

# Не просто, но доступно

В РАМКАХ ПРОШЕДШЕЙ 11 СЕНТЯБРЯ 2019 ГОДА КОНФЕРЕНЦИИ «СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ» СОСТОЯЛАСЬ СЕССИЯ «СТРУКТУРНЫЕ ПРОДУКТЫ ДЛЯ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТИТОРОВ»

Фотографии Павел Перов

Участники: Кирилл Зверев (вице-президент НАУФОР); Артем Карлов (начальник отдела структурных продуктов ООО «АТОН»); Алексей Качалов (директор отдела международных рынков и структурных продуктов управления торговых операций департамента брокерского обслуживания ПАО «Банк ВТБ»); Алексей Китаев, (исполнительный директор, старший трейдер отдела по торговле структурными продуктами департамента глобальных рынков ПАО «Сбербанк»); Константин Чернов (заместитель начальника департамента займствований на рынках капитала АО «Банк ГПБ»).

Модератор: Кирилл Пестов (управляющий директор департамента развития бизнеса ПАО «Московская Биржа»).

**Кирилл Пестов.** Уважаемые коллеги, добрый день! Давайте начнем наш «круглый стол», посвященный структурным продуктам для розничных инвесторов. Значительная часть первой панели, так

получилось, была посвящена рынку в целом. Хотя на розницу акцент тоже был, потому что сейчас один из самых дискуссионных вопросов именно для нашего рынка, — как правильно продавать структурные продукты.

Сразу хочу извиниться, к сожалению, Елена Шервуд, которая представляет Службу Банка России по защите прав потребителей, в силу форс-мажора сегодня не смогла присоединиться, поэтому у нас будет чисто рыночная панель плюс инфраструктура в лице Биржи и СРО НАУФОР нам тоже расскажет о своей работе.

Меня зовут Кирилл Пестов, я являюсь управляющим директором департамента развития бизнеса «Московской биржи» и, собственно говоря, со стороны Биржи курирую проект по развитию структурных облигаций.

Коллеги, я бы хотел дать небольшую предысторию сегодняшней дискуссии, вокруг чего будет крутиться наш разговор. Несколько лет назад, в силу изменения — отчасти геополити-



тической ситуации, отчасти рынка — крупнейшие участники финансового рынка, предоставляющие и продающие структурные продукты, сформировали идею, что неплохо бы сделать некий аналог структурных нот (с которыми все знакомы уже, наверное, несколько десятилетий, но которые предоставлялись иностранными провайдерами) и создать в российском правовом поле структуру, которая была бы идентична структурным нотам и позволяла заворачивать структурные продукты в понятные, прозрачные, обращаемые, в том числе, на биржевом рынке инструменты и продавать их клиентам. Так, собствен-

но говоря, родилось законодательство, которое было принято чуть менее года назад. Теперь у нас есть возможность выпускать структурные облигации, фактически это хорошая оболочка для выпуска структурных продуктов с неполной защитой капитала. Но, как оказалось, это законодательство не является идеальным в той части, что предусматривает возможность доступа к таким продуктам только квалифицированным инвесторам. Правда, с оговоркой, что в случаях, предусмотренных нормативными актами Банка России, возможна продажа таких структурных продуктов и неквалифицированным инвесторам.

И вот фактически почти год уже существует рабочая группа, которая в рамках уважаемой саморегулируемой организации НАУФОР работает над тем, чтобы совместно с Банком России выработать те критерии, при соблюдении которых предложение структурных облигаций было бы возможно и неквалифицированным инвесторам.

Собственно говоря, все участники сегодняшней панели входят в эту рабочую группу. Поэтому, наверное, первый вопрос: как коллеги видят критерии доступности структурных облигаций именно для неквалифицированных инвесторов (которые составляют основную массу ритейловых



инвесторов)? Понятно, что есть квалифицированные инвесторы, но их подавляющее меньшинство. А мы сейчас, в рамках этой панели, больше говорим о массовом продукте. Начну по порядку и предоставлю слово Алексею Китаеву, как он видит критерии таких продуктов?

**Алексей Китаев.** Коллеги, добрый день! Большое спасибо, Кирилл, большое спасибо организаторам за приглашение выступить. Давайте действительно поговорим о том, как сейчас устроен рынок структурных продуктов для неквалифицированных инвесторов, из каких инструментов он сейчас состоит и что нового в него привнесут структурные облигации?

В принципе, сейчас неквалифицированным инвесторам уже предлагается весьма широкий спектр структурных продуктов, прежде всего это инвестиционное страхование жизни.

Следующий продукт, который получил развитие сравнительно недавно, но быстро развивается, — это инвестиционная облигация. Это обычные биржевые или корпоративные облигации банков, в которых фиксированный купон или отсутствует или зафиксирован на очень низком уровне, но зато присутствует некий плавающий переменный доход, привязанный к динамике определенных базовых активов.

И третий вид инструментов, доступных опять же неквалифицированным инвесторам, — это структурное доверительное управление, предлагаемое рядом управляющих компаний. Оно, в принципе, является тем же самым инструментом, просто структурированным на другой платформе.

Рабочая группа по выработке критериев доступности структурных облигаций начала работу тогда, когда еще было не очень понятно, как структурные облигации в принципе будут работать на нашем рынке. И тот факт, что за год, прошедший с принятия регулирования, ни одного выпуска до сих пор не произошло, уже кое о чем говорит.

Те критерии, которые обсуждаются сейчас, которые были представлены Банку России и которые активно дискутируются, свелись к следующему: потенциальным клиентам могут быть предложены инструменты с частичной защитой капитала, которая в наиболее агрессивном случае достигает 70%. То есть инструмент, который не гарантирует возврат менее 70%, неквалифицированным инвесторам предложен быть не может.

Потенциально обсуждается исключение для инструментов с кредитным риском на основную сумму при условии, что этот кредитный риск имеет соответствующий рейтинг. Сейчас, если посмотреть на портфели неквалифицированных инвесторов, они могут без ограничений покупать обычные облигации. Новые изменения, которые закроют для них ряд инструментов, только в проекте, они еще не вступили в силу. Сейчас достаточно большие позиции в облигациях у этой категории инвесторов уже существуют.

Предлагаемые структурные ноты (структурные облигации с кредитным риском на основную сумму) принципиально не меняют тот профиль риска, который принимает на себя инвестор. При условии, что эмитент принял на себя определенные обязательства — относительно структуры инструмента, его базового актива, донесения информации о риске этого продукта до клиента.

В принципе, суть предложения, которое сейчас обсуждает рынок, содержится вот в этих двух положениях. И на текущий момент, к сожалению, я вынужден признать, что существенного прогресса в выработке этих критериев рынок и регулятор пока не достигли.

Возможно, это даже неплохо. Поскольку, когда мы смотрим на европейский опыт, то там достаточно жесткое регулирование появилось

только спустя годы (если не десятилетия) с начала функционирования этого рынка. А на отечественном рынке нет ни одного инструмента в обращении на текущий момент. Преждевременно считать, что мы в состоянии сформулировать адекватные и всеобъемлющие критерии на такой ранней стадии развития.

**Кирилл Пестов.** Алексей, спасибо.

Я хотел бы задать еще вопрос Алексею Качалову. Знаю, что у ВТБ была достаточно, скажем так, консервативная позиция относительно того, что может предлагаться неквалифицированным инвесторам в виде структурных облигаций. Алексей, может быть, немножко прокомментируешь?

**Алексей Качалов.** Да, конечно. Я, наверное, сразу же и начну отвечать на первый вопрос. Когда мы формулировали критерии, еще не было разделения потенциального инвесторов на три категории: квалифицированных инвесторов, неквалифицированных инвесторов, простых неквалифицированных инвесторов (особо защищенных). Что здесь важно отметить? Что структурные облигации должны включаться тоже и в портфели особо защищенных инвесторов.

Почему и по каким факторам? Давайте посмотрим на структуру ставок на рынке. Ставки все больше снижаются, соответственно, теперь инвестору тяжело предложить продукты с полной защитой капитала. Но даже защита капитала 99%, 98% и так далее может существенно повлиять на выплату по продукту и предоставить инвестору желанную премию к депозиту, это первый фактор.

Второй фактор — если даже ввести корректировку, чтобы уберечь инвестора от девальвации потенциального номинала продукта, продукт может погаситься дешевле номинала. То есть в виде инвестиционной облигации этот инструмент уже не получится выпу-

стить, можем выпускать его только в виде структурированных облигаций. Именно поэтому важно отметить, что не надо абстрагироваться от категории инвесторов, сумма инвестиций которых меньше 400 тысяч. Мы видим с их стороны спрос на инвестиционные облигации, такой же здоровый спрос мы ожидаем видеть именно на консервативные структурные облигации по данным продуктам. То есть нельзя отсекал эту категорию.

Мы не разделяем идею делать по структурной облигации номинал 400 тысяч рублей, потому что для клиентов сегмента, который начинается от 2–3 млн рублей, это полностью отсечет возможность потенциальной диверсификации портфеля.

Да, продукт может быть и агрессивным, продукт может быть и консервативным, но поскольку предложения носят теперь уже массовый характер, то агрессия инвестора должна быть контролируема в каком-то смысле. Поэтому мы выступали и за защиту продукта, в зависимости от срока и, соответственно, также за адекватный кредитный риск в кредитных нотах.

И также добавлю про доступность продуктов для особо незащищенных неквалифицированных инвесторов. Им должна быть доступна кредитная нота в каком-то виде. Потому что, например, кредитный риск, зашитый в продукт, может быть выше суверенного российского.

Алексей уже сформулировал основные послы рабочей группы — это прозрачность базовых активов, соответственно, это корректное раскрытие информации. Но здесь тоже важно не перегибать палку, потому что, если мы дадим инвестору кипу бумаг, результат от этого будет нулевой. Важно просто правильно раскрывать информацию, делать прозрачные базовые активы и правильно формировать консерватив-





ные требования, уже разделяя по категориям инвесторов и по их потенциальным активам. Спасибо.

**Кирилл Пестов.** Алексей, спасибо. А я вот хочу спросить у Константина. Константин, как Газпромбанк позиционирует, условно, те структурные продукты, структурные облигации, которые вы могли бы, хотели бы продавать. Какие в твоём понимании должны быть привальные критерии для того, чтобы этот продукт правильно преподнести и продать клиентам Газпромбанка?

**Константин Чернов.** Будем исходить из потребности существующей инвесторской базы, а у частного банка она сфо-

кусирована на сегменте состоятельных физических лиц. Здесь нам придется конкурировать с западными продуктами и пытаться каким-то образом найти те стратегии, которые могли бы быть интересны нашим инвесторам в рублевой сфере. Потому что конкурировать в валюте будет, как нам представляется, достаточно тяжело.

Если все-таки возвратиться к массовому сегменту, то тут я бы перескочил на другую важную тему. Она на самом деле является одной из причин, почему мы не видим выпусков структурных облигаций. На самом деле причина очень простая — они являются достаточно тяжелым инструмен-

том в плане регистрации. Газпромбанк даже не рассматривает пока эмиссию структурных продуктов через отдельную компанию. Первым нашим опытом, скорее всего, будет выпуск облигаций с баланса банка. И даже так процесс оформления ни в какой мере не конкурентен с инвестиционным страхованием жизни, где все просто, понятно; где весь процесс хеджирования как бы вынесен за рамки, и его не нужно за месяц как минимум согласовать с Центральным банком, пройти всю эту процедуру.

Вот, на мой взгляд, это будет одна из основных проблем для развития данного рынка в перспективе.

**Кирилл Пестов.** Спасибо. Вопрос к Артему. Артем, все-таки, мне кажется, исторически «АТОН» позиционировал себя как брокер, который работает с прослойкой состоятельных клиентов. Вот ты видишь ли проблему в том, что сейчас некалам недоступен этот новый вид облигаций? или проблема в чем-то другом?

**Артем Карлов.** Я здесь выскажусь немножко на стороне регулятора, и, может быть, коллегам это не очень понравится. Но, да, «АТОН» позиционировался всегда как брокер для состоятельных клиентов, и, на мой взгляд, риски продажи сложных структурных продуктов розничным клиентам достаточно высоки.

По моему опыту, очень непросто даже квалифицированным инвесторам объяснить и раскрыть все риски, которые связаны с тем или иным продуктом. На самом деле недопущение миссэйла требует самых больших усилий. И если посмотреть на продукты, которые являются самыми популярными, наверное, для всех состоятельных клиентов — отзывные ноты и тому подобное, — то очень много сил и времени отнимает сопровождение этих продуктов уже после продажи. И я, честно говоря, слабо представляю, как можно обеспечить это качественное сопровождение продукта, если мы говорим о ритейле.

**Кирилл Пестов.** Позиция понятна. Да, сегодня очень много говорили о том, чтобы правильно продавать, правильно позиционировать этот класс продуктов среди, в том числе, частных инвесторов, и про миссэйл. Но давайте немножко еще пофантазируем, может, потому что пока ни одного продукта именно в виде структурной облигации не выпущено. Но, тем не менее, каково представление у каждого из вас о том, что сейчас может быть востребовано среди клиентов, какие типы продук-

тов с точки зрения базовых активов, стратегий? что в настоящий момент может быть актуальным? Опять-таки, наверное, начну по цепочке, Алексей, с тебя.

**Алексей Китаев.** Кирилл, наверное, не совсем корректно разграничивать неквалифицированных и квалифицированных инвесторов с точки зрения интереса к базовым активам. Потому что, в принципе, все находится в одном медийном пространстве, все слышат про успехи тех или иных компаний, тех или иных экономик, тех или иных конкретных инструментов. И все, в общем-то, хотят примерно одного и того же. Основной наиболее интересный продукт, базовый актив для всех клиентов — это зарубежные акции, акции развитых экономик. Достаточно сильно от него отстают индексные продукты, но они тоже собирают определенный интерес, особенно в продуктах страхования жизни. Структурные продукты, привязанные к валютам, тоже собирают довольно большие объемы.

Постепенно увеличивается интерес к процентным ставкам. Вот наши продукты, привязанные к ключевой ставке, вызвали достаточно большой интерес клиентов. И коллеги из ВТБ, насколько я знаю, в ближайшее время начинают развивать похожее направление. Все классы активы в той или иной степени интересуют клиентов. Мы видели даже достаточно экзотические сделки, где в качестве базового актива выступают бумаги прайвет эквити, одну из таких сделок даже структурировали сами. Это, в принципе, вопрос того, что сейчас на слуху, что активно муссируется в прессе. Именно это — главный драйвер.

**Кирилл Пестов.** Спасибо. Алексей.

**Алексей Карлов.** Да, я продолжу.

К вопросу популярных для инвесторов продуктов. Я не буду пока делить их

на квалифицированных и неквалифицированных, просто, наверное, пробегусь по основным типам.

Если мы говорим об условной защите капитала (которая по умолчанию доступна квалинвестору), то здесь все остается, как было в течение предыдущих пяти лет. Наиболее популярный базовый актив — акции зарубежных рынков, прежде всего развитых. Основной кэш-флоу (денежный поток) здесь генерируют продукты с условной защитой капитала, отзывные, барьерные ноты, то есть ничего не меняется. Здесь можно выделить тенденцию, что раньше это все же было решением для крупного частного капитала, который был сосредоточен в прайвет банке. Сейчас все эти продукты планомерно и постепенно переходят в сегмент mass affluent. 80% продуктов с условной защитой капитала — отзывные барьерные ноты.

Если рассматривать продукты с частичной защитой капитала и с полной защитой капитала, то здесь намного больше маневра для развития, поскольку часть их можно реализовывать в инвестиционных облигациях, в том числе. Они позволяют реализовать какие-то краткосрочные тактические идеи, понятные инвестору, легко продающиеся, со всеми преимуществами данного продукта, включая льготы по НДФЛ и так далее.

Любят инвесторы и купонники с защитой капитала. Это, можно сказать, в некотором роде аналоги ИСЖ. То есть ничего на рынке, по сути, не поменялось, основной интерес сосредоточен на акциях, на ставках, меньше на валюте. Мы делаем и продукты на коммодити, но видим на них очень ограниченный спрос. Возможно, тоже связанный с ограниченностью клиентской базы, потому что проще объяснить какие-то стандартные, уже отработанные решения.

**Кирилл Пестов.** Спасибо. Константин, а в вашем банке есть какая-то специфика с точки зрения спроса на такого рода продукты?

**Константин Чернов.** Коллеги, мне кажется, достаточно полно представили весь спектр продуктов. В последнее время мы видим интерес к продуктам, привязанным к золоту. А также к нефти, но в обратную сторону, люди часто хотят сыграть на понижение.

**Кирилл Пестов.** Понятно, спасибо.

Артем, тогда к тебе вопрос. Ты уже начал говорить про то, что продукты достаточно сложные с точки зрения их понимания даже для, может быть, квалифицированных инвесторов. А что происходит в «АТОНе» именно с точки зрения спроса, на что сейчас вы видите наибольший спрос, какие продукты пользуются интересом, что вы пытаетесь продавать?

**Артем Карлов.** Ну, здесь я не буду оригинальным, тем более что клиентская база у нас с коллегами довольно сильно пересекается. Интерес, собственно, к тем же самым продуктам. Это в основном разного рода отзывные ноты, продукты с участием, в основном интересуют базовые активы. До последнего времени интересовали зарубежные акции, это действительно так, хотя мы в последнее время стараемся делать акцент на российский рынок.

**Кирилл Пестов.** Понятно, спасибо. Ну, вот мы немножко поговорили о спектре тех продуктов, которые, в принципе, могут быть интересны клиентам. Теперь давайте поговорим про технику. Хотелось бы вернуться к теме структурных облигаций в российском правовом поле. Текущее регулирование устроено так, что существует, ну не скажу, что прямо жесткий барьер, но возникают определенные сложности, которые ставят вопрос об экономике такого рода продуктов ...проще всего, наверное, пояснить примером.

Допустим, если выпускать программу под структурные облигации и потом делать выпуски в рамках программы, то достаточно много времени занимает регистрация. А, как мы понимаем, структурный продукт — достаточно скоропортящийся, он конъюнктурный, его нужно продавать в определенное время, потому что он зависит от цены базового актива. И даже несколько дней могут испортить экономику для клиента. Это одна история.

Вторая история: сейчас структурные облигации (в отличие от обычных облигаций) могут регистрироваться только Банком России, не могут регистрироваться биржей, и это тоже занимает дополнительное время. Есть также ограничение на то, что если структурные облигации выпускаются некредитной организацией, то требуется залог. Ну, и есть еще дополнительно специфика.

Мы сейчас говорим о структурных облигациях для массового клиента. Вот насколько эти ограничения влияют на экономику? Может быть, следует предложить какие-то меры по стимулированию этого продукта с тем, чтобы они стали более привлекательными для эмитентов? Ну, пойдём опять по цепочке. Алексей, твое мнение на этот счет?

**Алексей Китаев.** Кирилл, очень здорово, что ты поднял этот вопрос. Сейчас, с нашей точки зрения это, может быть, важная вещь в отношении структурных облигаций.

Давайте посмотрим на то, что происходило с момента принятия закона. Ни одного выпуска структурных инструментов в российском праве. При этом не думаю, что ошибусь, сказав, что количество иностранных инструментов, выпущенных для российских покупателей (с тем профилем, который потенциально мы могли бы

реплицировать в России), измеряется сотнями (возможно даже, цифра приближается к тысяче) отдельных выпусков. Общий номинал объема сделок приближается к 3–4 млрд долларов.

Причина, по которой мы не можем переходить к активному замещению этих продуктов, заключается в том, что мы создали достаточно жесткое (операционно и экономически) регулирование, которое не дает эффективных механизмов быстро и дешево заместить предложения иностранных банков. При этом экономических стимулов для клиентов покупать именно локальные ноты не создано. Например, для структурных облигаций, номинированных в долларах, нет льготы на купон. Нет никакой разницы — иностранная это нота или российская — с точки зрения налогообложения валютной переоценки. Если эмитентом является банк, то банк будет обязан создавать фонд обязательного резервирования под деньги, привлеченные через структурные облигации. Это существенно испортит экономику, особенно валютных инструментов.

Достаточно вспомнить, что только пошлина за государственную регистрацию инструмента составляет 200 тысяч рублей, при относительно маленькой сумме в 100 млн рублей выпуска. Вряд ли кто-то будет регистрировать выпуски меньше, потому что мелкая нарезка не очень экономически оправдана, но, тем не менее, 3 тысячи долларов только государственной пошлины за регистрацию. А еще необходимо хранить и обслуживать бумагу в национальном депозитарии, необходимо в случае листинга платить за поддержание листинга, а накладных расходов на создание продукта больше, чем у аналогичного иностранного инструмента.

Если мы всем рыночным сообществом плюс регулятор согласились с



тем, что контроль за производством и продажей этих инструментов должен быть жестким, то хотя бы необходимо подумать о создании экономических стимулов для покупателей, для того чтобы замещение стало возможным. Потому что создается парадоксальная ситуация, когда иностранная структурная нота, будучи листингованной на Московской бирже, становится доступна всем, даже будущим особо защищенным неквалифицированным инвесторам. Ситуация становится абсурдной.

**Кирилл Пестов.** Коллеги, есть что-то добавить? Алексей.

**Алексей Качалов.** Да, продолжу. Мы полностью разделяем эту боль. Потому что даже если мы посмотрим, например, на клиентов в сегменте крупного частного капитала. Вот приходит клиент и говорит: у меня есть миллион долларов, мне нужна структурная нота зарубежного эмитента. Что происходит дальше? Сделка может произойти уже в тот же день вечером. При этом структура издержек будет минимальной, в том числе для дистрибьютора, то есть не будет никаких комиссий за выпуск и так далее. И все это займет несколько часов.

Не буду комментировать конкретные нормативные акты и так далее, но базовая

позиция состоит в том, что размещение должно занимать один день: сегодня собрались, сегодня сделали. В том числе, размещение под ограниченный пул клиентов. Спасибо.

**Кирилл Пестов.** Спасибо. Константин.  
**Константин Чернов.** Могу только поддержать коллег. Все-таки, видимо, рынок начнет с каких-то стандартизированных инструментов, которые, в моем понимании, не найдут широкого круга покупателей, поэтому объемы размещения будут достаточно, как мы прогнозируем, низкими: полмиллиарда, миллиард рублей от силы. При условии, что это стандартный инструмент, спрос



на который аккумулируется достаточно долгое время, что опять же не укладывается в структуру, если ты используешь деривативы. Одно цепляется за другое, и мы получаем ситуацию, где наша активность будет носить крайне точечный характер. Это не бизнес, как на западных рынках, это какие-то точечные операции.

**Кирилл Пестов.** А можно ли прикинуть, какой объем издержек является предельным для выпуска конкретной облигации, чтобы это имело какую-то экономическую целесообразность, при том объеме спроса, который вы сейчас хотя бы потенциально видите? Как можно это сравнить с теми костями, которые вы получаете при покупке иностранной ноты?

Коллеги, поделитесь своими мнениями.

**Артем Карлов.** Можно я прокомментирую? На самом деле мы видим необходимость гораздо большей либерализации законодательства в плане выпуска структурных продуктов в российском праве, и мы за здоровую конкуренцию. Конечно, немножко удивляет, что достойные, уважаемые банки не могут конкурировать — по законодательным, в первую очередь, причинам — с иностранными эмитентами. Алексей правильно заметил, выпуск структурной ноты в английском праве действительно занимает у нас от 40 минут до трех часов, в зависимости от того, какого эмитента мы выберем.

Что касается стоимости выпуска, то мы этот вопрос часто задавали разным эмитентам, и вот по тем ответам, которые получали, для иностранного банка стоимость отдельного выпуска составляет от 1,5 тысяч евро до 5 тысяч евро. Для того, чтобы нормально с ними конкурировать в этом типе продуктов, у нас должны быть сопоставимые расходы на выпуск.

**Кирилл Пестов.** Да.

**Алексей Китаев.** Было бы здорово, если бы основную часть стоимости выпуска составляли фиксированные издержки, которые не зависят от количества выпускаемых инструментов. Возможно, платить миллион-два-три долларов в год за то, чтобы выпустить эти инструменты тысячами, это нормально. А вот платить даже, возможно, 5 тысяч долларов за один выпуск — значит всегда обрекать себя на определенный минимальный объем сделки, на минимальную срочность, которая не может составлять месяц, например, или несколько недель. И всегда ограничивать себя в том продуктивном предложении, которое, возможно, было бы интересно инвесторам.

**Кирилл Пестов.** Коллеги, я так понимаю, это больше комментариев в сторону инфраструктуры, биржи. Со своей стороны хочу сказать, что мы в этом плане достаточно гибки. Мы за здоровый диалог с участниками с тем, чтобы оптимизировать ваши косты и позволить бирже тоже что-то заработать. Потому что, если выставлять предельные тарифы, которыми никто не будет пользоваться, то мы на этом тоже особо не зарабатываем. У Московской биржи есть прецеденты, когда эмитенты, которые выпускают много краткосрочных выпусков, имеют свои тарифные планы. Я думаю, что это можно будет обсуждать. Мы готовы к диалогу и понимаем важность вопроса.

**Константин Чернов.** Кирилл, очень приятное для эмитентов замечание. Но хотел бы отметить, что первостепенное значение имеет срок подготовки эмиссии. Когда это не три часа, не один день, а месяц, то это совершенно другая вселенная, где другие стратегии и вообще другой бизнес. А косты вторичны абсолютно.

**Кирилл Пестов.** Тут тоже понятный вопрос на самом деле. Год назад как

раз, когда шла эта же конференция и должно было выйти законодательство, позволяющее выпускать подобного рода структурные облигации, в нашей панели участвовала Елена Курицына, директор департамента, который занимается эмиссией ценных бумаг. Эти вопросы тоже поднимались. Но тогда Банк России сказал (прошу прощения за то, что приходится как бы за их спиной дискутировать), что инструмент новый, они немного опасаются за качество, за состав тех продуктов, которые будут пытаться выпустить эмитенты. Поэтому хотели бы сначала сосредоточить контроль в своих руках, посмотреть, что будет и со временем разрешить биржевую регистрацию.

По своему опыту могу сказать, что биржа имеет опыт быстрой регистрации. Конечно, не за часы, но в течение одних или двух суток мы готовы это делать. Возможно ли сокращать сроки выпуска? Думаю, что у биржевой инфраструктуры такой потенциал есть. Если будет спрос со стороны рынка, мы создадим необходимые условия, но опять-таки при условии того, что законодательство тоже поменяется в эту сторону. Поскольку у биржи с эмитентами есть консенсус по этому вопросу, я думаю, что мы будем продолжать диалог с регулятором с тем, чтобы поменять регулирование в правильную сторону.

**Константин Чернов.** Тогда это будет стратегия, совершенно понятная и апробированная на индексных облигациях, где мы будем использовать потенциал тела [облигации], чтобы предложить клиентам более интересные стратегии, большой интерес в плане апсайда [заработка].

**Кирилл Пестов.** У нас есть замечательная площадка в рамках рабочей группы, есть контакт с Банком России. Думаю, что мы можем обсуждать не только вопрос принятия стандартов, способ-

ствующих допуску неквалифицированных инвесторов к рынку структурных облигаций, но также изменение порядка эмиссии. Чтобы структурные продукты стали нормальным рабочим инструментом, с нормальными сроками выпуска и нормальной экономикой.

Подытоживая технический вопрос выпуска, можем сказать: проблема понятна, будем работать дальше. Но на этом вопросы работы с ритейлом, с неквалифицированными инвесторами не заканчиваются.

Я знаю, что сейчас в рамках НАУФОР идет разработка стандартов по предложению сложных финансовых продуктов в рамках предстоящего изменения законодательства о категоризации инвесторов, там будут прописаны некие критерии доступа к инструментам и стандарты раскрытия информации, стандарты продажи.

Я бы хотел попросить Кирилла Зверева рассказать о той работе, которая ведется в рамках НАУФОР.

**Кирилл Зверев.** Спасибо. Я хотел бы только обратить внимание участников, что это будет стандарт не только о продаже сложных финансовых инструментов, но и вообще о продаже любых финансовых инструментов физическим лицам — клиентам, то есть своего рода файнэншл промоушен.

Уже и в первой панели сегодня упоминалось, что все участники, как мне показалось, единодушно сказали, что они готовы предоставлять больше информации, готовы гарантировать большую открытость во взаимоотношениях с клиентом. Служба по защите прав инвесторов, в лице Михаила Мамуты, это очень сильно приветствовала. На мой взгляд, есть согласие между рынком и регулятором относительно того, что раскрывать информацию необходимо.

Возникает вопрос, каким же образом это делать? До начала нашей пане-

ли мы прослушали очень интересный доклад о том, как это происходит в Евросоюзе. Меня он, честно говоря, немножко напугал, особенно момент про 150 страниц регулирования. Да, безусловно, при разработке этого документа мы объединились и с другой саморегулируемой организацией, и с экспертами Банка России, и подготовили проект документа. Он намного меньше 150 страниц. Всего лишь восемь страниц основного текста, а с учетом приложений, 56 получается.

Что из себя представляет этот документ? Коллеги, я бы хотел вас попросить внимательно с ним ознакомиться. Он сейчас доступен на сайте НАУФОР, сейчас еще продолжается его предметное обсуждение. Мы готовы принимать ваши замечания, предложения, формулировки, которые, вы считаете, будет правильным скорректировать. Присылайте, пожалуйста, эту информацию.

Документ вводит требования к процессу продаж финансовых инструментов. Он не распространяется на осуществление прав деятельности доверительного управления либо инвестиционного консультирования, — нет, он говорит именно о продажах, когда задачей финансовой организации является предложить клиентам определенный вид продукта. Естественно, все понимают, что за это организация получает комиссионные, она заинтересована в продвижении этого продукта.

Следуя традиции формулирования стандартов, текст документа сформулирован на основе принципов. Там нет жестких норм о том, что менеджеру необходимо представить, в течение какого-то времени рассказать подробно о продукте и так далее. Нет четких норм, есть принципы. На самом деле немного, всего три основных принципа.

Первое — клиенту должна быть предоставлена достаточная информация

о финансовом продукте, которая варьируется в зависимости от того, о каком продукте идет речь, форма предоставления также варьируется.

Второе — недопустимо навязывание финансового продукта. То есть, нельзя обуславливать продажу одних инструментов требованием о покупке иных инструментов. И нельзя против воли клиента пытаться продать ему определенный инструмент, если он явно выразил свое нежелание получать информацию, которая ему предложена, не следует настаивать.

Третье — клиент должен быть ознакомлен с рисками финансового инструмента.

Каким образом происходит ознакомление? Для простых финансовых продуктов регулирование, по сути, не устанавливается. То есть сам профучастник должен решить, каким образом он будет доносить до клиента информацию о рисках, и в каком объеме это делать. Всем понятно, что одно дело живое общение с клиентом непосредственно лицом к лицу, а другое дело попытки телефонных продаж. Соответственно будет варьироваться и объем информации, который профучастник предоставляет.

Для сложных финансовых инструментов вводится аналог КИДов. В русской версии мы решили назвать этот документ — «Паспорт финансового продукта». И действительно, это очень похожий документ, он также рассчитан на краткое изложение информации, не более 3-4 страниц, и, по сути, представляет собой все то же самое, о чем говорится в КИДах — основные характеристики финансового продукта, имеются ли риски, связанные с невозможностью вторичного обращения либо невозможностью досрочного погашения, структура расходов, которая предполагается в связи с приобретением этого продукта, ну и описание основных ключевых рисков.

Единственное отличие от европейского КИДа — мы пока не планируем вводить шкалу рискованности продукта. То есть не будем требовать оценивать продукт и называть его безопасным, либо особо рискованным. Это, возможно, будет введено на следующем этапе, но пока этого паспорта финансовых продуктов не содержат.

Вот, собственно, вся краткая информация. Я хотел бы вас попросить на сайте НАУФОР почитать проект этого документа. До конца сентября мы готовы принимать предложения по его корректировке. Ожидаем, что в ближайшее время (в октябре-ноябре) он будет утвержден и станет стандартом как НАУФОР, так и стандартом другой саморегулируемой организации. Мы одновременно утвердим эти документы и, соответственно, избежим тем самым регуляторного арбитража.

**Кирилл Пестов.** Кирилл, спасибо большое. Можно сразу вопрос: как будет реализован механизм имплементации? Какова будет ответственность за несоблюдение стандартов? Как это должно стать общерыночной практикой? Каковы будут меры воздействия на участников?

**Кирилл Зверев.** Да, это очень важный аспект. Поскольку документ будет утвержден в виде стандарта, контроль за его соблюдением будет осуществлять саморегулируемая организация, не Банк России. То есть Банк России, даже если он заметит случайным образом нарушение этого стандарта, не сможет принять никаких мер, он просто сообщит НАУФОР, и мы организуем проверку, действительно ли нарушение имеет место.

Санкции стандартные: предупреждение о том, что необходимо соблюдать стандарт, требование об устранении, штраф либо исключение из саморегулируемой организации, если это особо

тяжкое нарушение либо оно неоднократное.

Мы планируем внедрить, начиная с 1 декабря этого года, практику «тайных покупателей». То есть контроль за соблюдением этого стандарта будет, прежде всего, осуществляться с помощью «тайных покупателей». Это будут не сотрудники СРО, это будут привлеченные третьи лица, которые будут обращаться в финансовые организации, заключать договоры, и, соответственно, оценивать, каким образом им предлагаются те или иные финансовые инструменты.

**Кирилл Пестов.** Считаю, что это очень важно: чтобы были общие правила игры, чтобы все играли по одним правилам.

Мы начали говорить о стандартах продаж, о том, как правильно продавать этот продукт клиентам, чтобы избежать мисселинга. В свете этого хотел бы поспрашивать рыночных участников, как сейчас обстоят дела, как вы выстраиваете процедуру стандартизации продаж, раскрытия информации. Может быть, не каждый захочет рассказывать, но есть ли проблемы, есть ли жалобы со стороны клиентов, видите ли вы эту проблему как острую? **Алексей.**

**Алексей Китаев.** Кирилл, действительно вопрос стандартизации продаж очень важен. Мы все говорим о достижении такого этапа развития, когда у клиента банка, брокера, управляющей компании или страховщика не будет сюрпризов, связанных с его инвестиционным портфелем. Вот это самое главное: чтобы клиент в середине срока существования его продукта не узнавал с удивлением о каких-то условиях, прописанных мелким шрифтом, или о каких-то дополнительных издержках, которые ему придется понести в связи с этим продуктом, или в связи с тем, что динамика стоимости этого продукта не соответствует его

ожиданиям. Избежание этих сюрпризов — результат, которого невозможно достигнуть одновременно, во время консультации при продаже продукта. Это состояние, которое достигается в течение всего срока жизни продукта путем регулярного информирования клиента о корпоративных событиях, о динамике базовых активов, о поведении самого инструмента в связи с определенным поведением базовых активов. Это тот процесс, который нужно обязательно имплементировать у любого добросовестного дистрибьютора структурных, да и не только структурных, продуктов.

Работа в Сбербанке (думаю, что и у остальных участников тоже) построена именно вокруг своевременного и качественного информирования клиента о перформансе продукта, который он купил.

Что касается вещей, связанных с регулированием в этой области. Введение паспортов — движение в правильном направлении. Но нужно помнить о том, что в Европе до появления паспортов структурированных продуктов прошли, наверное, десятилетия развития этого рынка, и он естественным образом достаточно сильно стандартизировался. Стандартизировались, прежде всего, сами продукты — на уровне эмиссионной документации, на уровне подходов к структурированию со стороны разных банков. Основа качественного информирования клиента — это, прежде всего, стандартизация продуктов. Потому что если продукт меняется от выпуска к выпуску, от месяца к месяцу, то при большой сети продаж невозможно поддерживать на должном уровне информированность клиентских менеджеров о том, что же именно они продают. Поэтому даже более важным шагом, чем создание паспортов инструментов, является желание



участников рынка стандартизировать то, что они продают.

**Кирилл Пестов.** Я тебя перебыю. Не что продают, а как продают.

**Алексей Китаев.** Нет, именно — что продают.

Потому что инструмент может быть один и тот же — кредитная нота. Но в одном случае наступление дефолта определяет ISDA на комитете, а в другом случае дефолтом является неплатеж по договору за канцелярские товары. Инструмент и там, и там — кредитная нота. Но риск, который он несет, принципиально разный. И когда клиенту в разных местах пред-

лагается под одним и тем же названием принципиально разный инструмент, то именно это создает проблемы. А не то обстоятельство, что у инструмента нет паспорта или что информирование дальше построено неправильным образом. Стандартизация самих продуктов случилась на европейском рынке, и это, скорее всего, тот путь, который российскому рынку тоже предстоит пройти.

**Кирилл Пестов.** Спасибо. Алексей, ВТБ что скажет насчет продаж и стандартов продаж?

**Алексей Качалов.** Очень правильно создать правильную среду продаж. Сам

паспорт, предъявленный клиенту, не решит проблему. Очень важно, чтобы каждый менеджер по продажам, вне зависимости от сегмента, мог донести клиенту все риски продукта, с какими он может столкнуться, и профиль выплат.

Также мы считаем, что раскрытие информации по продукту все же остается на самих участниках, как лучшая практика (best practice). Мы, например, полностью раскрываем все риски продукта также и в маркетинговых материалах. Это тоже нужно делать, потому что для клиента паспорт документа может выглядеть просто как лишняя бумага, которую он не хочет



читать. Не думаю, что каждый клиент прочитывает договор, покупая автостраховку и так далее.

Best practice — это создание корректной и правильной среды продаж, особенно когда имеется большая сеть продаж. Надо все учитывать в маркетинговых материалах при подаче клиенту и правильно с ним коммуницировать. У потенциального продукта может быть много источников раскрытия информации: в проспекте эмиссии, в резюме и так далее тоже будут отражаться все важные факторы. Прежде всего, надо начать с культуры и практики продаж, а потом уже идти к стандартизированным документам.

**Кирилл Пестов.** Спасибо. Константин, у вас какая специфика работы по продажам?

**Константин Чернов.** Я хотел бы отметить, что мы придерживаемся тех принципов, которые были отмечены Кириллом. Исходим из наиболее консервативной позиции как при маркетинге структурных инструментов, так и при их выборе.

Хотел бы поддержать коллегу из Сбербанка и призвать все сообщество принять активное участие в работе по стандартизации как процесса продаж, так и инструментов. Потому что Центральный банк совершенно четко заявляет: либо профсообщество стандартизирует себя само, либо регулятор напишет вам 526 страниц подробной инструкции, которая будет походить на процесс размещения структурных облигаций, как мне представляется.

**Кирилл Пестов.** Кстати, в дополнение к твоим словам, хочу сказать, что в рамках как раз рабочей группы при НАУФОР мы справочно для Банка России готовили документ, который описывает стандартные продукты. Это тоже важная работа, которую мы планируем продолжать.

Артем, сталкивались ли вы с какими-то проблемами, жалобами? Какие типовые претензии могут возникнуть у клиента, купившего структурный продукт?

**Артем Карлов.** Безусловно, с жалобами сталкивались, так или иначе, все участники рынка. Мы провели определенную работу, и, по крайней мере, в последнее время жалоб на то, как продукты продавались или что клиент получает неожиданный инвестиционный результат, видим все меньше и меньше. В основном ожидания клиентов чаще всего не оправдываются в части перформанса тех активов, которые встроены в продукт, а не в отношении того, как продукт отображает этот перформанс базовых активов. Но мы делаем все для того, чтобы максимально раскрыть клиентам информацию о продукте еще на этапе презентации. В частности, с начала этого года мы, например, в своих презентационных материалах используем шкалу оценки риска, которые используют европейские эмитенты, мы ее делаем по той же самой методологии. И стараемся показать клиентам уже на этапе продажи, насколько рискованным является тот или иной продукт.

Что касается постпродажного сопровождения, то мы просто открываем клиенту все первичные документы, связанные с выпуском инструмента. Собственно, вот и все.

**Кирилл Пестов.** Спасибо. У меня немножко, может быть, каверзный вопрос. Кто-то из коллег хочет ли поделиться теми граблями, на которые вы наступили в предыдущем опыте. С тем, чтобы, может быть, участники сегодняшней конференции тоже понимали, с какими проблемами могут столкнуться. Я имею в виду, именно при продаже. Может быть, не обязательно был мисселинг, а именно вот недопонимание. У ваших организаций

имеется достаточно обширная практика продаж, и вы уже большинство моментов, наверное, отработали. Может быть, какие-то истории из жизни, которых можно было избежать, если вы бы знали о них заранее?

**Алексей Китаев.** Если не вдаваться в детали, то самое важное, о чем нужно помнить — это надо не бросать клиента сразу же после того, как подписан договор о продаже инструмента. На то, чтобы достаточно часто и достаточно качественно информировать клиента о том, что происходит с его портфелем, можно потратить, наверное, бесконечное количество денег и ресурсов. Но, не сделав этого, скорее всего, в какой-то момент любая организация поймет, что процент удержания клиентов после экспирации продукта неуклонно падает. Это те траты, которые действительно оправданы.

**Кирилл Пестов.** Спасибо большое. Наверное, завершающий вопрос хочу задать. Может, сейчас начнем с Артема, с обратной стороны пойдём. Вот, если немножко заглянуть в будущее, то как участники рынка вообще видят роль структурных продуктов среди других финансовых инструментов? Какая, может быть, целевая доля этих инструментов в портфелях клиентов? Какая правильная пропорция, на что имеет смысл обратить внимание? Артем, с тебя начнем.

**Артем Карлов.** Здесь я не буду фантазировать. Надо смотреть на опыт развития этого рынка в Европе. Не думаю, что у нас будет свой особый путь, думаю, мы, так или иначе, повторим ту эволюцию, которую прошел европейский рынок. Надеюсь, что при этом нам удастся избежать каких-то граблей, на которые наступали наши западные коллеги.

Но, в общем и целом, думаю, что со временем клиенты будут приходить к тому, что все-таки лучший продукт —



это более консервативный продукт. То, что, как мы наблюдаем, произошло в Европе. Прекратится гонка за какими-то фантастическими двузначными доходностями, которые были на начальном этапе, и постепенно клиенты найдут некий баланс между доходностью и риском, который они готовы брать на себя в этих продуктах.

**Кирилл Пестов.** Спасибо. Константин. **Константин Чернов.** Трудно определить долю, потому что интерес сильно зависит от конкретных инвесторов. Опять же, у наших состоятельных клиентов интерес сильно варьируется: грубо говоря, у половины клиентов интереса ноль,

а у второй половины доля структурных продуктов в портфеле — до 25%. Как-то так, грубо.

**Кирилл Пестов.** Отличный комментарий. Будем реалистами, да? Алексей, что скажешь?

**Алексей Качалов.** В целом по структурным продуктам мы явно будем наблюдать на рынке устойчивый спрос, потому что в ближайшие годы ожидается, что доходности будут продолжать снижаться. Это первый фактор.

Второе — все же мы видим расширение клиентской базы. Понимание клиентами устройства сложных продуктов — это тоже фактор, который

существенно повышает спрос. В принципе, мы можем повторить темпы роста европейского рынка (если говорить в процентах, разумеется, а не в деньгах) и видим в этом большой потенциал.

А вопрос, в какой портфель встраивать структурные продукты и так далее, очень широкий. Считаем, что структурный продукт может быть встроен в любой инвестиционный портфель, в зависимости от риск-профиля клиента. Потому что, если дистрибьютор заботится о своих клиентах, то он предлагает широкую продуктовую линейку, в которой нахо-

дят место структурные продукты для любого риск-профиля.

Но все же, не скажу ничего нового, мы находимся на поздней фазе экономического цикла, поэтому доля защитных продуктов, в частности, в нашей продуктовой линейке как раз возрастает. То есть мы смотрим на рынок позитивно, но считаем, что нужно смещаться в более консервативную сторону.

**Кирилл Пестов.** Спасибо. Алексей, что в Сбербанке? Все-таки у вас достаточно консервативная клиентская база в основной массе.

**Алексей Китаев.** Действительно, мало что можно добавить к комментарию Алексея Качалова. Мне кажется, в любом портфеле место для структурного продукта найдется. Структурный продукт — это просто оболочка, а экономическое его содержание, профиль, отношение риска и доходности может настраиваться в очень широких пределах. Именно в этом и прелесть структурных продуктов, что если дистрибьютор занимается анализом клиентского портфеля, понимает риск-аппетит своих клиентов, понимает их потребности, то он всегда сможет найти дополнение к тем стандартным инструментам (к депозитам, к облигациям и портфелям акций), которые уже у них есть, и которые позволят улучшить перформанс портфеля в целом.

**Кирилл Пестов.** Понятно. Спасибо. Ну, вот мы услышали мнения участников рынка. Я хотел бы, наверное, последний вопрос задать Кириллу Звереву как представителю уважаемой СРО. Кирилл, вот, на твой взгляд, какие наиболее перспективные направления с точки зрения именно развития рынка структурных продуктов (может быть, в частности, структурных облигаций) ты видишь? какую работу в ближайшие годы надо будет проделать, на чем сделать акцент?

**Кирилл Зверев.** Очень широкий вопрос, как мне кажется, подводящий черту под всей сегодняшней конференцией. То, что нужно развивать рынок структурных облигаций, на мой взгляд, очевидно. Действительно сейчас готово законодательство для их выпуска, осталось подготовить нормативные акты Банка России с тем, чтобы попробовать оценить, насколько это интересно, насколько это экономически выгодно. Естественно, учитывая все факторы, о которых коллеги говорили, которые препятствуют выпуску этих облигаций.

Возможно, стоит задуматься над какими-то видами налогового стимулирования выпуска структурных облигаций в России. Но, опять же, это вопрос для обсуждения с министерством финансов.

Я думаю, что в ближайший год будет внесено изменение в федеральный закон о рынке ценных бумаг, который предоставит судебную защиту производным финансовым инструментам с участием физических лиц в том случае, если другой стороной этого ПФИ является профучастник.

Сейчас такие изменения разрабатываются, они пока не опубликованы и обсуждаются внутри рабочих групп. Но, скорее всего, в течение года они уже будут внесены в законодательство. И тогда в России возможен расцвет структурных нот, не являющихся ценной бумагой.

В целом, мне кажется, что в принципе, оболочка (независимо от того, является ли она ценной бумагой, либо производным финансовым инструментом) позволяет совместить, как коллеги верно заметили, любые соотношения доходности и риска. Получив разнообразие таких инструментов, инвесторы, на мой взгляд, смогли бы полностью удовлетворить свой спрос. Поэтому, в принципе, структурные продукты будут

развиваться. А вот в какой конкретно форме их развитие будет идти более активно: больше ли будет структурных облигаций, либо структурных нот — посмотрим.

**Кирилл Пестов.** Спасибо большое. У нас остается несколько минут. Я думаю, если есть вопросы зала, то мы можем на них ответить.

**Из зала.** Всем добрый день.

Представим себе такую ситуацию, что у нас есть не только конференция «Структурные продукты», но и собственно структурные продукты на рынке, и, кроме этого, еще есть совершенно замечательные к ним паспорта, и в паспорте написано — каковы тотальные издержки инвестора по этому продукту. Приведена цифра. Вот мы на прошлой панели слышали оценки — там говорилось, что до 7%, есть европейские исследования — там говорится, что 4,5%. Как вы думаете, когда этот рынок уже разовьется, сколько эта красная цифра примерно будет составлять? Понятно, что все продукты разные, но ваша средняя оценка. Спасибо большое.

**Кирилл Пестов.** Алексей, твое представление?

**Алексей Китаев.** Мы уже на примере ИСЖ многое увидели — и цифру издержек, и результат демонстрации этой цифры. Безусловно, о тех 2-3-4% годовых, которые закладывались в инвестиционное страхование жизни, в будущем говорить не приходится.

Структура рынка (которая сложилась тогда и сейчас находится, наверное, на излете своего существования) такая: когда маржа по структурному продукту в упаковке страхового полиса делится минимум на троих: на иностранного эмитента, на брокера, который перепродает этот продукт в России, и на страховщика. Еще иногда сюда добавляется агент, который продает эту страховку, итого полу-

чается на четверых. Так вот, эти времена должны пройти. Потому что, не лишив клиента вообще каких-либо шансов на доходность, накормить четверых достаточно жадных профучастников сложно.

Когда мы дойдем до ситуации, в которой есть производитель и максимум один дистрибьютор, тогда мы увидим цифры гораздо более близкие к европейским: это 1% годовых на ожидаемый срок жизни продукта.

**Кирилл Пестов.** Коллеги, еще какие-то мнения будут по поводу ставок? Артем, твое видение?

**Артем Карлов.** Полностью согласен с Алексеем. С моей точки зрения, продукт, в котором заложено больше 1–1,5% годовых на ожидаемый срок жизни — это абсолютное зло. Поэтому, повторюсь, мы повторяем эволюцию европейского рынка и придем (рано или поздно) к цивилизованным цифрам.

**Кирилл Пестов.** Владимир, мне кажется, что размер комиссии в процентах — это отчасти функция от объема рынка. Чем больше будет рынок, тем с меньшей маржинальностью готовы будут работать участники, они будут просто зарабатывать на объеме. Поэтому в наших общих интересах — и провайдеров продукта, и потребителей продукта — чтобы этот рынок рос: это будет снижать удельные издержки. Вот такой ответ, наверное.

**Кирилл Пестов.** Коллеги, еще вопрос? **Даниил (Компания «БКС»).** Вопрос связан с паспортом продукта, с проектом, который опубликован на сайте НАУФОР, а именно с паспортом продукта форвардного контракта, ну и в связи с этим опционного контракта.

В данном паспорте сформулирован некий перечень обстоятельств, о котором необходимо предупредить клиента. Одним из таких обстоятельств является предупреждение об отсутствии судебной защиты, о чем уже

сказал Кирилл Витальевич. Но вопрос связан со следующим. Данное обстоятельство, на мой взгляд, не связано с теми контрактами, которые заключаются по брокерской схеме (когда брокер выступает комиссионером). В таком случае сторонами контракта являются брокер (профессиональный участник рынка ценных бумаг) и любое другое лицо. Клиент не имеет отношения к данному контракту, и у него нет требований по нему. У него есть требования по договору на брокерское обслуживание.

В связи с этим получается следующее. Внутри данного контракта оба требования подлежат судебной защите. Требования клиента в рамках договора на брокерское обслуживание подлежат судебной защите. Вопрос такой. Правильно ли я понимаю, что данный перечень обстоятельств, который сформулирован в паспорте продукта, является лишь ориентиром? и профессиональный участник рынка ценных бумаг может не указывать то или иное обстоятельство в паспорте, если оно не актуально для него? Спасибо.

**Кирилл Зверев.** Да, действительно, это не является жестко заданной формой, и о рисках надо предупреждать тогда, когда эти риски есть. Если какое-то обстоятельство не несет в себе риска, о нем предупреждать не надо.

Но я хотел бы обратить внимание, что стандарт будет регламентировать только процедуру продаж финансовых продуктов клиентам. Те сделки, которые клиент в рамках брокерского обслуживания совершает самостоятельно, этим стандартом не регулируются; и не будет установлено требование на обязательное предоставление клиенту КИДов по этим сделкам.

Но если кто-то будет целенаправленно предлагать широкому кругу лиц заключение опционов (с собой ли, с дру-

гим контрагентом ли), то да, — это будет продажа опционов. Соответственно тогда сделка попадет под действие стандарта. Сейчас я, честно скажу, не знаю, чтобы кто-то предлагал именно опцион отдельно без структурного продукта. Но если это случится, то попадет под действие стандарта.

**Кирилл Пестов.** Коллеги, вопросы еще будут? Если нет, то я хочу поблагодарить участников сегодняшней дискуссии.

Спасибо большое за участие. Всем хорошего дня. ■