покрывать дефицит бюджета, а Центробанку — денежное предложение регулировать.

Началась большая техническая работа над реализацией проекта в Центральном банке и на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ).





Следует вспомнить роль Андрея Козлова в подготовке механизма заимствований. Своим отношением к делу он фактически нас спас от дальнейшего провала. Более того, своим «занудством» он, возможно, спас наши жизни во время кризиса! Он настоял на том, чтобы мы не запускали недоделанную систему. И, во-первых, была внедрена поставка против платежа, во-вторых, он потребовал провести полную индификацию прав собственности в реестре.

Упорство свое он проявлял, вызывая недовольство Правительства. Но устоял! На выходные перед самым Новым годом мы проводили тестовые испытания, на нас давили, требовали, чтобы 1993 г. ознаменовался запуском системы. Андрей Андреевич один отказался подписать акт о завершении работ. Он совершенно справедливо посчитал, что подтверждение права собственности недостаточно хорошо прописаны и тем более отработаны в техническом решении. На меня давило руководство, я давила на Андрея, он мне отвечал: «Пока система не заработает нормально, пока ее не доделаем, Белла Ильинична, и не просите!»

Ему тогда было 27 лет! Стало очевидно, что Андрей Козлов, которого Дмитрий Тулин привел к нам как одного из технических сотрудников Центробанка, вырос в серьезную самостоятельную фигуру.

В результате запуск был перенесен на 17 мая. Эти 4 мес. помогли довести механизм до необходимого уровня. Андрей Козлов, повторяю, можно сказать, спас нас, да и финансовую систему страны. Если бы система работала менее четко, если бы мы потеряли инвесторов из-за ошибок, катастрофа для инвесторов была бы полной!

Для определения целесообразности введения краткосрочных заимствований

давайте вернемся с вами в тот период. Самый яркий пример — 1996 г. В первую половину этого года практически 50% всех расходов на зарплату работников бюджетной сферы было выплачено за счет госзаимствований. Какой выбор тогда стоял перед политическими властями страны? Либо обеспечить стабильность политической системы, политического устройства еще молодого, некрепкого государства, либо попытаться спасти стабильность денежно-кредитной финансовой системы. Государство пошло по первому пути и использовало государственный кредит как заложника, как жертву политических решений. Задолженность зарплат учителям, врачам в некоторых регионах составляла 1,5 года. Давайте представим себе, что государство не привлекло бы тогда 108 млрд руб. (за полгода) за счет размещения ГКО-ОФЗ на финансовом рынке и не профинансировало бы расходы по зарплате — наше поколение, скорее всего, жило бы при другом политическом строе, при другой финансовой системе.

Но реальная экономика не развивалась, налоговые поступления не росли, занимать становилось все труднее и дороже. Свою роль сыграла негативная мировая конъюнктура, стоимость нефти упала до 7 долл. за баррель. После кризиса в Азии инвесторы выводили свои средства со всех развивающихся рынков. Система ГКО превращалась в финансовую проблему — ежемесячные выплаты государства уже превышали 30 млрд руб., что больше доходов бюджета почти в 3 раза (в 1998 г. они составляли 11 млрд руб. в месяц, сегодня, для сравнения, — 700 млрд).

Так что нашей вины в крахе 1998 г. не больше, чем заслуг полковника Кольца в последствиях многочисленных разборок с применением изобретенного им оружия. Наша роль заключалась в чисто тех-

ническом обеспечении работы рынка госбумаг. Наше творение — это хороший скальпель, и кто виноват, что им воспользовался нетрезвый хирург!

Все это я понимала, но все равно после кризиса у меня было ощущение, будто я всем кругом должна. Я смогла спокойно вздохнуть, только когда мы начали регулярные выплаты по нашим долговым обязательствам.

После августа 1998 г. единственным способом выхода из кризиса было взять в руки фискальную политику и серьезно озаботиться сбором налогов. Что и было сделано. Е. Примаков оказался в этом смысле человеком чрезвычайно полезным. Я занималась тогда реструктуризацией долга и могу констатировать, что как только мы показывали нашим партнерам наш бюджет и они видели, как неуклонно растет ежемесячный доход (11 млрд, 14 млрд, 18 млрд), они могли спорить, отбивать себе дополнительные проценты, но они нам верили. И пошли, наконец, на наши условия выплаты долгов, их удовлетворило наше рациональное поведение. Я говорила, смущаясь, очередному «собеседнику»: «Ты можешь орать дурным голосом. Требовать 16% годовых, но больше 3% мы заплатить не сможем! Смотри! Иначе вообще ничего не получишь! Мы не скажем тебе, что не будем платить, мы с тобой до конца жизни будем торговаться».

Показать, что есть у должника (демонстрируя бюджет), и построить график выплат так, чтобы должник не обанкротился, — единственный рациональный способ урегулирования долгов!

Рублевые бумаги были реструктурированы в 12 траншей, в большое число ценных бумаг. Это было наше оригинальное решение, благодаря ему кредиторы ежемесячно что-то получали и не теряли оптимизма. Реструктуризация завершилась в апреле 1999 г. — около 90% держателей ГКО и ОФЗ согласились обменять их на новые, с более длительным сроком погашения.

Вообще реструктуризация — это не позор. Инвестору все равно, какова «длина» бумаги, была бы ликвидность подходящая! Последние бумаги, на которые обменивались ГКО, были погашены в феврале 2004 г. ■

СПРАВКА

- 1970 — 1985 — экономист, старший экономист, главный экономист, заместитель начальника отдела управления финансирования промышленности Министерства финансов РСФСР.
- 1985 — 1986 — начальник отдела управления по совершенствованию хозяйственного механизма и цен Минфина РСФСР.
- 1986 — 1988 — заместитель начальника управления по совершенствованию хозяйственного механизма и цен Минфина РСФСР.
- 1988 — 1990 — начальник Сводного отдела денежного обращения, ценных бумаг и финансов торговли Минфина РСФСР.
- 1990 — 1998 — начальник отдела, управления, Департамента ценных бумаг и финансового рынка Минфина РФ, член коллегии.
- 1998 — 2000 — руководитель Департамента управления государственным внутренним долгом Минфина РФ, член коллегии Министерства финансов РФ с 1992 г.
- 2000 — 2004 — заместитель министра финансов РФ.
- 2004 — по настоящее время — заместитель Председателя правления Сбербанка РФ.



НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДЕПОЗИТАРНЫЙ ЦЕНТР

The National Depository Center

**Некоммерческое партнерство
«Национальный депозитарный центр»**

и

**Автономная некоммерческая организация
«Экономическая летопись»**

представляют книгу-летопись



История российского фондового рынка: депозитарии и регистраторы

Серия «Экономическая летопись России»

Авторы-составители: **Н. Кротов, О. Никульшин**

О книге:

В ее основу легло несколько десятков интервью с представителями самых известных депозитариев и спецдепозитариев, специалистами торговых площадок, представителями профессиональных участников рынка ценных бумаг, иностранных кастодианов, регулирующих органов, тех, кто писал законы, и тех, кто по ним работал.

Рассказ каждого участника данного проекта — это захватывающая история человека, напрямую причастного к становлению современного рынка депозитарных услуг в России.

О литературной серии:

Литературная серия «Экономическая летопись России» — проект, в рамках которого выходят книги по новейшей истории отраслей экономики, регионов, отдельных предприятий.

Концепция серии построена на сочетании свидетельств реальных участников событий, архивных данных, информации прессы соответствующего временного периода. Каждая книга серии рассказывает об истории идей, людей и компаний, определивших развитие той или иной отрасли, рынка.

Планируемая дата
выхода книги —
январь 2007 года

Прием
предварительных заявок
на приобретение:
letopis@letopis.ru

ВАША ФОТОГРАФИЯ НА ОБЛОЖКЕ «ДЕПОЗИТАРИУМА»–2007

ФОТОКОНКУРС

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» приглашает Вас принять участие в фотоконкурсе.

Тематика конкурса — **САМЫЕ КРАСИВЫЕ МОСТЫ МИРА**



УСЛОВИЯ КОНКУРСА

Требования к участникам:

К участию в конкурсе приглашаются все лица, работающие на финансовом рынке.

Требования к фотографиям:

- Размер фотографии — не менее 500Кб, формат — JPEG.
- На конкурс можно присылать только фотографии, снятые лично.

Сроки и порядок проведения конкурса:

- Прием заявок и фотоматериалов на конкурс — с **14 по 30 ноября 2006 г.** Фотографии присылаются на конкурс путем заполнения соответствующей формы на сайте НДЦ www.ndc.ru.

- Голосование на сайте НДЦ www.ndc.ru — с **12.00 1 декабря 2006 г. по 12.00 14 декабря 2006 г.** Победителей конкурса Вы выбираете сами — в голосовании могут принимать участие все посетители сайта. Голосование анонимное.
- Подведение итогов фотоконкурса — **14 декабря 2006 г.** Победители конкурса определяются по результатам голосования.

Авторы **12 работ**, набравших максимальное количество баллов, получают призы и бесплатную годовую подписку на журнал «Депозитариум». Фотографии победителей конкурса и комментарии авторов украсят обложки журнала «Депозитариум» в 2007 году.

РАЗМЕЩАЙТЕ ФОТОГРАФИИ

ВЫБИРАЙТЕ ПОБЕДИТЕЛЕЙ

www.ndc.ru