

С защитой и без

В РАМКАХ ПРОШЕДШЕЙ 11 СЕНТЯБРЯ 2019 ГОДА КОНФЕРЕНЦИИ «СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ», ОРГАНИЗОВАННОЙ НАУФОР И МОСКОВСКОЙ БИРЖЕЙ, СОСТОЯЛАСЬ СЕССИЯ «СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ ДЛЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ»

Фотографии Павел Перов

Участники: Александра Веролайнен (управляющий директор по рейтингам структурированного финансирования РА «Эксперт»); Максим Данилов (вице-президент Всероссийского союза страховщиков); Артем Искандаров (руководитель методологической группы РА «АКРА»); Алексей Китаев (исполнительный директор, старший трейдер отдела по торговле структурными продуктами департамента глобальных рынков ПАО «Сбербанк»); Арарат Мкртчян (глава департамента структурных продуктов компании «Sova Capital»); Алексей Руденко (генеральный директор ООО «Росгосстрах Жизнь»); Ольга Сумина (генеральный директор АО «УК УРАЛСИБ»).

Модератор: Екатерина Ганцева (вице-президент НАУФОР).

Екатерина Ганцева. Коллеги, в первой половине дня на нашей конференции шла жаркая дискус-

сия и поднималось очень много важных вопросов. Нельзя сказать, что тема структурных продуктов является в России совсем новой. Так или иначе, эта тема поднималась и до выхода нормативных актов, которыми регулируются отношения по структурным продуктам. Кроме того, есть мировой опыт. Сейчас мы очень много говорим про структурные облигации и структурные продукты, ориентированные именно на розничного клиента, и это правильно. На первой панели поднималась тема того, что из-за недостатка на российском рынке определенных классических, скажем так, инструментов и готовых решений структурные продукты очень здорово закрывают соответствующий спрос со стороны розничных инвесторов.

Но есть большой пласт других инвесторов — институциональных, на которых существенно ориентированы продуктовые линейки во всем мире, которые являются хедлайнерами по запуску тех или



инных продуктов, в том числе и структурных, на мой взгляд.

Поэтому первый вопрос, который хотелось бы задать спикерам: есть ли разница между структурными и структурированными продуктами, правильно ли мы оперируем этими понятиями? Каков международный опыт этого разделения? Каковы цели, к которым нашему рынку надо стремиться?

Ольга, можно я начну с вас как представителя отрасли коллективных инвестиций и, в принципе, интересанта этой темы?

Ольга Сумина. Действительно, для индустрии, которую я представляю, структурные продукты являются

удобным решением. На текущий момент основными нашими клиентами в категории институциональных инвесторов являются страховые компании. Для них мы предлагаем стратегии, в которые включаем, в том числе, структурные облигации. Если говорить о терминологии, то в рамках доверительного управления мы достаточно длительное время предлагаем так называемые структурированные стратегии, которые имеют своей целью как защиту капитала, так и участие в том или ином активе. Теоретически, данный продукт — структурированную стратегию управления — можно назвать структурированным продук-

том. Понятно, что в силу установок законодательства мы не можем закрыть потребности наших инвесторов полностью. На помощь тут приходят структурные продукты: структурные облигации (это юридическое определение на текущий момент) и ноты (также хрестоматийное определение), то есть продукты, структурированные по иностранному праву. Продукт интересный, в рамках доверительного управления он активно используется, планируем и дальше наращивать его объемы, удовлетворяя интересы клиентов.

Основное развитие в мире структурные продукты получили примерно

20–25 лет назад, когда на финансовых рынках началась серьезная волатильность. Эти продукты позволяют получать доход не только при росте, но и при отрицательной динамике. На сегодняшний день отрасль продолжает активно развиваться.

На Западе практики небанковских организаций максимально развиты. Поэтому, про какой бы западный продукт мы ни говорили, он больше развит по сравнению с отечественным и, соответственно, пользуется спросом у институциональных инвесторов. Оговорюсь, в российском понимании институциональные инвесторы — это в первую очередь пенсионные фонды и страховые компании. Но на Западе институциональными инвесторами являются и другие типы фондов.

Существуют два основных типа структурных продуктов — с защитой капитала и без защиты. Дальше, соответственно, идет разделение — по базовым активам, по критериям (с выплатой, без выплаты). Сегодня об этом уже достаточно много говорили.

В рамках доверительного управления мы предлагаем инвесторам частичную ликвидность, скажем так. Например, в рамках доверительного управления можно инвестировать, создавая пул (допустим, через брокерские счета подобное предложить очень сложно). За счет того, что активы инвесторов можно объединять, появляется возможность предлагать участие в структурных продуктах более широкому кругу инвесторов, на меньшие суммы. В рамках инвестирования через организацию пула мы научились предоставлять инвестору частичную ликвидность и, соответственно, дополнительный комфорт.

На спрос структурных продуктов от инвесторов влияют, понятное дело, текущие процентные ставки. Но также имеют значение плюсы доверительно-

го управления: в том числе, возможность выбора подходящего продукта и качественный риск-менеджмент.

Продукт интересный, ждем инвесторов.

Екатерина Ганцева. Спасибо. Создан интересный состав участников панели: присутствуют и потенциальные потребители структурных продуктов, и производители таких продуктов (которые уже сейчас разрабатывают продукты именно для институциональных инвесторов), и представители рейтинговых агентств. Последние, наверное, смогут в какой-то момент помочь ответить на вопрос, каким образом можно оценить структурированные продукты для портфеля институционального инвестора. Потому что регулирование со стороны Банка России на текущий момент строится таким образом: все портфели институциональных инвесторов (к которым относятся страховые фонды, негосударственные пенсионные фонды, паевые инвестиционные фонды как инвестор, у которого есть средства для приобретения тех или иных инструментов), содержащие структурные продукты, на уровне Банка России признаются высокорискованными. Но при этом мы все время слышим, что присутствует высокий спрос на эти продукты со стороны институциональных инвесторов.

Когда я начала готовиться к модерированию панели по заявленной тематике, все мои собеседники буквально в один голос утверждали, что самым главным интересантом являются не негосударственные пенсионные фонды, а страховые компании. Хотела бы спросить представителя страховой компании (или СРО страховых компаний): действительно ли это так? Есть ли интерес и в чем он состоит на текущий момент?

Алексей, может быть, вы начнете?

Алексей Руденко. Здравствуйте, коллеги! Очень непростой вопрос. Я стою одновременно на двух позициях. Первая позиция — это позиция продуктовой фабрики, которая выпускает (причем достаточно успешно и достаточно давно) продукты инвестиционного страхования жизни. Которые являются конкурентами биржевых структурных облигаций. Инвестиционное страхование жизни — это структурный продукт. Не знаю, структурный или структурированный, но точно один из двух.

А вторая позиция — это позиция институционального инвестора, который заинтересован в более эффективном размещении портфеля активов.

Как ни парадоксально, эти позиции сильно связаны. Потому что есть пути развития, которые приводят к позитивной синергии этих двух позиций, а есть пути, которые ведут к деструктивной конкуренции и, в принципе, к снижению стоимости. На мой взгляд, второй путь — это примерно то, что происходит сейчас. Потому что за 2019 год в обращении появились новые биржевые структурные облигации в объеме примерно 70–80 млрд рублей (по нашей статистике). За то же время рынок инвестиционного страхования жизни потерял примерно 50 миллиардов рублей. В итоге из-за деструктивной конкуренции прирост по альтернативным инструментам составил за полугодие всего лишь 20 млрд рублей. Потому что 20 миллиардов — это очень мало. Для сравнения: в прошлом году рынок инвестиционного страхования жизни за год прирос на 100 млрд рублей, то есть за полугодие — около 50 млрд. А сейчас — всего на 20 млрд за целый год. Причем я, честно говоря, даже не до конца верю в цифру: может быть, рост еще скромнее. Потому что я не уверен, что все выпущенные номина-



лы действительно находятся у физлиц, тут тонкий момент.

В то же время есть путь, как мне представляется, положительной синергии. Мы, страховщики жизни, являемся институциональными инвесторами: у нас просто, к сожалению, нет другого выбора. Мы не можем принимать в управление деньги от других институциональных инвесторов, мы в любом случае идем в розницу, для нас нет другой поляны. Иногда думаю, что если бы все усилия, потраченные на дискредитацию ИСЖ, были направлены, наоборот, на решение объективных проблем продукта, то сильно выиграть могли все игроки совокупно.

Объективные проблемы ИСЖ известны: это помощь в раскрытии инвестиционной доходности (где вместе мы могли бы сделать существенно больше, чем порознь), это наполнение продукта интересными инвестиционными стратегиями, это повышение налогового вычета и, в принципе, повышение и выравнивание налоговых льгот. (Очень интересная была предыдущая сессия, где рассказывали про статус налогообложения биржевых структурных облигаций, БСО).

Если бы все игроки совместно подняли планку налогового вычета, если бы они совместно отрегулировали продукт с точки зрения раскрытия информации,

а дальше страховщики жизни уже самостоятельно выполняли свою роль институционального инвестора, передавая эти деньги в управление, покупая инвестиционную часть на рынке у профессиональных инвесторов, — мне кажется, мы бы на крут выиграли гораздо больше, чем сейчас.

А сейчас мы приходим к тому, что есть два альтернативных продукта, каждый из которых имеет свои преимущества и свои недостатки. Не буду об этом говорить, наверняка вы посвятили этому много времени в первой части. Но и плюсы, и минусы есть и у того, и другого продукта: разное налогообложение, разные юридические формы,



разные дополнительные сервисы, разная гибкость в течение жизни продукта. То, что абсолютно нормально в страховании, — поменять инвестиционную стратегию, зафиксировать доходность — невозможно в БСО. И я пока вижу, что это, скорее, деструктивная конкуренция: когда вместо того, чтобы подчеркивать преимущества, мы выпячиваем недостатки продуктов других фабрик.

Кстати, если посмотреть на базовые активы и формы выплат, то рынок БСО сейчас полностью совпадает с рынком ИСЖ. Никаких принципиально новых идей, принципиально нового маркетинга.

Поэтому разговор о страховщиках жизни как об институциональных инвесторах (к сожалению или к счастью) очень тесно связан с базовым вопросом продуктовой конкуренции. Если этот вопрос решить, то дальше станет очевидно, что сам продукт — очень интересный. Нужно лишь точно докрутить определенные моменты, например, связанные с размещением страховых резервов.

Мне кажется, что под БСО у страховщиков должен быть отдельный выделенный лимит (сейчас эти инструменты попадают в тот же лимит, что корпоративные бумаги). Опять-таки нужно

снять все вопросы с корпоративным налогообложением.

Важнейшим является вопрос вторичной ликвидности. Пока у рынка нет вторичной ликвидности, совокупный объем вторичных торгов составляет доли процента от выпущенного номинала. А для страховщиков вопрос вторичной ликвидности — это не только вопрос ценообразования и учета инструментов, но также вопрос экономики. Поскольку клиенты выходят из продуктов, и должно быть понимание того, по каким условиям можно выйти. Плюс мы ждем от этого продукта появления новых инвестиционных идей.

Я вижу возможность большого всплеска синергии в новом продукте — так называемом unit-linked insurance. Долевое страхование жизни почти создано для того, чтобы покупать ноту CLN и передавать клиенту все риски, связанные с этой нотой, через оболочку долевого страхования жизни.

Екатерина Ганцева. Спасибо. Вообще, конечно, хотя это не тема нашей конференции, но осталось уже немного людей, которые верят в инвестирование институциональных инвесторов. Поэтому тема продуктов — это вообще отдельная тема. Тема продуктовых линеек, тема включения тех или иных продуктов в продажи через сеть — я думаю, это ключевая тема для развития рынка. Это не только вопрос регулирования (на которое мы так или иначе ссылаемся и вокруг которого ходим), но и задача для игроков договориться еще на берегу о том, куда и как они плывут. К сожалению, пока ни одной такой истории внутри какой-либо группы не было. Дай бог, все-таки сложится.

Максим, можете ли вы что-то добавить именно в плане глобального запроса со стороны страховых компаний?

Максим Данилов. Мы эпизодически пытаемся (с НАУФОР, в частности) общаться на тему глобальных коопераций, но все равно постоянно сваливаемся в свои внутренние проблемы.

Алексей правильно затронул тему того, что трансмиссия денег от физлица до профучастника, а затем от профучастника до страховщика была бы актуальна. Мы все знаем, что управляющие компании не очень любят заниматься ритейлом. В этом плане страховщик как раз мог бы профучастнику помочь. Вот мы сейчас смотрим на БСО: страховщику в данных условиях данный продукт не очень-то интересен. Как Алексей правильно заметил, из-за лимитов.

Более того, в следующем году мы рискуем получить снижение лимитов по каждому типу инструментов (по тем же корпоративным облигациям — с сегодняшних 25% до 10% на одного эмитента). Это приведет к тому, что страховой компании данный продукт не будет интересен. Поэтому, может быть, имеет смысл пытаться строить глобальную кооперацию? Чтобы, в конце концов, получить этот мультиплицирующий эффект, этот леверидж. Чтобы мы не занимались странной и непонятной конкуренцией друг с другом.

А пока идей не очень много, в основном тиражируется то, что было доступно страховым компаниям и ранее. Пора перестать мыслить узко, пора выходить на новый уровень по отношению друг к другу.

Екатерина Ганцева. Можно я задам вопрос? Негосударственные пенсионные фонды на нашем рынке — первый, наверное, и главный институциональный инвестор. На протяжении последних трех-четырёх лет пошла тенденция снижать для НПФов лимиты на рискованные инструменты, в том числе на любые структурированные продукты. Это снижение концентрации пошло со стороны Банка России, одной из причин было то, что компании не заполняют лимиты, а если заполняют, то нерыночными инструментами. Сейчас лимиты для страховых компаний все-таки стали больше, и были достаточно значительные притоки [денег клиентов] по ИСЖ, но увеличения инвестирования в структурные продукты или в сложные стратегии все равно мы не увидели. Есть ли причины у этого явления?

Максим Данилов. Текущее регулирование в отношении структуры активов страховой компании приводит к тому, что страховщику гораздо выгоднее собирать структурный продукт на своем балансе. Вот, собственно, и все.

Поэтому страховщики не хотят покупать готовые структурные продукты. Им гораздо проще купить у Goldman Sachs сложный дериватив на полторы тысячи индексов, а гарантийную часть инвестировать в облигацию ОФЗ, нежели покупать готовый продукт, который, в общем-то, не получится поставить на баланс корректно с точки зрения регулятора. Это все — исключительно из-за комплаенса. Я бы с удовольствием покупал русские структурные продукты, не общаясь по английскому праву с западными инвестиционными банками. Но регуляторная практика выталкивает меня за границу.

Екатерина Ганцева. Алексей, добавьте что-то?

Алексей Руденко. Совершенно разумный вопрос. Да, резервы под управлением — под 900 млрд рублей, но где же покупки биржевых структурных облигаций? Однако (это важно!) у НПФов таких покупок, наверное, и быть не может. Потому что и НПФы, и компании по страхованию жизни формируют такие портфели инвестиционных инструментов, которые соответствуют их продуктовой линейке. В продуктовой линейке НПФа ничто не подразумевает наличия структурного продукта на стороне актива, тогда как в ИСЖ — вполне себе подразумевает. Собственно, ИСЖ под это и создавался.

Дальше ровно то, что сказал Максим. Во-первых, когда ИСЖ создавался, выбора-то особенно не было. Можно было купить структурную ноту у западного эмитента целиком с гарантией капитала, но участник рынка тут же налетал на два лимита. Первый лимит — для корпоративных бумаг, второй лимит — для бумаг иностранных эмитентов. Затем вступает в силу сказанное про вторичную ликвидность.

А дальше на самом деле встает еще один вопрос — о прозрачности це-

нообразования. Потому что за десять лет структурирования ИСЖ мы начали очень хорошо понимать, где там имеется маржа. И есть естественное желание собрать этот продукт так, как мы привыкли его собирать. Для меня структурный продукт — это продукт, который можно собрать из инструмента с фиксированной доходностью (fixed income) плюс дериватив. Любой продукт, в котором есть любая гарантия (частичная, полная), подразумевает, что часть этого продукта собирается как fixed income, а часть как дериватив.

Часть с фиксированной доходностью мы собираем, прежде всего, на базе ОФЗ, — инструмента, который входит в покрытие резервов без ограничений. Интерес к покупке БСО целиком определяется значимо более высокой доходностью, которая складывается коммерческим эмитентом (не государственным) внутри этого инструмента. Но опять-таки очень важно, чтобы процесс ценообразования был понятным на протяжении всей жизни инструмента. Лет десять назад мы, например, встретились с такой историей в отношении бумаг Коммерцбанка, когда котировки биржи (это не котировки, которые отражают сделки, это индикативные цены) шли на уровне 95, а при попытке продать инструмент мы получили котировку 50. И еще получили комментарий от Коммерцбанка, что они «не добавили в индикативные котировки» собственный кредитный риск. Вот такого быть не должно.

Екатерина Ганцева. Спасибо. Теперь, наверное, попрошу продуктовоиков ответить. Арарат, что скажете?

Арарат Мкртчян. Сегодня все думают, что основной спрос на структурные продукты, выпускаемые в российском праве, генерируют страховые компании. Но я бы немножко расширил эти

рамочки: в России был огромный спрос на структурные продукты со стороны НПФов. Этот спрос был один из самых существенных для западных банков до тех пор, пока частично не поменялось законодательство относительно учета структурных нот для НПФов. То есть структурные ноты подобны сети Интернет, их можно использовать как во благо, так и во зло.

Если мы говорим о том, что двигает спрос на структурные продукты, то это, прежде всего, субгруппы пассивных инвесторов. Во всем мире пассивные инвестиции растут с сумасшедшей скоростью, существенно опережая активные инвестиции. Соответственно, за ними подтягиваются и структурные продукты. Они интересны, потому что дают самые разнообразные и интересные формы выплат для инвестора. Но опять же, пассивные инвестиции всегда опираются на пассивные индексы: индекс на группу акций, на одну акцию и так далее. Соответственно, двигателем структурных продуктов является рост.

Я бы хотел немножко понизить градус обсуждений, поскольку видно, что страховые компании сильно переживают из-за ИСЖ, а банки сильно радуются, что сильными темпами растет выпуск биржевых структурных облигаций. Но есть, конечно, и синергия, она лежит в области локализации выпуска опционов.

Тут я бы провел некоторые градации. На отечественном рынке весь пул определенных инструментов называется «структурным продуктом», а в мире уже давно проводится четкое разграничение. То, что мы здесь, в отечественном институциональном поле, называем структурным продуктом, — это, в западном понимании, варранты. Варрант — это опциональная часть того бургера, который в целом называется структурным

продуктом. Институционалам, прежде всего, интересны опциональные части. Как подтвердил Алексей, им интересно самим собирать именно облигационно фондируемую часть, а опциональность искать на рынке. К счастью, санкции дают о себе знать, появляются дески (в Сбербанке, ВТБ и других российских банках), которые уже могут прайсить опционы. Это большое достижение, потому что на протяжении предыдущих 29 лет независимости не было такого, чтобы российский банк имел полностью свой деск по прайсингу варрантов. Сейчас с появлением нового законодательства российские банки смогут конкурировать с тем же банком «Goldman Sachs», тем же «Коммерцбанком» за российских эмитентов. Все будет происходить в российском праве, понятном и для финальных клиентов, и для всех игроков. Это прекрасно, потому что всем игрокам, включая банки и российских институциональных инвесторов, важно работать в одном правовом поле.

Еще хотел бы сказать про НПФы. На них сориентированы такие продукты, как ноты first-to-default, которые позволяют зарабатывать чуть больше доходности, при этом неся риск облигаций, которые защиты внутри. Такие продукты в скором времени, возможно, тоже в России появятся.

Екатерина Ганцева. Спасибо. Алексей? **Алексей Китаев.** Коллеги, большое спасибо, особенно Арарату, за высказанную позицию. Я ее, пожалуй, продолжу. Но для начала хотелось бы разобраться с терминологической путаницей, которая, как мне кажется, возникла в дискуссии.

Такого продукта, как БСО (биржевые структурные облигации), не существует. Есть продукт «инвестиционные облигации», которые юридически являются просто обычными биржевыми облигациями с защитой капитала.



Структурности с точки зрения закона они в себе никакой не несут, в плане регулирования это обычные биржевые облигации.

Существует также новый инструмент — структурные облигации. Это юридический термин, который закреплен в Законе о рынке ценных бумаг и обозначает инструменты с обязательным отсутствием защиты капитала, то есть инструменты, которые в каких-то сценариях могут быть погашены ниже номинальной стоимости. Обычные облигации этого не допускают.

Теперь, переходя к рынку. Возможно, какие-то мои оценки покажутся из-

лишне полярными. Тем не менее, с нашей стороны выглядит так, что в России нет институциональных инвесторов в структурные облигации и в структурные продукты в целом. Нужно понимать, что все участники рынка, которые сейчас работают с этими инструментами, так или иначе, продают их в розницу. Напрямую или через посредничество — все равно это работа с конечным инвестором-физлицом. Ни у одного институционального инвестора нет системной цели оставлять (либо в портфелях под дискретным управлением, либо в собственных средствах) какие-либо структурные инвестици-

онные инструменты. Все такие инструменты идут в портфели розничным инвесторов.

Стратегия ли это инвестиционного страхования жизни, либо структурное доверительное управление, либо инвестиционные облигации — в принципе, все они ориентированы на один и тот же целевой клиентский сегмент — mass affluent и private banking. В какой-то степени эти продукты постепенно начинают проникать в массовый ритейл. Но все-таки это практики достаточно новые, потенциально достаточно токсичные с точки зрения вероятности миссейла. Такова текущая ситуация.

Беспокойство коллег из страховых компаний, связанное с появлением инвестиционных облигаций в качестве аналога ИСЖ, понятно. И, честно говоря, будет наиболее правильным оставить рынку судить о том, какая упаковка наиболее полезна для конечного инвестора. И у тех, и у других продуктов есть преимущества и недостатки. Клиент может выбрать в зависимости от своих нужд и целей.

С точки зрения сервиса, который могли бы оказать российские производители. Российские продуктовые дески, действительно, сводятся к тому, что сейчас (несмотря на то, что страховые и управляющие компании утверждают, будто собирают продукт у себя на балансе) основная инвестиционная часть все равно структурируется банком. Сейчас это просто иностранный банк. Появление нового инструмента — структурных облигаций — позволяет выпускать в российском праве точно такие же секьюритизированные опционы, как и те, что может сейчас делать любой крупный иностранный эмитент: в упаковке долговой ценной бумаги, с правильным идентификационным CFI кодом, с обслуживанием в любом российском спецдепозитарии. Проблемы сейчас сводятся к правильному информированию коллег из страховых и управляющих компаний о том, что конкретный продукт появляется и порядком работы с этим продуктом будет таким-то. Все мы заинтересованы в том, чтобы максимально оставлять деньги внутри финансовой системы России. В том, чтобы маржа, которую страховая компания в любом случае не может реализовать (поскольку не обладает ни технологиями, ни регуляторными возможностями для структурирования сложных опционов на собственном балансе), осталась внутри страны.

Я думаю, что в самом ближайшем будущем такие продукты начнут появляться. Но, конечно же, нужно понимать, что по прошествии времени у банков и брокеров появилось гораздо больше опыта работы с розницей по структурным продуктам, появилось больше понимания, как эти продукты доносить до конечного клиента. И (к сожалению, или к счастью, не знаю) давление со стороны именно банков и брокеров на предложение продуктов ИСЖ будет нарастать. Основная причина банальна: не нужно никому платить агентское вознаграждение, потому что пользуетесь собственной сетью, при этом оставляя всю маржу внутри одного юридического лица. Выгода для того, кто владеет дистрибуционной сетью, очевидна.

При этом, конечно же, следует также учитывать, что ни в коей мере не нужно списывать со счетов те преимущества, которые дают упаковка страхования жизни или упаковка доверительного управления. Но это ставит перед менеджментом банковских групп (в которые зачастую входят и управляющие, и страховые компании) очень сложные вызовы. Суть вызовов состоит в необходимости правильно строить мотивацию внутри команд для того, чтобы каждая составная часть бизнеса занималась своим делом и делала эту свою часть наиболее эффективно. Чтобы торговые дески выжимали максимум маржи из тех позиций, которые возникают на балансе; управляющие максимально полно и качественно анализировали рынок и предлагали клиентам интересные идеи; страховщики максимизировали полезный эффект от того уникального формата, который они могут предложить рынку. При правильной мотивации каждого участника построения структурного продукта появятся продукты, которые будут хорошо вписываться в

клиентский портфель и давать высокую доходность; профессиональные структуры при этом сохраняют достаточный уровень маржинальности для развития бизнеса.

Екатерина Ганцева. Спасибо. Да, все участники выступают за развитие единой продуктовой линейки на уровне банковских групп, чтобы всем было хорошо и доходно. Я думаю, такую позицию каждый поддержит.

У меня возникло несколько вопросов в ходе вашего выступления, Алексей. Может быть, я неправильно услышала, тогда вы меня сейчас поправите. Я согласна с тезисом, что неважно, каким образом продукт доходит до розничного инвестора — продает ли структурные облигации напрямую продуктовая фабрика в розницу или же средства клиентов аккумулируются через страховую компанию, негосударственный пенсионный фонд, управляющую компанию. Так или иначе, все делается не ради процесса, а для конкретного списка или конкретного физического лица. Финансовый рынок в принципе заточен на то, чтобы сделать хорошо конкретному человеку — через получение пенсии, через получение страховки. При этом вы сказали, что в России на текущий момент уже есть возможность создать структурные облигации, сопоставимые по характеристикам с иностранными предложениями (которые на текущий момент пользуются институциональными инвесторами). Но имеет место невысокая степень осведомленности со стороны институционалов относительно этих инструментов. Вы можете обозначить причину этого положения? Является ли причиной отсутствие интереса со стороны институциональных инвесторов к российским продуктам и российскому структурированию? Или причиной является нежелание компаний, вы-

пускающих эти продукты, работать через институциональных инвесторов, а не напрямую с розницей? Что именно является первопричиной — отсутствие спроса или отсутствие предложения?

Алексей Китаев. Это очень хороший вопрос. Наверное, причина на самом деле не одна. Давайте посмотрим, как это сейчас происходит. Есть страховая компания, у нее есть устоявшийся круг иностранных контрагентов (Goldman Sachs, BNP, City), на которых установлены лимиты, документация которых хорошо проверена и предсказуемо ложится в документацию полисов ИСЖ, налажены процессы по учету бумаг в спецдепозитарии, есть налаженная и понятная процедура вторичной торговли, когда инструмент можно при необходимости быстро продать эмитенту обратно. Вся эта кухня хорошо отлажена и четко действует, в стране много специалистов, которые понимают, как с этим продуктом работать. И тут приходят такие красивые российские банки и говорят: — Ребята, у нас есть тот же самый продукт. Он выглядит очень похоже на иностранный, но все равно мелкие отличия есть.

Екатерина Ганцева. Уточню сразу. Этот продукт (который «тот же») — он дороже, дешевле?

Алексей Китаев. Вот сейчас мы к этому, самому важному моменту и подходим. Продукт очень похожий, цена на него похожая, в каких-то случаях он дороже, в каких-то случаях дешевле, в каких-то случаях иностранный банк вообще такого продукта не может предложить, — например, если мы говорим про экспозицию на какие-то локальные активы. Но, в принципе, страховые компании прекрасно живут и без российских активов, особо насущной необходимости добавлять их в линейки нет. Никакого преимуще-

ства — ни регуляторного, ни существенного ценового, ни инновационного — у бумаг, которые могли бы создать российские банки, фактически нет. В принципе, все, что мы будем делать в ближайшие годы (а, возможно, даже десятилетия), уже придумано на западном рынке.

В такой ситуации, опять же повторюсь, очень важна роль мотивации. Поскольку страховые компании, как правило, аффилированы с банковскими группами или входят в банковские группы, то вопрос максимизации прибыли на уровне группы не может быть решен менеджментом только страховой компании или менеджментом только торговых подразделений банка. Сигнал о том, что появляется возможность при сохранении потребительских свойств продукта выжать дополнительный финансовый результат, должен быть ориентирован на руководство всей группы. И только решением со стороны менеджмента всей группы эту ситуацию можно было бы переломить.

Екатерина Ганцева. Давайте отвечать по порядку: Алексей Руденко, потом Ольга.

Алексей Руденко. Мы очень заинтересованы в опционной части, которую производил бы российский рынок. Мы много-много раз за ней обращались. В описании ситуации, когда российские банки предлагают якобы «тот же самый продукт», есть небольшой элемент лукавства: условия [предложения российских продуктов] редко бывают такими же. Очень часто мы получали условия хуже, еще гораздо чаще мы не получали их совсем или получали их долго. Если действительно новая упаковка и новый инструмент дают возможность привычным образом присваивать CFI коды, таким же образом ставить эти инструменты на баланс и таким же образом их переоценивать, то мы крайне заинтересованы в том, чтобы их покупать.

Во-первых, действительно есть спрос на российские активы, и здесь выбор российского банка-эмитента становится фактически безальтернативным. Во-вторых, еще раз повторю: да, у нас есть лимиты на иностранные активы, и мы не хотим их выбирать. В-третьих, еще раз, у отечественных структур имеются политические риски. Поэтому интерес к продуктам российских банков есть.

Екатерина Ганцева. Я предлагаю Максиму рассмотреть возможность проведения на базе ВСС мероприятия между игроками, заинтересованными в приобретении структурных продуктов, и производителями таких продуктов. Думаю, это будет интересно всем. Мы со стороны НАУФОР тоже готовы подключиться. Оля, ты тоже хотела прокомментировать?

Ольга Сумина. Буквально два слова, раз уж затронули розничных инвесторов. Вот мы всегда говорим «маржа», «интерес группы» и так далее, но никогда не говорим про косты. Доверительное управление — это самый низкокастовый продукт в рамках группы. Не все упирается в мотивацию, есть еще потребность инвесторов, про нее тоже не стоит забывать. Выявление потребностей инвестора при формировании портфеля возможно при синергии со всеми участниками группы.

Екатерина Ганцева. Спасибо. На нашем рынке очень многое зависит от двух decision-мейкеров: развитие того или иного продукта, развитие того или иного направления. Одним из decision-мейкеров является, конечно, руководство компании или группы, ее учредители и акционеры. А вторым decision-мейкером является Банк России, в том числе устанавливая определенные ограничения либо возможности по продуктам.

Алексей правильно заметил: есть и политическая воля, и реалии, в кото-



рых мы живем. Российские продукты в портфелях российских институциональных инвесторов, конечно, интересны не только самим инвесторам, но и регулятору, потому что все-таки идет развитие российского фондового рынка. И очень часто критерием для возможности включения в портфели инвесторов (институциональных или розничных) конкретных инструментов является их надежность. В том числе наличие или отсутствие российских рейтингов.

Очень рада, что на панели присутствуют представители двух уважаемых российских рейтинговых агентств. Я

бы хотела поговорить об оценке благонадежности структурных и структурированных продуктов. Потому что относительно структурных облигаций существует законодательно закрепленное понимание того, что это за инструмент, но есть и структурированные продукты, которые можно рассматривать в совокупности. Поэтому прошу Александру рассказать, есть ли понимание, во-первых, заинтересованности со стороны инвесторов в оценке структурных и структурированных продуктов, и есть ли, во-вторых, реальная возможность это делать?

Александра Веролайнен. Добрый день, коллеги! Хотелось бы начать с констатации того факта, что вселенная структурных продуктов, как мы уже определились за сегодняшний день, разнообразна и многогранна. Институциональным инвесторам вся эта вселенная знакома либо через российские, либо через иностранные юрисдикции.

Тем не менее, как было справедливо замечено, решающим фактором для инвестиций, в том числе, институциональных инвесторов является рейтинг этих инструментов. В этом смысле объектом рейтинга может быть не каждый структурный продукт, а только тот, который

имеет привязку к кредитному риску: через рейтинги оцениваются именно кредитные риски.

Если говорить про инструменты с защитой капитала, то у них дополнительная доходность чаще всего привязана не к кредитному риску, а к каким-то некредитным триггерам. Поэтому эмитенты этих инструментов редко стремятся получить для них рейтинг просто в силу того, что здесь нет кредитной составляющей. Что касается структурных облигаций, то CLN (credit-linked notes), которые составляют значительную часть общего объема российских структурных облигаций, такую составляющую имеют. Вот они — могут быть рейтингабельными, если так можно выразиться. Про них-то далее и будет вестись речь, потому что рейтинговые агентства все-таки несколько сужают рынок потенциальных объектов рейтингования, редуцируют его до объема CLN.

Скорее всего, первые выпуски структурных облигаций будут происходить с баланса банка либо брокера, где идет привязка к кредитному риску публичного долгового инструмента. Этот инструмент может быть заточен как на институциональных инвесторов, так и на розничных. Причем выпуск с баланса банка или брокера в этом смысле интереснее, потому что позволяет экономить на костях и не создавать инфраструктуру, которая необходима при выпусках с баланса СФО (специализированное финансовое общество, российский аналог SPV). Существуют также отдельные точечные сделки, которые планируются под выпуск через СФО непубличного ликвидного долга. Эти сделки скорее стоит рассматривать как некое внутригрупповое перемещение кредита с баланса банка на баланс другого юридического лица, — родственного, связанного, дружественного институционального

инвестора. Способ сделки зависит от интересов и целей конкретного структуратора.

Методологический подход нашего агентства к оценке структурных инструментов строится в зависимости от того, кто является эмитентом: является ли им банк/брокер, который ведет собственную операционную деятельность, либо эмитентом является СФО, чистая оболочка.

В целом наша методология основана на том, что рейтинг должен определить вероятность невыплат номинала и купона облигации в зависимости от кредитных триггеров, а также от кредитного риска эмитента. Если эмитентом является банк или брокер, то рейтингование такой бумаги значительно легче и понятнее, поскольку здесь меньше носителей рисков. В самом примитивном варианте носитель риска — сам эмитент, который через структурную облигацию фактически сам себя фондирует. Соответственно, инвестор, вкладываясь в такую бумагу, прежде всего несет кредитный риск банка (дилера, брокера), который является ее эмитентом, а также риск контрольного лица, который может быть триггером выплат ниже номинала. Соответственно, рейтинг CLN такого эмитента ниже либо равен рейтингу носителя наибольшего кредитного риска. Рейтингование происходит по описанной схеме и с привязкой к носителю наибольшего кредитного риска.

В случае с выпуском ценной бумаги через СФО ситуация иная, здесь нет возможности оценить кредитный риск эмитента, поскольку СФО — это специальная оболочка. Появляется большее количество носителей кредитного риска (и банк залогового счета, и контрагент по свопу), поэтому рейтингование подразумевает моделирование денежных потоков.

Основная особенность рейтингов СФО — требование о стопроцентном залоговом покрытии обязательств, которые обеспечивают процентный доход по данной структурной облигации. В случае, когда эмитентом является банк/брокер, требование о залоге может быть рассмотрено в номинальном ключе, поскольку инвестор несет полный риск инвестирования в кредитный риск банка (дилера, брокера), который выступает эмитентом. В случае, когда эмитентом является СФО, обязательство по залогоу вытекает просто из логики инструмента.

Другой важный момент, на который бы хотелось обратить внимание (мне кажется, его не особо затрагивали в течение дня): инвестор, вкладываясь в CLN, берет на себя не только кредитный риск. Он также берет на себя некредитный риск: а именно, риск определения кредитного события, факта его наступления и последующих выплат.

Мы видим, что в сделках, которую сейчас пытаются структурировать, расчетный агент в большинстве случаев представляет сторону продавца инструмента, никто не готов выпустить это на сторону, отсюда возникает потенциальный риск конфликта интересов. Агентство «Эксперт РА» в своей методологии стремится максимально следовать стандартам ISDA (International Swaps and Derivatives Association). На российском рынке арбитр, имеющий уровень репутации и опыт ISDA, отсутствует. Но мы понимаем, что жесткая привязка к стандартам ISDA сужает круг доступных инструментов. Поэтому крайне актуально создание локального определяющего комитета [российского аналога ISDA]. Такая работа, мы знаем, ведется на базе НФА. Хотелось бы, чтобы она велась более активно. Это позволит расширить линейку инструментов, включить туда локальные облигации и, кроме

того, в принципе защитит наш рынок от инфраструктурной зависимости от ISDA. Не секрет, что в стандартах ISDA введение санкций обсуждается как некий триггер наступления кредитного события. Это делает работу с отсылками только к стандартам ISDA сложно предсказуемой.

В заключение мне бы хотелось обратить внимание на один момент. Он, может быть, кажется немножко декоративным, но на самом деле вполне значим, — это вопрос рейтинговой шкалы, которая может применяться к структурированным облигациям. В отношении классической ипотечной секьюритизации, например, регулятор выбрал подход, в соответствии с которым в рейтинговой шкале к обозначениям таких инструментов должен прибавляться постфикс «.sf». Это сделано с отсылкой на лучшую международную практику, чтобы инвестор, видя этот значок, понимал, что имеет дело с особым инструментом. Но проблема в том, что в регулировании рейтинги с постфиксом «.sf» не применяются, — по крайней мере, пока. В отношении структурных облигаций международная практика не обязывает рейтинговые агентства прибавлять постфикс «.sf», поскольку здесь нет транширования и других классических признаков секьюритизации. Мы придерживаемся позиции, что следует сохранять применимость рейтинговой шкалы для таких инструментов без данного постфикса. На наш взгляд, раскрытие рисков инструмента должно содержаться в их описании, а не в дополнительной компоненте к букве рейтинга.

Екатерина Ганцева. Спасибо. Артем, можно ли предложить регулятору включить рейтингование структурного продукта (или учет уже присвоенного рейтинга) как критерий возможности включения структурных

и структурированных продуктов в портфели? Мы сейчас говорим о регулируемых институциональных инвесторах, давайте обозначим их круг — это страховые компании, это негосударственные пенсионные фонды, это управляющие компании. При этом, наверное, речь должна идти не только о тех структурных инструментах, которые эти компании дальше отправляют в ритейл [для продаж розничным инвесторам], но и, допустим, об инструментах, которые они учитывают по статье «собственные средства», как вариант. Может быть, со стороны сообщества рейтинговых агентств уже было общение с Банком России или какой-то запрос по этому поводу? Если не было, то считаете ли вы возможным со стороны рейтингового агентства начать такой диалог с ЦБ? Видите ли вы будущее в этих продуктах?

Артем Искандаров. Здравствуйте, коллеги! Давайте все-таки определимся с терминологией — структурированные или структурные.

Екатерина Ганцева. Мы сегодня весь день определяемся. Давайте.

Артем Искандаров. Структурные продукты имеют в своей основе составляющую в виде производного финансового инструмента. Если же мы говорим про структурированные продукты, то они структурированы сами по себе, речь здесь идет о том или ином виде секьюритизации, это обеспеченные активы. На мой взгляд, совершенно незаслуженно игнорируемые институциональными инвесторами. Понятное дело, что некоторые инвесторы в этих продуктах хорошо разбираются и пользуются своим знанием, но вот широкие круги институциональных инвесторов структурированными инструментами, к сожалению, не пользуются.

Что касается собственно структурных продуктов. Надо понимать

некоторые аспекты работы рейтинговых агентств в принципе. Во-первых, рейтинговые агентства имеют дело с кредитным риском. Во-вторых, рейтинговое агентство имеет дело с риском, который оно может оценить как с количественной, так и с качественной точки зрения. И в-третьих, рейтинговое агентство априори выступает на стороне инвестора. То есть, даже если инвесторы не видят какие-то риски, то рейтинговое агентство о них обязано сообщить и донести.

Через призму вот этих трех составляющих, что можно сказать про структурные продукты?

Во-первых, после принятия Закона № 75-ФЗ появилась возможность выпуска структурных облигаций в российском праве. Это привело к достаточно бурной активности на рынке, мы видим появление разных инструментов, которые связаны как с кредитным риском, так и с другими видами риска. Во-вторых. Кредитный риск (в частности, кредит CLN, о котором шла речь в предыдущем выступлении) во многих случаях действительно можно оценить. Но если мы говорим о привязке к другим базовым активам (индексам, движению цен и так далее), то тут речь идет уже больше о других видах риска — о процентном, о рыночном риске и так далее. Это уже не рейтинговая история. Да, этот риск можно оценить, можно промоделировать, но это уже не рейтингование, не основная деятельность рейтинговых агентств.

Соответственно, отрейтингована может быть только ограниченная часть этих инструментов.

И даже завязка на сам кредитный риск не является гарантией того, что рейтинг может быть присвоен. Ведь что такое рейтинг? Рейтинг отражает мнение агентства относительно кредитного качества продукта: или



вероятности дефолта по нему, или ожидаемых потерь. Мы вот, в частности, движемся в направлении оценки ожидаемых потерь. В соответствии с рекомендациями Базельского комитета считаем, что это более перспективное направление. В частности, даже в случае CLN далеко не всегда получается определить возможную величину потерь, потому что законом заложены такие условия, при которых инвестор может на абсолютно легальных условиях лишиться части вложенных средств, и при этом ситуация не будет считаться дефолтом.

Какой тогда выход у рейтингового агентства? Либо исходить из

worst-case (возможности реализации худшего случая) и, невзирая на определение дефолта, которое имеется в документации по каждой конкретной транзакции, просто сравнивать то, что инвестор вложил, с тем, что он может получить. Либо ограничивать рейтинг вероятностью дефолта, но это был бы, скажем так, не лучший вариант. В любом случае, раскрывая свои оценки — в отчетах, пресс-релизах и так далее — рейтинговое агентство должно сообщать, что рейтинг, который мы присвоили, отражает вероятность самой возможности того, что инвестор недополучит. Но величину его потерь относительно изначальных инвести-

ций мы оценить или не можем, или она может достигать 100%, условно говоря. Вот такой момент.

Исходя из того, что рейтинговые агентства все-таки выступают в интересах инвесторов, речь должна идти об абсолютной прозрачности раскрытия в данном случае. И меня лично (как участника рынка именно структурированных финансов с 2007 года) всегда удивляло, что инвесторы (институциональные или иные, неважно) в 90% случаев говорят о марже. И лишь в 10% случаев беспокоятся о риске и возможных потерях, что на рынке, как бы мягче выразиться, не очень быстро растущем...

Екатерина Ганцева. Риски возможных потерь могут скорректироваться маржой.

Артем Искандаров. Далеко не всегда, к сожалению.

Поэтому перспективы, конечно, есть. Более того, участие рейтинговых агентств в этом процессе, я бы сказал, необходимо. Потому что если не рейтинговые агентства, то кто? У нашего агентства нет необходимости делать существенные доработки в плане методологии, имеющийся инструментарий вполне достаточен для того, чтобы рейтинговать то, что в принципе рейтингуемо, — то есть такие бумаги, где можно оценить кредитный риск. Недавно к нашей команде присоединился новый глава департамента структурированных финансов Штефан Августин, к сожалению, он сегодня не смог присутствовать, у него имеется опыт рейтинговая именно структурных нот.

Екатерина Ганцева. А есть реальный запрос со стороны рынка на рейтингование? Я сейчас спрошу коллег из «Сбербанк СІВ», будет ли вообще с их стороны запрос на рейтингование? На текущий момент у рейтинговых агентств есть запросы на присвоение рейтингов тем или иным структурным продуктам?

Алексей Китаев. Коллеги, действительно, основным потребителям рейтинговых услуг будут производители структурных инструментов. И нужно понимать, что для нас затраты на рейтинг оправданы только в случае, если рейтинги несут в себе послабления, которые позволяют нам продавать больше этих инструментов, продавать их по более выгодной цене и сделать их подходящими для более широкого круга инвесторов.

Существующее регулирование никаких преференций для рейтинга

инструмента (не эмитента, а именно инструмента) фактически не предоставляет. Поэтому на первых порах рейтингование эмитента представляется достаточным для развития структурного инструмента в тех условиях, которые сложились сейчас. В перспективе, если мы увидим, что к определенным инструментам наконец-то начинают проявлять интерес настоящие институциональные инвесторы (пенсионные фонды, частные хедж-фонды, управляющие фэмили-офисами), вот если с их стороны будет запрос на рейтинг именно инструмента, — то, безусловно, начнется дискуссия о том, как правильно рейтинговать каждый отдельный инструмент.

Но, возвращаясь к дискуссии о сроках выпуска структурных инструментов, начатой на предыдущей панели (*См.: Не просто, но доступно. — Вестник НАУФОР, №10, с.40*), не стоит цели сделать такой выпуск за дни, стоит цель — сделать выпуск за часы и минуты. Потому что в текущей структуре потребления этих продуктов одним из основных конкурентных преимуществ является именно оперативность. В эту целевую конструкцию рейтингование отдельных инструментов не укладывается никоим образом. Конечно, можно говорить о технологиях автоматического присвоения рейтинга при стандартизации эмиссионной документации. Но если эмиссионная документация стандартизирована, то клиенты и так поймут, что, например, CLN, выпущенный по стандартной документации и с кредитным событием, определяемым ISDA, примерно соответствует худшему из рейтингов и эмитента, и контрольного лица. И, честно говоря, стоит ли дополнительно платить за присвоение такого рейтинга? Это очень хороший вопрос.

Екатерина Ганцева. Спасибо. Арарат, вы хотели что-то добавить?

Арарат Мкртчян. Да, рынок нот CLN может потенциально нуждаться в рейтингах только потому, что другим способом пенсионные фонды не всегда могут учитывать у себя эту ценную бумагу. Опять же, структурные продукты разнообразны и не всегда нуждаются в очень большом объеме номинала при выпуске. Поэтому критически важной будет стоимость процедуры присвоения рейтинга. И, наверное, финтех уже добрался (или добирается) до рейтинговых услуг тоже. Скорее всего, появится автоматизированное рейтингование для стандартных продуктов, которое позволит сделать процесс более эффективным.

Но я бы хотел поднять еще один вопрос: что для институциональных игроков при торговле структурными продуктами важно, какой именно базовый актив защит внутри и в каком праве этот базовый актив структурирован. Как правило, структурные продукты в итоге покупают премиальные розничные клиенты, клиенты сегмента mass affluent, которые не всегда глубоко понимают ценообразование или природу базовых активов. Базовыми активами сейчас, как правило, являются западные акции или индексы. И я хотел бы обратить внимание на то, что и страховые компании, и банки сейчас делают индексы, информация о которых в русском праве никак не раскрывается. Например, покупая индекс S&P 500, не все клиенты реально понимают, что это за актив. И было бы неплохо иметь индексы в русском праве, индексы, раскрываемые по-русски, чтобы простой человек мог почитать...

Екатерина Ганцева. Индексы, раскрываемые по-русски, — это когда S&P 500 раскрывает информацию о компаниях, входящих в топ-100, а остальное неваж-

но? Поясните, пожалуйста, что вы имеете в виду, употребляя оборот «индексы, раскрываемые по-русски»?

Арарат Мкртчян. Кстати, говоря об S&P 500. Может быть, будет удивительно узнать, но 35% самых крупных акций в составе индекса S&P 500 определяют поведение индекса в целом примерно на 80%.

Екатерина Ганцева. Я просто объясню со своей стороны, чем вызван вопрос. На рынке коллективных инвестиций уже столкнулись с необходимостью получения информации и по ETF, и по mutual funds, и по другим иностранным бумагам. Мы из практики понимаем, до какой степени это фантастика — получить по иностранным инструментам стопроцентное раскрытие портфеля.

Арарат Мкртчян. Но это возможно сделать.

Екатерина Ганцева. Я бы поспорила, но не буду.

Арарат Мкртчян. Но основная идея не в том, каков состав индекса, а как считаются его характеристики. Потому что индексы, которые используются в ИСЖ или в структурных облигациях, непросто устроены. Там используется математический механизм, который помогает опциону быть дешевле, и эти механизмы никак на русском языке не раскрываются. Или, по крайней мере, эти механизмы требуют более тщательного финального раскрытия для клиента. Может быть, не стоит об этом говорить для трейд-десков. Но инвесторам важно знать, что, например, в маркетинговых материалах продавца упоминаются известные компании, бумаги которых вшиты в продукт. Но реально инвестор не получает доходность этих компаний, суммарно сложенную и поделенную на количество компаний в составе конкретного индекса, он получает что-то

другое. И вот эта информация может раскрываться, если индексный провайдер работает в России или умеет говорить по-русски.

Екатерина Ганцева. Прекрасное предложение. Это тоже к вопросу о притоке в Россию иностранных эмитентов и иностранных провайдеров. Конечно, мы верим, что Москва будет международным финансовым центром. Что иностранные компании и иностранные биржи будут заинтересованы в адаптации на русский язык тех продуктов, которые они предлагают, включая индексы.

Артем хотел добавить.

Артем Искандаров. Буквально пару слов. Коллеги, автоматического присвоения рейтингов не будет, это сводит на нет весь смысл рейтинга.

Арарат Мкртчян. Как жаль!

Артем Искандаров. Но если сделка достаточно типовая и в ней отсутствуют сверхновые элементы, то, понятное дело, рейтингование первой сделки займет больше времени, зато последующие процессы могут занять существенно меньше времени. Если все типовое, то срок рейтингования может сократиться вплоть до двух недель. Ну и, естественно, в плане вознаграждения рейтинговые агентства, как правило, учитывают однотипность сделок. Но автоматические рейтинги не нужны, вообще нет смысла их присваивать.

Екатерина Ганцева. Мы верим в светлое будущее.

Коллеги, большое спасибо спикерам, большое спасибо аудитории. По итогам дискуссии мы поняли, что структурные продукты — интересный инструмент. Существует предложение этого продукта, есть новшества, которые необходимо доносить до всех категорий инвесторов. Самый главный вывод из нашей сегодняшней панели, полагаю, можно сформулировать так: давайте все-таки жить дружно, объединять усилия всех

возможных направлений — и рынка коллективных инвестиций, и брокеров, и страховых компаний. Совместными усилиями всегда можно добиться большего.

Спасибо большое. □