

«УТВЕРЖДАЮ»

Проректор по научной работе  
Санкт-Петербургского  
государственного университета,  
профессор С.П. Туник



«05» 12 2014 г.

### ОТЗЫВ

**ведущей организации на диссертацию Игнатюка Александра Сергеевича на тему: «Развитие структурированных инвестиционных продуктов на российском рынке ценных бумаг», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит**

*Актуальность темы исследования.* Диссертация Игнатюка А.С. посвящена актуальным проблемам развития сегмента структурированных инвестиционных продуктов на российском рынке ценных бумаг.

Российский рынок ценных бумаг в настоящее время находится в достаточно сложном положении, связанным с существенным снижением объемов эмиссии рыночных инструментов, сокращением оборотов биржевыми ценными бумагами, заморозкой деятельности целым рядом зарубежных и российских институциональных инвесторов. С одной стороны, Правительством России в партнерстве с крупнейшими финансовыми институтами сформированы инфраструктурные, правовые и материальные основы для формирования нового мирового финансового центра на территории России. Одной из важнейших особенностей данного финансового центра должно было стать существенное расширение локального рынка ценных бумаг как в качественном так и в

количественном отношении. Поиск новых защищенных форм внутреннего инвестирования приобрел наибольшую актуальность после активизации политики борьбы с теневым экспортом капитала, проводимой Банком России.

Появившиеся на российском фондовом рынке в середине первого десятилетия XXI века структурированные инвестиционные продукты смогли занять свою нишу в 2008 – 2009 гг., а к 2013-2014 гг. вырасти и составить полноценный сегмент фондового рынка. Тем не менее, с практической точки зрения, данный сегмент имеет ряд существенных нерешенных проблем, препятствующих его развитию и переходу в зрелую стадию, а с теоретической – вопросы функционирования и перспектив структурированных инвестиционных продуктов на российском фондовом рынке изучены недостаточно.

Таким образом, многообразие, сложность и значимость решения теоретических и практических задач в области развития структурированных инвестиционных продуктов на российском рынке ценных бумаг обусловили актуальность выбранной темы исследования Игнатюка Александра Сергеевича.

*Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.* Первая глава диссертации посвящена теоретико-методологическим аспектам структурированных инвестиционных продуктов на российском рынке ценных бумаг (С.14 - 48), представлены различные подходы к определению исследуемого понятия, сделан вывод об отсутствии единого понимания исследуемого термина в экономической литературе, на основе изучения различных точек зрения ученых-экономистов к интерпретации сущности данного явления, предложено собственное определение структурированного инвестиционного продукта (С. 26).

Проведен анализ целей и задач структурированных инвестиционных продуктов, предложена трехмерная классификация базовых и специфических целей и задач формирования структурированных инвестиционных продуктов как с точки зрения инвестора, так и с точки зрения эмитента (С. 38); представлен взгляд на риски инвестирования в структурированные инвестиционные продукты (С. 46), обоснован вывод о необходимости детальной проработки механизма защиты прав инвесторов в структурированные инвестиционные продукты.

Во второй главе автор проводит анализ функционирования сегмента структурированных инвестиционных продуктов в России и за рубежом, определяет основные направления и проблемы развития данного сегмента: выявляет основные этапы формирования рынка структурированных инвестиционных продуктов мирового и российского рынка (С. 49-81, 61-63). Делается вывод о том, что используемые в России инструменты, называемые структурированными продуктами, не являются ими в рамках определений и формулировок, введенных автором (С. 76). На основании чего проводится комплексный анализ существующих в России переходных к структурированным инвестиционным продуктам форм, обосновываются необходимые критерии их трансформации в полноценные структурированные инвестиционные продукты (С. 77).

Проведенное исследование позволило в третьей главе диссертации предложить алгоритм по созданию структурированных инвестиционных продуктов для российского рынка ценных бумаг (С. 84), учитывающий недостатки существующих продуктов и являющийся универсальным для данного сегмента. Предложенная методика учитывает возможности альтернативного применения способов структурирования активов (С. 100 - 109) при построении структурированного инвестиционного продукта, обобщает и дополняет их.

Четвертая глава (С.110 - 140) представляет собой попытку апробировать методические рекомендации по построению структурированных инвестиционных продуктов на практике. В данной части диссертации автором разработан структурированный инвестиционный продукт «Миллион» (С. 136), нацеленный на наиболее оптимальное удовлетворение интересов типичного для российского рынка ценных бумаг инвестора. В том числе описывается потенциальный рынок распространения данного структурированного инвестиционного продукта, предлагается пример маркетинговой документации, сопровождающей его выпуск.

*Достоверность и новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.* Теоретическая значимость исследования состоит в расширении и углублении научного представления о теории, концептуальных положениях и методологии структурированных инвестиционных продуктов в России. Его результаты позволяют выстроить теоретическую и методологическую базу для дальнейших исследований по проблеме развития структурированных инвестиционных продуктов. Отдельные теоретико-методологические и методические положения исследования целесообразно использовать как учебно-методический материал по дисциплинам «Финансовые рынки», «Управление финансовыми рисками» и др., а также в процессе переподготовки и повышения квалификации работников финансовой сферы.

Практическая значимость исследования заключается в разработке и применении конкретного подхода к построению инвестиционного продукта, учитывающего недостатки существующих в России структурированных инструментов, а также рекомендаций, создающих методическую и практическую основу для развития сегмента

структурированных инвестиционных продуктов на российском рынке ценных бумаг.

Фундаментальные положения и прикладные результаты исследования могут использоваться в практической деятельности инвестиционных компаний, банков и иных профессиональных участников рынка ценных бумаг.

*Замечания по диссертации.* Наряду с несомненными достоинствами диссертации Игнатюка А.С., можно высказать и определенные замечания.

1. Вводя авторское определение структурированного инвестиционного продукта (стр. 26), диссертант указывает, что продукт формируется для «решения задач, выполнение которых невозможно за счет использования простых финансовых инструментов». Вместе с тем, как показано на стр. 38 (таблица 1.1), задачи, решаемые структурированными продуктами, являются вполне традиционными, решаемыми в большинстве случаев простыми финансовыми инструментами или их портфелями, например, в рамках доверительного управления. Более того, предлагаемый автором продукт «Миллион» (глава 4), конструируется из вполне простых инструментов (облигации и опционы), т.е. поставленные задачи решаются как раз за счет использования простых инструментов. Отметим также, что предложенное автором определение с нашей точки зрения чересчур многословно, что затрудняет его восприятие.

2. В диссертационной работе автор принимает за основу классификатор Швейцарской Ассоциации Структурированных Продуктов (SSPA), указывая на то, что «Данная классификация обобщает большинство европейских структурированных продуктов ... Также стоит отметить, что рассмотренная классификация также применяется Ассоциацией структурированных продуктов Великобритании, а также Европейской ассоциацией структурированных продуктов» (С. 27). С нашей точки



зрения, при исследовании российского рынка структурированных инвестиционных продуктов (пп. 2.1, 2.3), а также при формировании примера продукта для российского рынка (гл. 4), было бы разумным описывать существующие на рынке, а также предлагаемые автором, продукты с точки зрения именно этой классификации.

3. Рассматривая воздействие риска ликвидности на структурированный инвестиционный продукт, автор приводит пример американского банка, «который в 2008 г. снимал заявки маркет-мейкера по своим продуктам в периоды высокой волатильности рынков» (С. 44). На наш взгляд, более логично было бы рассмотреть воздействие риска ликвидности на российские структурированные инвестиционные продукты и привести примеры, связанные с российской практикой.

4. На стр. 39-49, анализируя кредитный риск структурированных продуктов, автор указывает, что они «являются необеспеченными долговыми обязательствами». Вместе с тем, как минимум продукты с гарантией возврата капитала нельзя называть необеспеченными, так как основная сумма инвестиции вкладывается в безрисковый актив, который и обеспечивает возврат суммы долга. В этом смысле, наоборот, можно считать, что у таких продуктов отсутствует кредитный риск (в силу безрисковости основной суммы инвестиции).

5. На стр.42 автор пишет «рыночный риск или доходность структурированного инвестиционного продукта...», по сути, ставя знак равенства между этими двумя понятиями. Требуется пояснения, что же понимается под рыночным риском и каким образом он соотносится с доходностью продукта.

6. Анализируя инструментарий, применяемый при отборе базового актива структурированного инвестиционного продукта, автор приводит описание классических коэффициентов, применяемых при сопоставлении аналогичных активов, таких как коэффициент Шарпа, коэффициент

Тейнора (С. 88-93). Далее автор обращается к специфическим методикам, применяемым в структурированных инвестиционных продуктах. Тем не менее, подробное рассмотрение хрестоматийных коэффициентов, характерных для анализа любых инвестиционных продуктов и их портфелей не интересно с научной точки зрения и затрудняет восприятие оригинального авторского материала.

7. На стр. 106, Рис. 3.12 предложена схема организации метода структурирования активов ОВР (option based protection). Одной из составляющих применения данного метода является передача функции управления структурированным инвестиционным продуктом финансовому посреднику, однако сами методы управления структурированным инвестиционным продуктом в работе не рассматривались.

8. В пункте 4.3, рассчитывая характеристики предлагаемого продукта «Миллион», автор оценивает стоимость опциона колл на сформированный портфель активов исходя из формулы Блэка-Шоулза (стр. 134), используя для расчета волатильность этого портфеля. Вместе с тем, фактически, для формирования продукта будет необходимо приобретать отдельные опционы, у каждого из которых стоимость будет определена исходя из волатильности собственного базового актива. Другими словами, автор оценивает теоретическую стоимость опциона на диверсифицированный портфель активов (т.е. с пониженной волатильностью), в то время как необходимо использовать портфель опционов на отдельные активы. Очевидно, что опцион на портфель активов, не то же самое, что портфель опционов на различные активы (хотя бы и те же самые). Портфель опционов будет стоит дороже, так как в нем не учитывается диверсификация рисков по отдельным активам. Таким образом, представляется, что методика, предложенная автором (гл. 3), а также пример продукта, требуют доработки.

9. При изучении российской практики рынка структурированных инвестиционных продуктов (пп. 2.1, 2.3.), автор большое внимание уделяет вопросам юридической формы их выпуска. Вместе с тем, этот момент практически не раскрыт в главе 4, где идет речь о создании продукта для российского рынка. Вместе с тем, на стр.118 указывается, что «с точки зрения юридического оформления, мы будем вынуждены обратиться к такой переходной форме ... как ... продукт, выпущенный в виде внебиржевого договора с плавающей ставкой либо внебиржевого опциона..». Требуется пояснить, что собой представляют данные юридические формы, какими нормативно-правовыми актами они установлены и регулируются. В целом, как правильно отмечает автор ранее (п.2.3) без юридической ясности в вопросах оформления сделок с продуктами их распространение будет сильно ограничено. Однако, необходимость принятия отдельного законодательного акта, регулирующего данные отношения (стр. 78-79), также вызывает сомнения и не соотносится с мировой практикой.

Указанные замечания не снижают научной и практической значимости результатов исследования Игнатюка Александра Сергеевича.

**Заключение по диссертации.** В целом диссертация Игнатюка Александра Сергеевича представляет собой законченную научно-квалификационную работу, в которой решена задача развития структурированных инвестиционных продуктов на российском рынке ценных бумаг. Диссертация является законченным исследовательским трудом, посвященным актуальной теме, выполненным автором самостоятельно на достаточно высоком уровне и имеющим несомненно научную и практическую ценность. Ряд предложений автора используются в практической деятельности инвестиционных компаний, что подтверждено соответствующими актами о внедрении.

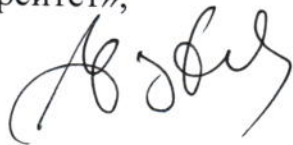


Автореферат и публикации соискателя в полной степени отражают её наиболее существенные положения, выводы и рекомендации. Стиль изложения в целом чёткий и ясный. Диссертация оформлена в соответствии с требованиями ВАК.

Отмеченное выше позволяет сделать вывод о том, что диссертация Игнатюка А.С. по своему теоретическому уровню, научной новизне и практическому значению удовлетворяет требованиям п. 9 «Положения о присуждении ученых степеней», утвержденного постановлением Правительства от 24 сентября 2013г. №842, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата наук. Ее автор, Игнатюк Александр Сергеевич, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Отзыв подготовлен доцентом кафедры теории кредита и финансового менеджмента СПбГУ, к.э.н. Дарушиным И.А. и профессором кафедры теории кредита и финансового менеджмента СПбГУ, д.э.н. Вороновой Н.С., обсужден и одобрен на заседании кафедры теории кредита и финансового менеджмента «19» ноября 2014 г. (протокол № 7).

Заведующий кафедрой  
теории кредита и финансового менеджмента  
ФГБОУ ВПО «Санкт-Петербургский  
государственный университет»,  
д.э.н., профессор



Иванов Виктор Владимирович

Контактные данные:

Адрес: 191123, Санкт-Петербург, ул. Чайковского, д. 62, ауд. 212.

Тел.: (812) 272-7821 Факс: (812) 273-4050

E-mail: v.ivanov@spbu.ru

