

Преференции уместны

В НАУФОР состоялся круглый стол, участники которого обсудили практики предложения структурных продуктов российским инвесторам

При наличии стремления развивать рынок структурных инструментов именно как локальный следовало бы создавать на нем преференции. Они помогут российским институциональным инвесторам решать конкретные проблемы, а игрокам — улучшать рабочие практики.

Фотографии Павел Перов

Участники: Павел Васильев (руководитель подразделения инвестиционных и секьюритизированных продуктов Департамента глобальных рынков ПАО «Сбербанк»); Эдвард Голосов (глава «БКС Капитал», заместитель президента — председателя правления по инвестиционному и страховому бизнесу); Алексей Китаев (исполнительный директор – старший трейдер департамента глобальных рынков АО «Сбербанк СІВ»); Иван Козлов (структуратор департамента структурирования АО «ВТБ Капитал»); Франц Хеп (управляющий директор, начальник дирекции по бизнесу структурных продуктов «БКС Капитал»).

Модератор — Ирина Слюсарева (главный редактор журнала «Вестник НАУФОР»).

Ирина Слюсарева. Добрый день, уважаемые участники. Спасибо, что нашли возможность принять участие в круглом столе. Он посвящен практикам предложения структурных продуктов для различных категорий российских инвесторов. Примерный круг вопросов таков: структурные облигации в портфелях институциональных инвесторов; структурные облигации для неквалифицированных инвесторов; раскрытие

информации по структурным продуктам (в частности, практика разработки паспортов продуктов).

Предлагаю начать обсуждение с вопроса: какими основными характеристиками могут/должны обладать структурные облигации, попадающие в портфели институциональных инвесторов? **Алексей Китаев.** В Сбербанке достаточно давно изучается спрос институциональных инвесторов на структурные инвестиционные продукты. И пока что, вынужден признать, успехи наши довольно неутешительны. В России институциональные инвесторы представлены небольшим набором типов инвесторов: это, во-первых, негосударственные пенсионные фонды; во-вторых, паевые инвестиционные фонды (которые работают по мандату на доверительное управление, а не по квазиброкерской схеме, когда доверительный управляющий имеет право купить один-единственный инструмент, согласованный с инвестором); в-третьих, страховые компании и, в-четвертых, достаточно узкая прослойка так называемых фэмили-офисов (Family offices), которая управляет деньгами очень богатых инвесторов — физических лиц.



Ирина Слюсарева. Эндаументы не считаются?

Алексей Китаев. На наш взгляд, как институт они сейчас на российском рынке фактически отсутствуют.

Когда мы анализируем потребности отечественных институциональных инвесторов в структурных продуктах, то [в поле действия российского законодательства] сталкиваемся либо с очень жестким регулированием, либо с полным отсутствием регулирования. Если, например, говорить о фэмили-офисах, то для них регуляторных барьеров практически нет, они могут инвестировать в любые инструменты по всему миру. И для них очень резонным является вопрос — а что же российский рынок может предложить такого уникаль-

ного, чего они не могут купить на Западе? Как правило, ответ — ничего не может. На текущий момент не существует настолько острых инноваций или настолько явных льгот, проистекающих из регулирования, которые сделали бы именно российские структурные продукты выгодными для такой группы инвесторов.

Когда мы анализируем условия работы страховых компаний, пенсионных фондов, то там регулирование, наоборот, очень жесткое. Это особенно очевидно на примере пенсионных фондов со времен внедрения для них 10-процентного лимита на структурные инструменты в портфелях пенсионных накоплений и фактического негласного запрета на любые экзотические инструменты такого рода,

после ряда не самых приятных историй, хорошо известных присутствующим. Так что теперь управляющие, если пытаются работать со структурными инструментами, то делают это крайне, крайне осторожно. А у страховщиков структурные облигации востребованы лишь в очень узком сегменте: для структурирования продуктов инвестиционного страхования жизни, причем этот сегмент полностью занят иностранными финансовыми инструментами. И, честно говоря, с учетом того опыта, который накопила индустрия на Западе, возможность быстро захватить этот сегмент у российских участников, на наш взгляд, отсутствует.

Иван Козлов. Да, в целом соглашусь с коллегой в оценке интересов институ-

циональных инвесторов. Действительно, по нашему опыту, до того, как мы стали делать структурные облигации в российском правовом поле, нашими клиентами были фактически лишь фэмил-офисы и небольшие фонды. «ВТБ Капитал» при этом был одним из немногих игроков, имевших возможность котировать локальный российский риск.

Единственное, как мне кажется, поле, на котором российские банки могут конкурировать по структурным продуктам, — это именно продукты с локальным российским риском. Западные банки зачастую не стремились предоставлять структурные ноты с кредитными рисками российских эмитентов (в частности, First-to-Default ноты). А российские банки могли это делать и делали, что обеспечивало им определенный успех.

Как вы знаете, недавно прошло достаточно развернутое обсуждение ограничений для институциональных инвесторов в плане приобретения ими структурных облигаций. Эти ограничения существуют, они достаточно заметны — и значительного желания регулятора поменять это положение участники рынка пока не ощутили. Запрос на изменения генерировался лишь со стороны участников рынка. Запрос этот состоит в желании иметь менее жесткое регулирование.

Ирина Слюсарева. Менее жесткое регулирование, ясно. А вот сейчас Алексей сказал, что российский рынок может предложить институциональному инвестору лишь самое небольшое количество действительно интересных структурных продуктов. Это тоже зависит от регулирования?

Иван Козлов. Вселенная инвестиционных продуктов достаточно велика, но в целом можно сказать, что процентов на 90-95 ее возможности уже реализованы через существующие структурные продукты, которые исторически производили и развивали западные банки. Грубо говоря, российские игроки по большей части реплицируют продукты, которые были придуманы до них. Когда российские банки вышли на рынок

структурных продуктов, то оказались в классической ситуации догоняющего развития: сам рынок уже существовал 10-20 лет, основные его продукты были уже сконструированы. Конечно, еще и сейчас можно придумать что-то новое: комбинировать различные активы и так далее. Но такое, значительно усложненное, предложение в большинстве случаев может быть интересным только в теоретической плоскости. Потому что сама по себе сложность инструмента не обеспечивает интереса к нему потребителя. Зачастую наиболее интересные и популярные продукты не так уж сложны.

Западные банки тоже делают инновационные продукты, причем зачастую делают это более эффективно просто в силу того, что на Западе построена мощная инфраструктура, отточено взаимодействие с другими участниками — в плане и эмиссии, и всего остального. Область, в которой российские игроки могут иметь некое конкурентное преимущество, — это либо зоны, в которых они наработали больше локальной экспертизы, либо регуляторные условия. Если мы сейчас говорим о локальных облигациях, то регулирование может давать игрокам либо преимущественное рассмотрение, в частности, по налоговым льготам, либо особые возможности формирования портфелей институциональных инвесторов.

Следующий запрос действительно может звучать странно: вроде бы на конкретном рынке давно работают эффективные игроки и много чего уже на нем сделали, но локальные эмитенты просят регулятора создать некие искусственные преференции, чтобы получить возможность развивать на локальном рынке нечто аналогичное. Однако, если мы говорим о развитии локального (нашего собственного!) рынка, если действительно хотим его продвинуть, то, видимо, на определенном этапе протекционизм может потребоваться. Отечественные игроки, грубо говоря, могли бы пользоваться выпусками иностранных банков для того, чтобы формировать свои про-

дукты. Могли бы просто оставаться потребителями внешних финансовых услуг, локальную историю вообще не трогать, не развивать законодательство, правовые механизмы, не развивать вообще концепцию структурных облигаций...

Ирина Слюсарева. Нужно ли агитировать красных за Советскую власть. Думается, мягкий и тактичный протекционизм в этой ситуации более чем уместен. Да, кстати, и регулятор далеко не всегда сурово смотрит на подобные вещи.

Иван Козлов. В целом регулятор мог бы больше делать в этом плане, хотя я и не утверждаю, что подобный протекционизм однозначно необходим.

Эдвард Голосов. То, что сейчас российские участники рынка пытаются делать российские структурные облигации, является определенным шансом, определенной возможностью — и для российских эмитентов, и для российских инвесторов. Эту возможность можно использовать для того, чтобы именно российские участники получили определенные преимущества по сравнению с игроками, которые менее сфокусированы на российском рынке. Хотя при этом обладают преимуществами в экспертизе, в объеме выпущенных инструментов, в инфраструктуре, в опыте. Хотя, надо сказать, с учетом того, что кадры перетекают в обе стороны (люди из России едут на Запад, там работают и учатся, многие возвращаются назад), это преимущество постепенно нивелируется.

Но если говорить конкретно, как это преимущество может быть использовано для институциональных инвесторов... Я сейчас скажу на основании моего опыта и понимания бизнеса институциональных инвесторов прежде всего за рубежом, где он более успешен. В этом сегменте предложение рождает спрос в меньшей степени, чем в сегменте частных инвесторов. Наоборот, спрос идет впереди: инструменты чаще выпускают под конкретные потребности конкретных институциональных инвесторов. Эти потребности, как правильно сказал Иван, могут быть связаны с регулиро-

ванием или более эффективным использованием баланса, или более эффективным использованием капитала. При этом, честно говоря, российские институциональные инвесторы сейчас в моменте предъявляют не очень много спроса на структурные продукты, потому что не знают о многих возможностях этих инструментов. Или, может быть, сами эмитенты не очень четко, или с недостаточным охватом формулируют преимущества своего структурирования. Если мы серьезно хотим развивать рынок именно российского структурного инструмента, то важно создавать на нем преференции, причем очень четкие, которые бы помогли российским институциональным инвесторам решать их текущие проблемы. Например, чтобы такие инвесторы получали преимущество в плане нагрузки на капитал или еще какие-то преимущества. Примеры такого рода могут быть разными.

На Западе схема предложения часто работает так. Инвестор приходит к эмитенту и говорит: «Ребята, не могли бы вы мне сделать вот такой инструмент или таким вот образом перепаковать эту конкретную бумагу, потому что у меня есть конкретная проблема». Причем проблема может возникать не обязательно в одной юрисдикции: многие институциональные инвесторы сейчас могут работать cross-border, трансгранично. То есть нужно принимать во внимание всю структуру бизнеса институционального инвестора.

Есть один хороший пример, который, мне кажется, в России уже работает и будет работать, — страховые компании. Они сейчас находятся в процессе изменения продуктового предложения. Существовал рынок стандартного ИСЖ, сейчас многие участники говорят, что он в каком-то смысле достиг насыщения и нужно искать другие направления развития. Люди начинают думать, причем серьезно думать, что, может быть, пришло время начинать предлагать в России страховые продукты типа unit-linked (в отличие от существующего российского ИСЖ, там нет защиты





капитала) по западному образцу. В таком формате страховым компаниям потребуются хеджирование. Соответственно, в ответ на этот запрос российские эмитенты могли бы предложить страховым компаниям соответствующий инструмент в форме структурной облигации.

Ирина Слюсарева. Эдвард, в вашей речи постоянно звучали два слова — «регулирование» и «инфраструктура». Вы считаете, что в основном создание преференций должно происходить в зоне регулирования — или в зоне инфраструктуры тоже? **Эдвард Голосов.** Возможности улучшения есть и там, и там...

Франц Хеп. Объемы рынка институциональных клиентов огромны. Но нельзя забывать, что конечный покупатель — это все равно всегда ритейл. Часто инвестиционный банкир продает структурный продукт институциональному клиенту для последующей дистрибуции, где конечный покупатель — ритейловый клиент. А как он покупает? Он покупает через фильтр. Инвестбанкиры, которые являются его посредниками при выходе на финансовый рынок, фильтруют, что именно хотят купить они, чтобы потом поставить купленный ими инструмент в портфель клиента.

Существует огромный рынок с огромными возможностями для финансовых институтов, но работать на нем приходится в жесткой конкуренции с западным рынком. Западные коллеги профессиональнее, они занимаются структурированием уже очень много лет, а мы фактически только начали. Стопроцентное преимущество российских игроков состоит в том, что мы можем сфокусироваться, например, на неликвидных базовых активах, с которыми западные игроки не работают (это могут быть российские активы или восточные активы). Но проблема в том, что в этом сегменте нет возможности делать большой объем выпуска, — значит, продукт всегда будет нишевым. В конце концов, в жесткой конкуренции мы должны показать наше преимущество.

В цене — да, мы уже умеем выигрывать, умеем конкурентно хеджировать.

Что хорошо, конкретный институциональный клиент совершает операции не с одним контрагентом, у него обычно открыты лимиты на разные банки, поэтому возможность получить кусочек от торга есть у каждого из игроков.

Я бы хотел, чтобы у российского финансового рынка была защита, были некие преимущества, которые позволяли бы отечественным участникам иметь выход на институциональных клиентов, работающих здесь, в России. Чтобы регулятор нас немножко защищал, как он это старается делать в отношении инвесторов-физлиц. Защита была бы очень большим преимуществом и помогала российским игрокам делать большие объемы структурных инструментов.

Как именно может выглядеть защита? Есть разные идеи, сейчас мы подойдем к их обсуждению, но я бы хотел видеть защиту в принципе.

Когда мы анализируем линейку продуктов, то очевидно, что российскому рынку предстоит проделать длинный-длинный путь. Пока мы соревнуемся с западными игроками только в сегменте акций и облигаций, это простые продукты. Да, на российском рынке сейчас в основном делают participation notes (доход по этим инструментам зависит от размера изменения цены актива) и купонные продукты. Но, как правило, всегда на одиночные обычные акции или облигации. На западном рынке гораздо больше вариаций и базовых активов, и структурных модификаций этих продуктов: упаковка кредитов, CDS (кредитно-дефолтный своп) и так далее.

Прямо сейчас говорить об этом преждевременно или очень рано. Но в будущем, уверен, на российском рынке должны развиваться еще и более интересные базовые активы.

Ирина Слюсарева. Вы упомянули восточные бумаги...

Франц Хеп. Могут вовлекаться в оборот, например, казахские бумаги...

Иван Козлов. Если развивать тему конкуренции. Потенциально российские игроки могут иметь определенные кон-

курентные преимущества в сфере секьюритизации (например, корпоративных кредитов). Это область, в которой по объективным причинам конкуренции просто нет. Некоторое время назад определенные выпуски облигаций привязывались, например, к кредитованию инфраструктурных проектов. Пока такие процессы, как справедливо отметил Франц, не очень развиты. Но потенциально в будущем локальные игроки могли бы получать здесь определенное преимущество.

Алексей Китаев. Когда мы переходим от темы инфраструктурных облигаций (в их классическом понимании как неких деривативных инструментов в оболочке ценной бумаги) к инструментам уже непосредственно секьюритизации, то нужно отметить несколько важных проблем, которые мешают активно развивать этот рынок.

Первая проблема заключается в не совсем правильно сформированном балансе спроса и предложения. В чем это проявляется? Зачастую банки не заинтересованы продавать кредиты, им это просто неинтересно. Заемщиков в стране не так много, экономика сжимается, кредитовать, в общем-то, особо некого, а денег самих по себе очень много. В системе находится огромное количество накопленной ликвидности и размещать ее фактически некуда. По достаточно высоким ставкам, которые все еще действуют в нашей стране, нормальные заемщики развивать свой бизнес не хотят. Поэтому возникает ситуация, когда имеется ограниченное количество качественных кредитов, на которых банк, если у него достаточно капитала, заинтересован «сидеть» как можно дольше, получая процентный доход. И/или есть плохие кредиты, которые нужно либо продавать по приемлемой цене некавалифицированному инвестору (который не понимает, что покупает, и такая продажа — это очень плохая практика), либо продавать дешево. А банк, который выдал определенное количество денег по, условно, номинальной стоимости, продавать такой кредит с дисконтом не захочет. Из-за этого возможности для

сделок секьюритизации появляются лишь в небольших нишах.

Вторая проблема — инфраструктура. Создать сделку секьюритизации в полноценном виде означает необходимость создать специальную компанию (которая будет эмитентом), создать инфраструктуру вокруг этой компании (чтобы эмитент мог выполнять все обязательные процедуры), выпустить сами бумаги, промаркетировать их, обеспечить вторичный рынок... Это настолько сложная процедура, что она оправдана только для очень-очень крупных сделок.

Сочетание этих двух факторов фактически блокирует развитие рынка секьюритизации.

Вторую проблему можно было бы решить, упростив процедуру эмиссии. Сделать возможной, например, секьюритизацию с баланса: когда эмитентом бумаги, внутри которой находится кредит, выступает сам банк, который выдал этот кредит. Но российское регулирование фактически не уменьшает нагрузку на капитал банка от такой операции. Требования к капиталу остаются такими же, как если бы кредит все еще оставался на балансе банка, но при этом доходы по кредиту банк больше не получает, поскольку кредит он фактически продал. В итоге операция для банка абсолютно бессмысленна.

Эдвард Голосов. Ключевая вещь состоит в том, что определенные преференции все-таки можно создать, если мы хотим, чтобы российский рынок развивался российскими участниками, а не был оставлен на откуп только западным банкам.

Но здесь мы уже должны говорить не просто про структурные облигации, а о том, как должна работать секьюритизация, чтобы она имела экономический смысл. Допустим, у банка на балансе находится пул кредитов, он делает их секьюритизацию. В частности, выпускает «старший» транш (senior), сравнительно мало рискованный, плюс «младшие» транши бумаг (junior), которые гораздо рискованнее. Сейчас, если банк избавляется от части рискованных активов, у него от этого не

возникает преимущества с точки зрения нагрузки на капитал. Тогда зачем банку делать такую секьюритизацию? Но если сделать правильное регулирование, позволит банку через такие инструменты сдвигать конкретный риск со своего баланса, то появится и спрос на секьюритизацию. Это можно сделать. Это чисто инфраструктурное изменение, которое не будет зависеть от экономической ситуации, от рынка.

Иван Козлов. Определенное движение в этом направлении уже идет. В частности, не так давно были внесены определенные изменения в методику расчета рисков по секьюритизированным активам. Теперь показатель риска зависит (в том числе) от того, насколько правильно проведена секьюритизация, насколько рискованный транш остается на балансе и так далее. Таким образом, движение в этом направлении есть. Но абсолютно справедливо замечено, что в текущей ситуации кейсы такой секьюритизации — остаются единичными случаями, в связи с общей экономической ситуацией. Пока — это редкая история.

Кроме того, в России не сформирован рынок. Грубо говоря, если у отдельного институционального инвестора возникает спрос на передачу кредитного риска, то есть и более простые механизмы такой передачи, нежели секьюритизация. Если же идея состоит в том, чтобы продавать кредитный риск в формате секьюритизации розничным клиентам-физлицам или физлицам-квалифицированным инвесторам, то пока, насколько я знаю, таких историй практически не было. Потому что фактически нет самого этого рынка. Развитие, возможно, приведет к тому, что он появится.

Алексей Китаев. Со стороны профессионального сообщества не совсем честно говорить, что регулятор ничего не сделал. Кое-что он сделал — придумал замечательный механизм. Если у банка есть на балансе портфель ипотечных кредитов, то он может передать этот портфель в специальную компанию — бывшую АИЖК, которая теперь называется «ДОМ.РФ». «ДОМ.РФ» выдает поручительство на этот

портфель кредитов, происходит секьюритизация, и банк, выдавший ипотечные кредиты, выкупает секьюритизированную бумагу, уже с поручительством АИЖК, назад. Такая простая операция уменьшает нагрузку на капитал банка в пять раз. Некоторые участники рынка уже начинают использовать эту замечательную технологию. В ближайшие годы, скорее всего, именно этот вид секьюритизации будет использоваться на рынке действительно в массовом масштабе, как основной.

Но, как мы понимаем, реального перераспределения риска здесь не происходит, потому что начальный владелец кредитного риска в итоге остается и его конечным владельцем.

Павел Васильев. Плюс дополнительно происходит концентрация риска в самой компании «ДОМ.РФ», которая постепенно накапливает многомиллиардные поручительства на выпускаемые ипотечные бумаги. Пока в финансовой системе все более-менее хорошо, такие операции, в общем, не создают проблем. Но потенциально, при снижении доходов заемщиков, такая концентрация риска на один класс ипотечных активов может создать некоторые проблемы.

Ирина Слюсарева. Задам циничный вопрос: ну и чего? Мы же помним, что было с долгами Фанни и Фредди...

Павел Васильев. Так на это все и надеются, что государство в плохой ситуации сможет и захочет поддержать институт развития (а «ДОМ.РФ» — институт развития). Но в какой-то момент этой готовности государства поддерживать может быть недостаточно. Или же будет проведена своего рода классификация: какого рода сделки поддерживать следует, а какого рода — не следует. Грубо говоря, ипотечные бумаги, выпущенные и выкупленные системно значимыми банками, будут поддерживаться. А остальным скажут «извините, на всех не напасешься».

Ирина Слюсарева. Надо же как-то запустить рост, а для этого надо либо увеличивать доходы населения, либо налоги снижать. Косвенное субсидирование

ипотеки связано же с уровнем доходов населения, верно? А кто упал в пропасть, тот в горах жить не может.

Павел Васильев. Гипотетически — да. Но не забудьте, что люди, которые сидят в банках и оценивают риски, оценивают степень приспособленности к выживанию в горной местности именно конкретного кредитного учреждения. И когда мы видим, что фактически развивается именно такая секьюритизация, которая описана Алексеем (переупаковка фактически существующего портфеля ипотечных кредитов в форму ценных бумаг, с дополнительным кредитным улучшением в виде поручительства института развития), то люди начинают в какой-то момент задаваться вопросом насчет того, что концентрация риска в системе все-таки нарастает. И что будет дальше. В то же время концентрация риска могла бы не нарастать, если бы был стимул делать классическую секьюритизацию — двухтраншевую, трехтраншевую, которая не требует поручительства института развития. Это более естественно.

Поддержка государства была хорошей идеей для того, чтобы запустить рынок. Но сейчас имеет смысл развивать чисто рыночные механизмы секьюритизации. А это не требует участия института развития. Но для банков, которые хотели бы делать именно рыночную секьюритизацию, нужно создавать определенные послабления и стимулы.

Опять же, нельзя сказать, что в этой сфере ничего не делается, что она заброшена регулятором. Существует Положение Банка России от 4 июля 2018 года N 647-П, в котором прописаны новые стандарты ППС — Простой, Прозрачной, Сопоставимой секьюритизации. В соответствии с документом, чем качественнее и прозрачнее сделка секьюритизации, тем ниже будет оценка кредитного риска. Соответственно, может быть снижена нагрузка на капитал. Новые стандарты ППС соответствуют западным стандартам секьюритизации, дают возможность сравнивать разные сделки. Но, насколько мы знаем, пока ни одного выпуска в таком формате сделано не было.

Ирина Слюсарева. Почему?

Павел Васильев. Не в последнюю очередь потому, что требования достаточно жесткие. Для того чтобы им соответствовать, нужны большие усилия со стороны банка-оригинатора, владельца ипотечного портфеля.

Ирина Слюсарева. Что могло бы прервать эту паузу — какое-то разовое действие регулятора, или просто должен найтись смельчак, который...

Павел Васильев. ...думаю, это вопрос времени. Здесь должны совпасть несколько факторов. С одной стороны, желание банков в результате сделок секьюритизации привлекать новую ликвидность, разгружать баланс, снижать нагрузку. С другой стороны, готовность инфраструктуры и самих банков удовлетворять требованиям ППС-секьюритизации. Есть ощущение, что пока такое время не пришло.

Опять же сложно выделить один фактор, который ограничивает движение в правильную сторону. Рыночная ситуация тоже, скорее всего, не очень помогает, — здесь было совершенно справедливо сказано, что пол российских качественных заемщиков ограничен. Эта ограниченность характерна не только для корпоративных кредитов, но также и для ритейла, и для ипотечных кредитов: ни в одном из названных сегментов не существует огромного рынка. Да, есть растущий рынок, но не огромный. И банки, в принципе имеющие ликвидность, утилизируют ее за счет существующих инструментов. У них нет стимула выдавать кредитов больше и больше, потом переупаковывать их, распродавать на рынок и выдавать снова. Они пока наращивают портфели...

Алексей Китаев. ...притом ипотека — это один из лучших кредитов, которые можно сейчас выдать: у него относительно высокая ставка и очень хорошее кредитное качество.

Ирина Слюсарева. Очень хочу задать глупый вопрос: а снижение базовой ставки могло бы, в числе прочих, быть драйвером в сфере, которую мы сейчас

обсуждаем? Когда опосредованно снижение ставки побуждало бы...

Павел Васильев. Скажу в порядке дискуссии. Если возвращаться к нашему предмету, к структурным продуктам, то снижение базовой ставки ЦБ влечет за собой, естественно, снижение ставок по банковским депозитам. Как мы видим, последствия этого тоже можно оценивать по-разному. Но, в общем, снижение ставок по депозитам стимулирует занимать тех агентов, которые не могли занимать ранее, по более высоким ставкам...

Тут, соответственно, появляется возможность для выпуска на рынок продуктов, которые имеют чуть больший уровень риска, но предоставляют, в соответствии с экономическими законами, возможное повышение доходности в результате повышения риска.

Франц Хеп. Я бы хотел добавить, что именно продукты можно продать на рынке. В каждой экономической ситуации (при высокой ставке, при низкой ставке) существуют продукты, которые продаются хорошо. Например, при высокой ставке имеет смысл предлагать продукты с защитой капитала. Когда ставка низкая, а банк хочет продавать продукты с защитой капитала, то клиенту приходится брать на себя дополнительный кредитный риск: добавлять CDS, какой-то специфический бонд или что-то подобное. Это, конечно, не является стопроцентной защитой капитала, но инвестор может выбрать кредитный риск для его защиты. Когда ставка высокая, этих дополнительных операций делать не надо.

Когда ставки падают, то рынок начинает предлагать продукты с другими деривативными компонентами внутри. Но для того, чтобы держать потенциальную доходность продуктов на прежнем уровне, риск при этом придется увеличить, конечно. Эта закономерность действует не только для ипотечных, но для всех базовых активов.

Эдвард Голосов. Ответ на вопрос, способствует ли снижение ставки развитию

секьюритизации: я думаю, что способствует. Приведу очень простой пример. Представим себе, как происходит прайсинг при секьюритизации. Существует базовая, безрисковая ставка, по сути, бенчмарк (на Западе, например, обычно это Libor). При секьюритизации происходит изменение риска в соответствии с траншем — от минимального до самого большого риска при движении от «старшего» транша к «младшему». При этом доходность по каждому траншу определяется спрэдом, «добавкой» к той самой базовой денежной ставке.

Теперь представьте себе две экстремальных ситуации: базовая ставка 50% и базовая ставка 2%. Грубо говоря, когда мы идем от практически безрискового («старшего») транша к самому рисковому («младшему») траншу, то спрэд к базовой ставке для «старшего» транша может составлять несколько десятых процентного пункта: 0,3%-0,6% и так далее. А кредитная премия за наиболее рискованный транш (класса equity) может составлять уже несколько процентов. Так вот, когда базовая ставка составляет (условно) 50%, то разница в абсолютной доходности между старшим и младшим траншами будет не очень большой (скажем 50,5% и 55,5%). Какой тогда смысл брать примерно за примерно ту же доходность намного более рискованный актив? А вот когда базовая ставка составляет 2%, то доходности старшего и младшего траншей будут, соответственно 2,5% и 7,5% — здесь разница большая. В этом случае разница в кредитном риске начинает очень сильно влиять на абсолютный уровень доходности. И люди начинают охотнее принимать решение: брать или не брать транши с конкретным соотношением риск/доходность.

Таким образом, на мой взгляд, снижение базовой ставки, в принципе, должно способствовать увеличению интереса, — по крайней мере, к секьюритизации.

Алексей Китаев. И в целом к более рискованным продуктам.

Эдвард Голосов. Да.

Ирина Слюсарева. То есть макроэкономическую политику, проводимую регулятором, одобряем?



Павел Васильев. Без вариантов.

Ирина Слюсарева. Мы сейчас обсуждаем структурные продукты для институциональных инвесторов. Все ли сказано по этой теме?

Иван Козлов. Мы не затронули основные характеристики востребованных институциональными инвесторами структурных инструментов. Хотелось бы обсудить, на какие именно продукты генерируется спрос. Наверное, чаще всего мы видим спрос на продукты с фиксированной доходностью (имеется в виду фиксированная ставка, которая может быть не выплачена по каким-либо причинам), тогда как на продукты, привязанные к динамике базового актива (продукты «с участием»), — в меньшей степени. Думаю, оптически «фиксированная» ставка всегда выглядит высокой. Например, традиционно высоким остается спрос на те же самые автоколлы. (Автоколл, autocall — структурированный продукт, который основывается на продаже волатильности клиентом, предусматривает возможность досрочного погашения и является одной из разновидностей обратного конвертируемой облигации; ориентирован на инвесторов, готовых к большему риску, поскольку предлагает более высокую потенциальную доходность).

Спрос на популярные ранее First-to-Default ноты заметно снизился, так как текущая экономическая ситуация на локальном рынке не позволяет получить значительного увеличения доходности. **Алексей Китаев.** Если посмотреть на западный рынок, прежде всего пенсионные фонды и страховые компании, то у них существует огромный спрос именно на структурные продукты. Теория управления портфелем объясняет этот спрос вполне ясно. Ведь, по сути, доходность портфеля складывается из доходности, которую генерируют различные риск-факторы. Это может быть кредитный риск, это может быть процентная ставка, это может быть конфигурация процентной кривой, или волатильность рынка акций, или цена отдельных акций.

Управление этими факторами у западных управляющих поставлено на серьезную научную основу. И зачастую запрос управляющего пенсионным фондом или большим взаимным фондом к банку-структуратору формулируется так: «Уважаемый банк, в моем портфеле не хватает доходности, не хватает таких-то и таких-то дополнительных риск-факторов. Структурируй мне инструмент, который будет давать в концентрированном виде доходность именно от этих факторов и будет изолирован от других рисков для того, чтобы он оптимально встроился в мой портфель».

И мы видим, что западные крупные игроки — такие, как «Голдман Сакс», например, или «Джи Пи Морган» — именно в такого рода инструментах совершают очень крупные сделки, которые измеряются сотнями миллионов долларов.

Для того чтобы российские игроки пришли к возможности делать такие же сделки, должно пройти, думаю, минимум пять, а, может быть, даже и 10 лет. И в эти годы должна проходить очень интенсивная работа с регулятором. Регулятор должен понять, зачем такие инструменты в принципе нужны. И почему они могут быть очень полезны нашей экономике, в которой экономический рост уже давно находится на очень низком уровне, и вопрос прироста капитала (особенно капитала, находящегося под управлением пенсионных фондов) стоит достаточно остро.

Эдвард Голосов. Алексей говорит о подходе к инвестированию, который на Западе называется «риск-премия». Когда рыночные инструменты классифицируются не по форме выпуска (акции, облигации), а по источникам риска. И доход от инвестирования также разбивается по источникам риска. Игрок берет на себя определенный риск, ему за этот риск платится определенная риск-премия.

Я такую вещь скажу, и может быть, остальные участники со мной согласятся. Одна из проблем состоит в том, что рынок институциональных инвесторов, особенно сегмент управления активами,

в России не очень рыночный. А вот на Западе он очень рыночный.

Павел Васильев. Да.

Эдвард Голосов. На Западе, грубо говоря, инвестиционный банк вполне может прийти к большому пенсионному фонду, например, и сказать: «Ребята, я сейчас могу вам сделать сделку, которая, в принципе, изменит (может быть, даже уменьшит) риск-профиль вашего портфеля. Но зато даст вам дополнительные 30 базисных пунктов доходности». И западные фонды за такую возможность «убьются», потому что для них 30 базисных пунктов (то есть, 0,3%) доходности по сравнению с конкурентами — это очень серьезно.

А теперь попытайтесь в России кого-то увлечь 30 базисными пунктами. Да они даже говорить об этом не будут, они живут в совершенно другой парадигме. **Франц Хеп.** И даже не планируют переходить в рыночную реальность.

Эдвард Голосов. А почему мы в России живем в другой парадигме? Потому что на Западе конкуренция идет снизу. Там существует реальный пенсионный рынок, реально конкурентный. И потребители во многом сами контролируют свои пенсии и через это задают мандаты пенсионным фондам и так далее. А что происходит у нас? Как часто у нас управление пенсионными активами переходит от одного управляющего к другому потому, что второй зарабатывает большую доходность своим пенсионерам, чем первый?

Павел Васильев. Да, на западе игроков оценивают по доходности, которую те заработали.

Франц Хеп. Первый важный фактор — ключевая ставка, второй важный фактор — аппетит к риску. В Швейцарии продукт, который дает 1,5% или 2% годовых, можно продать почти каждому второму институциональному клиенту. А в России аппетит на риск гораздо выше, поэтому продуктов будет становиться меньше-меньше-меньше. Например, западные еврооблигации здесь не продаются. Почему? Потому что по такой облигации ставка очень низкая. В

России клиент сразу хочет на акции переходить. Все хотят обыграть инфляцию.

Сейчас ситуация такая: положишь деньги на депозит — потеряешь из-за инфляции, начинаешь вкладываться в облигации — доход серьезно зависит от того, в какие именно бумаги инвестируешь, хотя если повезет, то чуть-чуть обыграешь инфляцию. Поэтому большинство наших клиентов инвестирует в акции. У них высокий аппетит к риску. Это не только физлица, но институциональные инвесторы тоже.

Павел Васильев. У Сбербанка здесь немножко другой опыт. Скорее, институциональные инвесторы как раз очень не хотят риска...

Франц Хеп. Но доход-то они хотят! А одно без другого не получается.

Павел Васильев. Дискуссионность приветствуется. Но если исходить из нашего опыта, то люди гораздо больше опасаются потерь, чем хотят заработать дополнительный доход.

Франц Хеп. Они и выиграть хотят, и не потерять. Тенденция такая, согласен. **Павел Васильев.** Да-да, я вижу как раз это. Во-первых, крупных игроков на российском пенсионном рынке можно пересчитать по пальцам двух рук (даже, может быть, уже одной). Я понимаю, что это может быть связано и с реформой пенсионной системы, и с укрупнением игроков на поле коллективных инвестиций, и со злоупотреблениями, которые привели к известным слияниям. Но факт остается фактом. Долгосрочных инвесторов, которые должны иметь экспертизу, «длинные» деньги и продемонстрировать своим пайщикам, клиентам, страхователям и так далее, повышенный доход, — их мало пока.

Кроме того, они настолько (давайте прямо говорить) боятся регулятора, что возможность потерять деньги — для них своего рода «дубинка», гораздо более серьезная по сравнению с тем «пряником», который можно получить в виде дополнительной доходности для клиента. Эта «дубинка» реализуется и в количествен-

ном ограничении (тема уже была затронута) портфеля структурных продуктов, и в так называемом стресс-тестировании со стороны Банка России. Которое призвано оценить как раз устойчивость институциональных инвесторов, но приводит к тому, что в процессе этого стресс-тестирования с рабочего поля исчезают все более-менее интересные продукты. Ко всем продуктам, которые имеют повышенный риск (сравнительно с облигациями, или депозитами, или просто деньгами на счете) — отношение со стороны регулятора очень консервативное.

Соответственно, управляющий сравнивает сценарии. Что будет, если купить низкодоходную облигацию, которую регулятор при стресс-тестировании будет воспринимать нормально. И что будет, если купить более рискованный продукт с повышенной доходностью, но который регулятор при стресс-тестировании будет оценивать сверхконсервативно. Для компании, в отношении которой осуществляется регулирование со стороны Банка России, в этой ситуации те дополнительные 50, 100, 200 базисных пунктов доходности, которые в принципе можно бы заработать, становятся гораздо менее привлекательными.

Эдвард Голосов. Управляющий не станет зарабатывать эти пункты и при этом подумает: «Все равно никто от меня не уйдет».

Иван Козлов. Конкуренция очень низкая. Я думаю, что развитие финансовой грамотности и вовлечение в финансовую сферу ритейлового клиента — вот что станет определенным драйвером того, чтобы повысилась конкуренция, повысилась ответственность институциональных инвесторов за свои действия, их в хорошем смысле слова агрессивность в принятии решений. Вот такая цепочка. **Эдвард Голосов.** Конкуренция, которая побуждает игроков институционального рынка быть более конкурентными, изначально формируется на уровне розничного инвестора. Когда каждый инвестор видит, сколько денег зарабатывает для

него тот или иной управляющий. И когда есть очень простой механизм перехода из одного пенсионного фонда в другой: если в текущем году клиенту не понравилось работать через фонд «А», то он легко перешел в фонд «Б». В такой ситуации частные инвесторы заставляют институциональных инвесторов быть более конкурентными. Это, соответственно, сподвигает институциональных инвесторов, как совершенно правильно сказал Иван, быть более разборчивыми, принимать риски, торговаться за те 30 условных базисных пунктов, которые...

Павел Васильев. ...которые показал фонд «А» и поэтому в него происходит переток из фонда «Б», который таких результатов не показал.

Ирина Слюсарева. Мы плавно переходим ко второму пункту нашей программы — обсуждению запросов на структурные продукты со стороны ритейлового клиента (ритейл, строго говоря, больше, чем только сегмент неквалифицированных инвесторов). Мешает ли сейчас ритейловому инвестору неопределенность в пенсионной сфере?

Иван Козлов. Тут разные моменты, я бы их разделял. Мы говорили о том, что по причине низкой финансовой грамотности ритейловые инвесторы в массе идут в пассивный и простой продукт, рассматривая при этом инвестирование как своего рода пенсионную программу. А в разговоре о запросе ритейлового клиента на структурные продукты мы, скорее, хотели бы обсудить более активное управление.

Павел Васильев. Это разные вещи в том плане, что если инвестор отдал деньги фонду, то надеется на его, фонда, экспертизу. А самостоятельные инвестиции — это когда инвестор использует собственную экспертизу... Наверное, она априори меньше, сравнительно с экспертизой профессионального управляющего, но тем не менее, она присутствует. И розничный клиент хочет реализовать свою экспертизу для того, чтобы, собственно говоря, заработать больше денег. Не платить за управление.



Иван Козлов. По-хорошему у инвестора должна быть такая ситуация: он имеет портфель инвестиций, и одним из элементов этого портфеля является пенсионная программа. Но есть ощущение, что для отечественного розничного инвестора пенсионная программа — это просто некая данность, которая где-то существует сама по себе. Зачастую люди даже не думают о ней как о части своего портфеля. Она просто где-то. Просто существует.

Но мы хотели бы поговорить о других розничных инвесторах. О тех инвесторах, которые, напротив, смотрят на свои инвестиции более активно, используя существующие способы для приобретения структурных продуктов и при этом относясь к категории неквалифицированных инвесторов. Мысленно оперируя термином «неквалифицированный инвестор», мы чаще всего считаем такого клиента наиболее незащищенной частью инвесторской массы. Опасаемся повторения в отношении него ситуации типа истории с валютной ипотекой, например. Когда сначала идет огромный рост, все счастливы и рады, а затем, после некоторой паузы, выясняется, что люди ожидали немного другого — в силу того ли, что им плохо продавали продукт, в силу того ли, что им предоставили не всю информацию о продукте, или в силу того, что они сами при выборе конкретного продукта не понимали всех рисков. Но в результате сам продукт тоже страдает.

Павел Васильев. Получается выстрел себе в ногу.

Иван Козлов. Именно. Сначала игроки получили определенный импульс, boost, начались продажи, развитие продукта, но затем — удар, который привел к тому, что в целом ситуация стала, скорее, даже хуже.

Ирина Слюсарева. А вот к вопросу о том, кто, собственно, такой — неквалифицированный инвестор. Как мне представляется, это вовсе не однородная аудитория. Скажем, сейчас активно идут на фондовый рынок так называемые миллениалы, которые инвестируют,

прямо скажем, пока не очень крупные суммы. Но вряд ли они так же чувствительны к потерям, как инвесторы более старшего возраста, скажем так.

Эдвард Голосов. Совершенно правильно. На наших «круглых столах», конференциях и прочих мероприятиях регулярно возникают профессиональные дискуссии, в ходе которых участники очень часто говорят: «А, неквалифицированные инвесторы, знаем-знаем: это неграмотные бабушки-старушки». И вот в какой-то момент мы решили проверить, кто же это такие на самом деле. Мы, в «БКС», очень много работаем именно с ритейлом, мы сфокусированы на частных инвесторах, при этом существенно больше половины нашей клиентской базы составляют именно неквалифицированные инвесторы. И вот мы сделали срез, сравнили наших квалифицированных инвесторов с неквалифицированными: правильна ли гипотеза, что репрезентативный неквалифицированный инвестор — это бабушка-старушка, а представитель квалифицированного инвестора — это такой успешный бизнесмен, вообще представитель среднего класса. Оказалось, что по разным показателям (средний возраст, опыт инвестирования, аппетит к риску, наличие высшего образования, понимание финансовых терминов) разница на самом деле не очень большая. Большая разница, конечно, есть в объемах накоплений.

Ирина Слюсарева. Это да.

Эдвард Голосов. Но что касается остального, то разница невелика. Средний возраст неквалифицированного инвестора — 45–50 лет, это никак не бабушка (да и не дедушка). Не менее 70% этих людей имеют высшее образование, причем очень большой процент — экономическое высшее образование.

Ирина Слюсарева. Много лет слышу про бабушку, которая инвестирует копейки, собранные на собственные похороны. Но никогда не могла понять, откуда взялся этот образ.

Алексей Китаев. Справедливости ради нужно, наверное, честно признать, что

опыт Эдварда базируется на прекрасной истории БКС как специализированного брокерского дома, обслуживающего людей, которые приходят на фондовый рынок осознанно.

Когда мы говорим про более массовые истории — госбанков или крупных частных банков, — то картина становится уже не такой благодатной. Очень часто вопрос неправильной продажи и, что еще более важно, неправильной инженерии процесса продажи становится тем фактором, который может действительно обрушить рынок. Такое обрушение мы видим сейчас на рынке инвестиционного страхования.

Эдвард Голосов. Правильно продавать, Алексей, нужно всем клиентам — и бабушкам-старушкам, и миллениалам, и успешным бизнесменам.

Алексей Китаев. Это правда. Процесс продажи должен быть подстроен под конкретного инвестора, должен учитывать его интересы, его потребности и аппетит к риску. Если говорить именно о структурных облигациях, то, на наш взгляд, этот инструмент сейчас существует таким образом, чтобы затруднить для производителей и структурирование самого продукта, и выстраивание правильного процесса продаж.

Ирина Слюсарева. В чем именно вы видите затруднения?

Алексей Китаев. Сейчас структурные облигации запрещены для продажи неквалифицированным инвесторам. Центральный банк проводит разработку критериев, по которым этот инструмент можно будет продавать неквалифицированным инвесторам, но есть ощущение, что в этих критериях будет перекос в сторону повышенной защиты. Такой перекос вызовет у большого количества не самых, будем откровенны, добросовестных участников рынка желание искать всевозможные способы обхождения этих ограничений. И, скорее всего, они их найдут. С высокой долей вероятности — найдут.

Ирина Слюсарева. Вряд ли можно даже сомневаться.

Алексей Китаев. В то же время крупные инвестиционные институты, которые могли бы выдавать с рынка недобросовестные предложения, будут связаны в своих действиях. Потому что мы-то ни дух, ни букву регулирования нарушить не можем. И даже малейшей возможности помыслить об этом наше руководство нам не даст. В итоге у крупных добросовестных игроков будут связаны руки, а недобросовестные игроки будут пытаться обойти ограничения всяческими способами.

Павел Васильев. Таким образом, нужный рынку инструмент будет втиснут в прокрустово ложе критериев, которые формально соблюдаются, а фактически — нет.

Ирина Слюсарева. Какой тут возможен выход?

Павел Васильев. Выход — в том, чтобы изменить формат. В перспективе следует вывести вопрос о возможности продаж структурных продуктов неквалифицированным инвесторам из поля действия формальных ограничений, привязанных к виду инструмента. Вместо формальной привязки к параметрам инструмента перейти к правильному раскрытию рисков этого инструмента. Эдвард Голосов говорит об этом на каждом обсуждении.

Франц Хеп. Нужно перейти к такому раскрытию информации, чтобы различные инструменты можно было сравнить.

Эдвард Голосов. На Западе есть такое понятие — *panny state*, грубо говоря, это «государство-няня», и они его очень боятся. Власти в таком государстве очень боятся позволить гражданам совершать какие-то действия самостоятельно, излишне опекают их. Уже много раз было доказано, что этот вот *panny state* ни к чему хорошему не приводит.

Павел Васильев. Патернализм.

Эдвард Голосов. Да, патернализм. Когда людьми бесконечно нянчатся, ограничивают им свободу действий (в том числе, возможность ошибаться), вводят в инфантильное состояние. У граждан возникает установка, что обо всех их проблемах

позаботится государство... В итоге люди не приобретают навыка принимать решения, понимать последствия собственных действий и нести ответственность за них. А потом это все выстреливает очень плохо. Потому что всегда найдутся те, кто изобретет способ обойти защиту государства и побудит людей, не умеющих отвечать за себя, на неправильные и вредные для них же самих поступки. Мы сейчас живем в глобальном мире, но при этом пытаемся регулировать локальный рынок таким образом, как будто он существует сам по себе. Но границы давно исчезли: например, финансовые сервисы предлагают в Интернете. И спрос на недозволенное здесь вытесняется туда. А там, говоря простым языком, наших излишне защищенных и инфантильных людей всегда смогут нагреть.

Вместо опеки со стороны государства давайте просто научим людей жить самостоятельно, объясним им их личные риск и ответственность. Личное мое мнение таково: рынок финансовых услуг для частных инвесторов существует в РФ уже примерно 30 лет. Российские граждане прошли через 90-е, когда действовали «МММ», «Чара», через нулевые и так далее. Выходя на финансовый рынок сейчас, они более-менее понимают, с чем имеют дело. Давайте не закрывать на это глаза, не приоткрывать, что сейчас к провайдерам финансовых услуг приходят исключительно бабушки-старушки, которые никогда ничего не видели и не слышали. И давайте не регулировать новые инструменты, исходя из подобной — весьма искаженной — картины. Потому что, как показывает практика, в долгосрочной перспективе ни к чему хорошему это не приводит.

Павел Васильев. Выскажу крамольную мысль, опять же дискуссионную, что искоренению патернализма препятствует не только отношение регулятора, а и более глобальные вещи. Например, почему на Западе люди, продающие финансовые продукты, берут на себя ответственность и детально рассказывают инвесторам о рисках? Потому что они

боятся коллективных исков от клиентов, которые приведут к тому, что игроки, вначале заработав копейку, заплатят потом в ответ на иски полновесным рублем. А что в России? Можно ли ожидать появления полноценного коллективного иска к недобросовестному производителю продукта, который бы раздел этого производителя до нитки? Нет, не будет такого иска.

Франц Хеп. Я думаю, что принципиально важно создать гибридную модель, в рамках которой, с одной стороны, действовали бы утвержденные регулятором правила, а, с другой стороны, происходило раскрытие информации, которая позволяет клиенту сравнить продукты. Для этого должны существовать стандарты раскрытия. Я думаю, что стандарты раскрытия информации гораздо более эффективны, чем жесткие ограничения на покупки определенных инструментов для определенных категорий инвесторов. Чтобы клиент мог самостоятельно сравнивать характеристики разных бумаг и точно знал, что именно покупает.

Ирина Слюсарева. Должен еще быть ресурс, который давал бы возможность сравнить разные продукты разных производителей.

Павел Васильев. Ну, это уже технологии. Мы же говорим о более принципиальных вещах. Излагаем позицию, с которой профессиональное сообщество стало приходить в Банк России чуть меньше года назад, описываем наш подход к критериям отбора инструментов. Исходная позиция профсообщества заключалась в том, что следовало бы не только (и не столько) описывать ограничения по продукту. Хотя, конечно, базовые, по верхнему уровню, ограничения должны быть. Но гораздо важнее было бы заставлять всех эмитентов и посредников (предлагающих, в частности, структурные продукты) раскрывать потребителям всю необходимую информацию.

Франц Хеп. И сделать стандарт раскрытия. **Алексей Китаев.** Каким, например, должен быть такой стандарт?

Иван Козлов. Сейчас мы говорим о двух возможных подходах к формату, в котором можно регулировать предложение розничному инвестору структурных продуктов. Можно к этому вопросу подойти, во-первых, через установление требований к самому продукту и, во-вторых, через установление требований к раскрытию информации об этом продукте. Установление требований к самому продукту чревато тем, что всегда можно найти лазейку для их обхода. Этот способ работает не очень эффективно, практика это много раз показывала. Раскрытие информации — процедура более эффективная сама по себе. Но здесь мы тоже упираемся в базовые ограничения, о которых здесь уже говорилось. Основной ограничитель — низкая финансовая грамотность ритейлового клиента. Люди очень часто подписывают документы, вообще их не читая. Это очень важно.

Добросовестные участники рынка и сейчас предоставляют потребителям эмиссионные материалы и прочую базовую информацию. Но не факт, во-первых, что на уровне продаж эта информация доносится до инвестора в полном объеме, это вопрос личной ответственности сейлза и уровня контроля за продажами в конкретной компании. Как заметил Павел, в России мисселлинг (практика недобросовестной продажи, при которой инвестору не раскрывается существенная информация о рисках или негативных особенностях инструмента) чаще всего остается безнаказанным. Ничем, кроме гневных звонков от клиентов, подобная практика не грозит.

Поэтому требований только к раскрытию недостаточно. Насколько я знаю, в новом проекте о разделении инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных предусмотрено, что если инвестор собирается все-таки осуществить определенную операцию, то должен заявить, что слагает ответственность с брокера, предоставившего ему эту услугу. Причем заявление должно быть чуть ли не записано на видео.

Павел Васильев. Да, была такая тема.

Иван Козлов. Пример, может быть, не лучший, но тем не менее. Но ведь ответственность — двусторонняя вещь. Есть недобросовестность со стороны участников рынка, которую нужно контролировать, это факт. Но есть и безответственность со стороны клиентов, именно в силу того, что наше государство, как было указано ранее Эдвардом — своего рода *papny state*. Безответственный клиент рассуждает так: «Продукт непонятный, но продают его вроде бы хорошие, приятные люди, не стану я себе плохое делать. Договор и прочие документы я, конечно, не читал, но ведь писали-то их специалисты. Ой, но как же я все деньги потерял». — «А вы документы читали?» — «Вроде прочитал то, что сверху было написано большими буквами».

Ирина Слюсарева. Кстати, вообще не читал, скорее всего.

Франц Хеп. Мало читают, да.

Иван Козлов. Сложно понять, как контролировать подобное поведение. Но контроль должен быть, потому что иначе мы все равно столкнемся с претензиями клиентов. **Ирина Слюсарева.** Но если человек подписал определенные обязательства, то должен же он нести за это ответственность?

Эдвард Голосов. В конце концов, люди подписывают юридически значимые документы.

Иван Козлов. Клиент начнет понимать, что, оказывается, стоит читать документы, которые подписываешь. Но только со временем.

Франц Хеп. В «БКС» принята практика делать колл-бэки, это очень помогает. Если клиент хочет принимать решения самостоятельно, уже подписал все документы, то все равно перед началом ему звонят и спрашивают: «Вы уверены в своих действиях? Хотите работать именно в таком формате? Знаете все риски?». — «Да, все понимаю». После этого начинаем работать с ним в таком формате. Это очень защищает и инвестора, и компанию.





Алексей Китаев. Наверное, здесь вопрос в объеме негатива, который система в состоянии переварить. Потому что совсем без негатива мы никак не обойдемся.

Ирина Слюсарева. Абсолютно так.

Алексей Китаев. Задача — и профессионального сообщества, и саморегулируемых организаций, и регулятора — в том, чтобы построить систему, в которой всю ответственность за объем негатива не принимает на себя исключительно Банк России. Тогда как сейчас регулятор находится именно в такой позиции: вся ответственность лежит только на нем. Причем ответственность не только в отношении инвестора, но еще и профучастников.

Ирина Слюсарева. Мне кажется, честно говоря, что простому русскому инвестору (помимо всего) очень не хватает правильных форм получения горького знания о том, насколько плохо может быть на фондовом рынке. В том числе, лично ему. Сериальчик бы показать про это, что ли. Как простая русская женщина решила заработать на операцию мужу, но в результате оказалась должна банку полмиллиона российских рублей. Это я сейчас не сочиняю, а реальную историю рассказываю, мы про нее заметку публиковали в журнале «Вестник НАУФОР»...

Иван Китаев. Это все тот же вопрос финансовой грамотности...

Ирина Слюсарева. Простой русский человек категорически не хочет читать скучные документы. Он сразу денег хочет. И вопрос изучения деловых документов никак не связывает с процессом получения/лишения денег. Но в форме сладкой микстуры ему бы это знание, возможно, зашло. Вот как в витамине: бесполезная оболочка, большая и сладкая, а в ней — крошечное, полезное и противное на вкус основное содержание.

Франц Хеп. Без осознания личной ответственности за собственные поступки не получается. Доверие — это хорошо. Но чья подпись, того и риск. Поэтому надо большими буквами писать, какие риски

заклочены в конкретном продукте, что именно инвестор может потерять. Вот такие вещи.

Мы видим две категории инвесторов. Инвестор одной категории разбирается в продуктах и рынке, ему действительно интересно, куда именно он инвестирует, он анализирует, сколько денег следует разместить на депозиты, сколько на инвестиционные продукты. Инвесторы другой категории целиком отдают ответственность за свои средства на сторону. Они с закрытыми глазами доверяют сейлзу, подписывают любой документ. Именно от такого подхода надо защищать, надо очень внятно говорить: «Дорогой инвестор, мы хорошо управляем твоими деньгами, мы инвестируем профессионально, умело, ответственно. Но все равно это твои деньги и твой риск».

Алексей Китаев. Я бы отметил, что подобное регулирование должно быть симметричным. Иначе общая ситуация получается довольно странной.

Инвестор может купить акции, которые могут упасть до нуля, может купить облигации, которые после покупкикратно упадут в цене. Тем не менее он может просто нажать кнопку в мобильном приложении и купить этот риск. Совершенно без контроля с чьей бы то ни было стороны. Но при этом, продавая тот же самый риск, например, в формате участия в эмиссии структурных облигаций, инвестиционный банк должен тому же самому клиенту рассказывать, что он может потерять все деньги. Ну, тогда клиент вряд ли пойдет именно в структурные облигации...

Павел Васильев. Может, даже не так плохо было бы рассказывать. А плохо то, что инвестбанк может предложить клиенту далеко не все инструменты.

Эдвард Голосов. Вот в этом и перекося ситуации. Получается, что немножко обожглись на молоке, а дуем теперь на воду. Иван очень правильно сказал: есть инструменты, доступные (в соответствии с планируемым законодательством) в том числе, самой защищенной группе неквалифицированных инвесторов. На самом

деле это очень рискованные инструменты, — к примеру, акции. Прелесть структурных продуктов именно в том, что там возможны разные уровни защиты. Все структурирование строится именно вокруг этого: какие-то риски эмитент продукта убирает, а какие-то риски остаются. При этом считается, что инвестиции в те же самые акции (по определению инструмент очень рискованный) — это нормально, это можно предлагать любому инвестору, хотя в акциях человек действительно может все потерять. Но считается, что акции менее рискованны просто потому, что акции — традиционный инструмент. Зато если инвестбанк сделает структурную облигацию на те же акции, даже встроит в нее какой-то уровень защиты, — ну нет, это недопустимо...

Франц Хеп. По умолчанию предполагается, что это условная защита, да?

Эдвард Голосов. Может быть и реальная, но с уровнем меньше 100% (например, 95%, 90%, 80%-ная защита).

Павел Васильев. Да, регулятор старательно борется за возможность дать неквалифицированному инвестору доступ на рынок акций, которые включены в первый и второй котировальный лист. Проецируя весьма спорную предпосылку, что инструменты более высокого уровня листинга менее рискованны. Но это не так. Точнее — совершенно не так!

Франц Хеп. Павел, но у регулятора есть причины. Да, если учитывать только риск, ты совершенно прав, на сто процентов согласен с тобой. Но ведь надо смотреть еще и на структуру продукта. Из каких компонентов продукт устроен комплексно и легко ли инвестор понимает структуру всего комплекса. Как мне кажется, регулятор хочет учитывать и реакции второй стороны, инвестора. Который часто не понимает комплексную природу структурного продукта.

Эдвард Голосов. По поводу простоты или сложности продукта приведу пример. Есть базовая точка зрения, что, допустим, акции Сбербанка — это простой инструмент, который всем понятен. Но если

эмитент делает структурный продукт на акции Сбербанка со встроенной защитой (причем по условиям продукта больше, чем например, 70% или 90% инвестированных средств инвестор потерять не может), — это уже становится сложным инструментом. И вот, на одной профессиональной конференции, там сидело человек сто профессионалов, я спросил аудиторию: «Ребята, кто-то может сейчас поднять руку и сказать, что полностью понимает природу акции Сбербанка? Что понимает все факторы, от которых зависит динамика цены акций Сбербанка? Понимает, какую доходность по ним получит и на каком именно горизонте?».

Ведь если вызвать самых замечательных аналитиков, которые только есть в России, и попросить их сделать модель поведения цены акции Сбербанка, — то там, наверное, будет не менее 500 формул. И даже эти 500 формул совокупно не опишут все риски и все взаимосвязи. А мы, конструируя структурный продукт, прибавляем к этим 500 формулам всего лишь еще одну формулу — и все, уровень сложности запикал. Ну, о чем речь?

Ирина Слюсарева. То есть, мы сейчас обсуждали два подхода к предложению структурных продуктов для неквалифицированных инвесторов. Один из них — это ограничение по типу инструмента, как делает сейчас Центральный банк.

Или же можно идти по пути максимального раскрытия информации, а также максимального подталкивания инвестора к пониманию этой информации, к ответственному и честно выниканию в эти данные. Правильно ли я понимаю, что присутствующие считают первый подход излишне формализованным?

Павел Васильев. Истина, как всегда, где-то посередине. Мы, конечно, считаем, что должны сочетаться оба подхода. Должны быть и критерии отбора инструментов для конкретных категорий инвесторов...

Эдвард Голосов. Особенно поначалу.

Павел Васильев. Да, да, да. Критерии отбора инструментов должны быть.

Но в среднесрочной и долгосрочной перспективе было бы не совсем верно ограничиваться исключительно ими. Во-первых, это дает возможность арбитража, поскольку формальному критерию доступности может соответствовать инструмент, который реально не является низкорисковым, доступным неквалифицированному инвестору продуктом. А во-вторых, следование чисто формальным критериям приводит к тому, что у инвесторов отсутствует ответственность за собственное решение. Поэтому мы считаем, что да, критерии важны, но не менее важным, а может быть, более важным является раскрытие рисков. И для регулятора правильным было бы искать баланс между вот этими двумя путями.

Ирина Слюсарева. Маневрировать.
Павел Васильев. В данном случае источник регулирования, Банк России, является достаточно разумным и может определить: если имеет место злоупотребление на рынке, то регулирование можно подкрутить в сторону критериев формальности; если имеет место недостаточное раскрытие, то можно потребовать более детального раскрытия. Но этот процесс следует контролировать, мониторить. Нужно чувствовать температуру в духе в каждый момент, и соответственно прибавлять/убавлять ее. Наверное, так.
Ирина Слюсарева. Тогда дополнительный вопрос. Насколько далеко все-таки можно пойти по пути строгой формализации? Можно ли выделить, может быть, классы активов или форматы продаж, которые точно нельзя предлагать неквалифицированному инвестору? Нужно ли в какой-то области отгородить неквалифицированного инвестора от всех остальных?
Алексей Китаев. Честно говоря, это больше философский вопрос. Потому что в любом классе активов можно сделать как очень низкорискованный продукт, так и очень высокорискованный. На Западе нашли достаточно элегантное решение этой проблемы, обязав производителей раскрывать собственную оценку (оценку производителя) вероятности убытка и ве-

роятности получения дохода по конкретному продукту. Это очень субъективно, конечно. Но главный смысл здесь — заставить производителя раскрыть ту вероятность, которую он использует сам, потому что у производителя все выпущенные им продукты должны быть оценены. Он их выпустил, соответственно, они создают у него на балансе какую-то стоимость. Эти обязательства он должен для себя оценивать, оценки идут в отчетность и для инвесторов, и для регулятора.

Если вероятность, которую производитель использует для построения оценки продукта, честно раскрыть инвестору, то все участники процесса будут находиться в одинаковых условиях. Дальше по значению этой вероятности очень легко отделить продукты, которые условно можно назвать инвестиционными и где риск не зашкаливает. А прочие — отнести к казино. Здесь и проходит водораздел: продукты, которые, условно говоря, в 99-ти случаях несут риск полной потери денег, а в одном случае возможность выиграть десятикратно — это казино. А продукты, где, например, вероятность потери денег составляет 60%, но в 40% случаев возможно удвоение начальных инвестиций, являются инвестиционными. Этот водораздел уже можно провести по объективному критерию. Он может быть субъективен в плане расчета, но философски он объективен, потому что уравнивает позиции инвестора и продавца.

Ирина Слюсарева. При этом мы считаем, что серьезный, ответственный участник рынка по определению будет делать такую оценку честно. При этом все участники рынка будут отрейтингованы соответствующим образом, по степени честности, надежности, прозрачности, так?

Франц Хеп. Это репутационные риски. Когда участник рынка постоянно недооценивает репутационный риск, инвестор теряет доверие к нему.

Павел Васильев. Плюс в деловых СМИ пишут заметки о недобросовестных участниках.

Иван Козлов. Я бы добавил немного конкретики. Для обсуждения с регулятором профессиональное сообщество сформулировало конкретные предложения относительно критериев и стандартов раскрытия информации по структурным продуктам. По этому поводу были, конечно, разногласия внутри профессионального сообщества, но в целом сейчас достигнут консенсус. Он состоит в том, что критерии допуска к структурным продуктам должны быть сформулированы вокруг уровня возможных потерь. При том, что риск по конкретным структурным продуктам, грубо говоря, должен быть плюс-минус сопоставим с риском достаточно качественных облигаций российских эмитентов. Это не однозначно перекладывается на продукты некредитного характера (допустим, на акции, поскольку для этого инструмента невозможно предсказать движение курса). Но риски облигаций все-таки можно прогнозировать, это дает возможность описать вероятность определенного уровня потерь в течение определенного срока. Например, что на конкретном инструменте можно потерять не более 10% за год, грубо говоря.

Ясно, что у разных продуктов разные метрики рисков. Но если посмотреть на их вероятность в большом масштабе, то получается, что риски более-менее сопоставимы. Идея, в общем, такая. Если чисто рыночный риск конкретного инструмента таков, что, инвестируя в него, можно потерять значительную часть средств, то инструмент должен быть ограничен регуляторными мерами. Если же риск инструмента имеет другой характер (не непрерывный, а дискретный, как это реализуется в кредитных историях), то он может быть доступным для инвесторов через инвестиционные инструменты.
Павел Васильев. По поводу конкретных критериев предполагается дискуссия профессионального сообщества с регулятором. Решение должен принять регулятор.
Алексей Китаев. В любом случае решение будет результатом определенного компромисса, а не в чистом виде позицией сообщества.

Ирина Слюсарева. Нам осталось обсудить разработку паспортов для структурных продуктов. Нужны ли такие паспорта розничному инвестору. Каким может быть этот документ содержательно. Так?
Эдвард Голосов. Сама идея паспорта — хорошая.

Ирина Слюсарева. Насколько полезна и нужна профучастникам практика разработки паспортов продуктов?

Павел Васильев. С моей точки зрения, эта практика полезна, но обременительна. Собственно говоря, паспорт структурного продукта — это документ, о котором здесь уже косвенно упоминали. Паспорт, в сущности — это то самое сжатое описание риска, переложенное с языка математических построений на язык простого человеческого общения и рассказанное клиенту. В принципе, в Сбербанке прототип такого паспорта давно уже используется. Правда, мы называем такой документ не «паспортом», а «сценарием». В этом документе (паспорте/сценарии) мы показываем, что может произойти с инвестициями клиента 1) в худшем, 2) разумном и 3) негативном случае. Сжимая информацию до минимально необходимой: простой график, несколько цифр, по которым клиент видит, что именно может потерять. Тут возникает вопрос: если эти паспорта будут многостраничными документами, содержащими таблицы, вероятности, волатильности, кривые доходности и так далее, то насколько они будут понятны инвестору? С другой стороны, если инвестор не способен (или не хочет) прочитать 50 страниц очень специального текста, то насколько ему полезен предельно сжатый паспорт? И как определить правильный объем и формат документа — ведь если человек не хочет читать 50 страниц, то почему он будет читать 12 страниц. Где водораздел? Смутно все. Это первое.

Франц Хеп. Сейчас обсуждается документ для профучастников?

Павел Васильев. Нет, паспорта для ритейловых инвесторов как раз.

Второй существенный вопрос: надо ли эмитенту продуктов тратить ресур-



сы на подготовку объемного паспорта, когда он и так уже прошел путь подготовки эмиссионной документации, — подробной, с деталями. И после того, как он подготовил проспект эмиссии, этот объемный и сложный документ, ему говорят: «А теперь давай-ка расскажи все то же самое, но уже в формате занимательной беллетристики».

Франц Хеп. Думаю, что идея паспорта продукта в принципе очень полезна. Но вернусь к тому, что сказал раньше: важно, чтобы разные продукты можно было сравнить. Думаю, не имеет смысла ситуация, когда один производитель готовит детальный паспорт на 50 страницах, с формулами и графиками, со своими критериями и сценариями, а второй производитель — другой паспорт, по другим критериям. И в итоге оба документа невозможно сравнить. Думаю, регулятор должен четко сказать: «В паспорте должны быть прописаны следующие вещи: раз, два, три, четыре...». И по этим критериям каждый производитель будет делать свои сценарии. Но любые паспорта можно будет сравнить и оценить, какой продукт (при одинаковой базе) способен показывать лучшую доходность. Дело не в том, 30 ли страниц написано или 10 страниц.

Ирина Слюсарева. Но вот формул в таком паспорте, как мне кажется, категорически не должно быть. На многих людей формулы/графики действуют тяжело, не заходят они в гуманитарное, допустим, сознание. Знаю даже классных корпоративных юристов, у которых аллергия на цифры. Хотя, казалось бы.

Франц Хеп. Объем паспорта — 2–3 страницы. По содержанию это копипейст отдельных моментов проспекта эмиссии плюс сценарий, который можно автоматизировать. Конечно, это тоже определенный объем работы, но такой kit (набор) можно сделать в течение 10 минут. Это можно делать для русского рынка без проблем.

Алексей Китаев. Честно говоря, этот конкретный вопрос я не хотел бы комментировать впрямую. Потому что мое

мнение, наверное, выглядело бы излишне резким даже для такой откровенной дискуссии, как наша. Хотел заметить лишь одно: структурный продукт, по определению, предполагает наличие структурирования, то есть создание чего-то нового, нестандартного. И когда мы пытаемся нечто нестандартное уложить в рамки стандартизированного документа, то очень велик соблазн наструктурировать так, чтобы документ показывал только хорошие стороны созданного продукта, но отнюдь не плохие.

Ирина Слюсарева. Это да.

Алексей Китаев. И есть подозрение (которое практически полностью подтвердилось европейской практикой), что этот документ никогда не будет поспевать за продуктами, которые появляются на рынке.

Павел Васильев. И за креативностью эмитентов.

Иван Козлов. Согласен с Павлом если не на 100, то на 90 процентов. Это должен быть достаточно короткий документ, в котором описана базовая концепция. Фактически это те же самые презентации, которые мы готовим для клиентов. Только к ним следует применить некоторые критерии (достаточно общие, но достаточно жесткие), уменьшающие возможность манипуляций. Чтобы невозможно было описать только хорошие свойства продукта (о чем мы уже говорили). Должно присутствовать указание на максимально негативный сценарий, указание на наиболее вероятный сценарий — как оценка самого эмитента, например. Паспорт должен быть простым, там не должно быть развернутой формулы оценки инструмента. Не нужно копировать 8–12 страниц обязательной эмиссионной документации, где есть определенные строчки, которые обязательно нужно заполнить. Паспорт структурного инструмента может быть более свободным документом, но с конкретными требованиями, достаточно жесткими, которые сложно обойти. Если требуется указать наихудший сценарий,

то он должен быть указан в обязательном порядке, без исключений. И так далее.

Думаю, что подготовка такого — не самого объемного и относительно свободного, но, тем не менее, показывающего ключевые моменты документа — не запредельно обременительна. Особенно учитывая, что само количество продуктов вполне обозримо.

Павел Васильев. Такая работа ведется. Она инициирована, в том числе НАУФОР. Но мы не знаем, чем она закончится. Если будет так, как ты говоришь, то, как говорится, твои бы слова, да Богу в уши. Это было бы нормально. **Эдвард Голосов.** Я тоже считаю, что на рынке должен быть реализован минимальный уровень гигиены. Согласен с Францем, документ должен быть стандартизован. Мы в БКС, как и наши коллеги из Сбербанка, предложили инвесторам наш собственный вариант такого документа. Проанализировали перед этим практику применения европейского регулирования по МИФИД. Хотя мы не предлагаем эквивалент МИФИД: в Европейском Союзе своя регуляция, в России должна быть российская регуляция, естественно. Мы переделали документ под российский рынок, чтобы ответить инвестору на те вопросы, ответы на которые ему важно знать. Мне кажется, это важная вещь.

Возвращаясь к вопросу, по какому пути идти, я считаю, что идти надо по пути раскрытия информации и наличия стандартного документа, где вещи, о которых мы говорили, показываются. Пускай там будут разные формы подачи информации (и с графиками, и без), поскольку мозги у разных людей работают по-разному. Но раскрывать информацию — более правильный путь, особенно в средней и долгосрочной перспективе, чем ограничивать круг инструментов: какой доступен, какой недоступен. Потому что те вещи, которые мы считаем недоступными, как правило, на практике оказываются вполне до-

ступными. Но в результате запретов они оказываются нерегулируемыми или плохо регулируемы. И от этого бывает только хуже. Хотели, как лучше, а получилось, как всегда. Так что имеет смысл потратить некоторый ресурс для вот этих целей гигиены рынка.

Ирина Слюсарева. Предлагаю провести последний круг вопросов, буквально в формате блица. Что из сказанного здесь следует донести до широкого круга специалистов по результатам нашего обсуждения?

Иван Козлов. Мне кажется, что сегодня красной нитью звучала тема необходимости повышения финансовой грамотности ритейлового инвестора. Может быть, это дискуссия вводила немножко в сторону от заявленных для обсуждения вопросов, но в целом...

Ирина Слюсарева. ...в целом, как ни парадоксально, большинство дискуссий последнего времени сводится именно к этому — необходимости внедрять финансовые знания.

Иван Козлов. Потому что такое внедрение действительно приведет и к развитию рынка в целом, и к увеличению его эффективности, и к уменьшению очевидных рисков. А также уменьшит опасения регулятора насчет того, что недостаточная зарегулированность рынка приведет к возникновению у розничных инвесторов финансовых потерь, массовым народным волнениям и так далее.

Поэтому дискуссия о том, как можно развивать финансовую грамотность, — определенно важна.

Алексей Китаев. В дополнение, наверное, нужно сказать, что любое знание рождается не только из теории, но и из практики. Если ограничивать инвестору количество практически доступных ему инструментов, то вряд ли можно сформировать хороший, развитый навык работы на фондовом рынке.

Параллельно с усилиями рынка по обучению достаточно больших масс инвесторов, нужно помогать рынку созда-

вать инструменты, в которые потом эти, уже образованные, инвесторы могли бы вкладываться. Любая дополнительная нагрузка на рынок сверх разумной просто перекладывается на клиента. Цена нагрузки никогда не берется из кармана производителя продукта, она всегда берется из кармана конкретного инвестора. Наше пожелание состоит в том, чтобы эти вещи балансировались.

Иван Козлов. Еще дополнение. Есть такая довольно циничная фраза о том, что прогресс начинается при выходе из зоны комфорта.

Ирина Слюсарева. Это не цинизм. Это объективная реальность, которая непременно будет дана в ощущениях каждому индивиду, хочет ли он того или не хочет.

Иван Козлов. Поэтому, если мы хотим развития рынка, его участникам следует выходить из зоны комфорта — в широком смысле, речь не только о финансовых потерях и даже не столько о них. У инвестора при выходе из зоны комфорта (которая действует для депозитных инструментов, застрахованных через АСВ на сумму 1 млн 400 тысяч рублей) должна возникать ответственность за собственные действия. Инвестор должен понимать, что происходит, должен разбираться в инструментах, механизмах и рисках фондового рынка. Точно так же, в принципе, можно сформулировать этот девиз для регулятора. Наверняка, расширение зоны ответственности породит определенный негатив со стороны инвесторов, какие-то претензии и трения. Но только такое действие может привести к развитию рынка.

Павел Васильев. Это обратная связь, на самом деле. Трения — это обратная связь, которая дает возможность что-то улучшить. Это нормально, это не однозначно плохо.

Иван Козлов. Соответственно, консервативная, максимально патерналистская позиция приведет к тому, что темпы роста, темпы развития рынка не будут впечатлять, скажем так.

Эдвард Голосов. Важно также помнить, что сейчас, совместно с регулятором

создавая рынок структурных облигаций, мы ведь начинаем не с нуля. Мы, по сути дела, просто легализуем рынок, который в том или ином виде существует в России уже лет 10, если не 15. Есть и практика, и инструменты. Просто сейчас, в силу исторических обстоятельств, в России продаются в основном инструменты, сделанные на Западе. Но профессионалы зарабатывают на этом рынке уже десятки лет, и практика, и инструменты существуют. А сейчас мы создаем уже российский инструмент, который позволит частично перевести существующую практику в российское правовое поле, где больше контроля и больше прозрачности.

Павел Васильев. Да, создается не дотканый продукт, который появился впервые. Российские профессионалы используют лучше мировые практики и хотят, чтобы они использовались на российском рынке. Регулятор, конечно, опасается всего нового, но мы до него пытаемся донести, что не настолько уж оно новое...

Эдвард Голосов. Практики создания структурных продуктов даже для российского рынка не являются новыми, безусловно. Даже в России они уже существуют почти два десятка лет, как уже сказано.

Ирина Слюсарева. Иными словами, сейчас у российского фондового рынка есть возможность использовать модель догоняющего развития, которая всегда дает определенный дополнительный шанс.

Павел Васильев. По идее, да. **Ирина Слюсарева.** Коллеги, огромное спасибо за то, что нашли возможность принять участие в круглом столе НАУФОР. По-моему, обсуждение получилось просто блестящее. □