

ІННОВАЦІЇ. ІНВЕСТИЦІЇ. КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНІСТЬ

INNOVATIONS. INVESTMENTS. COMPETITIVENESS

УДК 336.12.23

ДЕФИНИЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ КАТЕГОРИИ «СТРУКТУРИРОВАННЫЙ ФИНАНСОВЫЙ ПРОДУКТ»

Ю.А. Анисимова, к.э.н., доцент

Тольяттинский государственный университет, Тольятти, Российская Федерация

Анісімова Ю.А. Дефініції економічної категорії «структурований фінансовий продукт».

У статті розглянуто підходи, що визначають економічну категорію «фінансовий продукт». Аналіз російських і зарубіжних джерел дозволив уточнити поняття «структурований фінансовий продукт».

Ключові слова: похідний фінансовий інструмент, структурований фінансовий продукт, ризики, хеджування

Анисимова Ю.А. Дефиниции экономической категории «структурированный финансовый продукт».

В статье рассмотрены подходы, определяющие экономическую категорию «финансовый продукт». Анализ российских и зарубежных источников позволил уточнить понятие «структурированный финансовый продукт».

Ключевые слова: производный финансовый инструмент, структурированный финансовый продукт, риски, хеджирование

Anisimova I.A. Definitions of economic category of «the structured finance product».

In the article the approaches that define the economic category of «financial product». Analysis of Russian and foreign sources allowed specifying the concept of «structured finance product».

Keywords: derivative, structured financial products, risks, hedging

В зарубежных странах имеет место практика применения финансовых продуктов с целью хеджирования финансовых рисков на товарных и фондовых рынках. Участники российских рынков в настоящее время применяют традиционные схемы выполнения финансовых обязательств, которые не позволяют в полной мере перераспределить риски. В настоящее время активное развитие новых форм финансовых отношений способствует расширению сферы применения финансовых продуктов. Основу таких отношений составляют структурированные финансовые продукты, позволяющие распределить риски и снизить долговые обязательства. Однако в современной экономической литературе нет четкого деления между производными финансовыми инструментами и структурированными финансовыми продуктами.

Анализ последних исследований и публикаций

В настоящее время вопросы формирования и использования продуктов финансового инжиниринга, а также их возможных комбинаций рассмотрены в трудах отечественных авторов – А.А. Аюпова [1], А.Н. Буренина [3, 4], В.А. Галанова [5], О.Н. Руденка [13], Я.М. Миркина [11] и др. Исследования, проводимые в работах отечественных ученых, позволяют рассматривать финансовые продукты комплексно как составляющий элемент финансового инжиниринга.

В зарубежной литературе сформировалось направление, в котором применение структурированных финансовых продуктов рассматривается для хеджирования рисков. Можно выделить работы Дж. Синки [14], Роберт И. Уэлл, Дж. Доунса [8], Дж. Хала [16], Робертом Кнопом [17], Фрэнк Дж. Фабоцци [18] и др.

В отечественной экономической литературе структурированные финансовые продукты как объект исследования нашли свое отражение в незначительном числе работ, поскольку применение подобных инструментов имеет определенное

ограничение. Авторами в этой области являются Р.М. Байгулов [2], М.Ю. Глухов [6, 7], Н.Л. Полтораднева [12] и др.

Формирование цели исследования

Выбор направления и цели исследовательской работы обусловлены отсутствием целостного подхода, в котором комплексно рассматривались бы и решались проблемы формирования и развития структурированных финансовых продуктов на товарных рынках. Возникает необходимость определения и уточнения экономической категории «структурированный финансовый продукт» и систематизации классификации продуктов, опираясь на труды российских и зарубежных ученых.

Изложение основного материала

Значение финансового инжиниринга заключается в формировании эффективных инструментов, которые могут быть использованы участниками для перераспределения рисков, денежных потоков

и информации в соответствии с потребностями и изменениями конъюнктуры рынка.

Прежде всего, необходимо провести различия между понятиями производные финансовые инструменты и структурированные финансовые продукты.

Производный финансовый инструмент в наиболее общем своем представлении есть срочное рыночное соглашение. Срочность как свойство договорных отношений означает наличие разрыва между временем возникновения обязательства и временем его исполнения. Соответственно, такой договор предполагает мгновенность исполнения финансового обязательства. Как правило, в практике рыночных отношений требование мгновенности является трудно выполнимым в силу объективных причин, связанных с условиями доставки и расчетами. Основные подходы к определению производности финансового инструмента представлены на рис. 1.



Рис. 1. Классификация производности финансового инструмента

На рис. 1 выделено пять подходов, которые дают различное толкование производности. Рассмотрим более подробно определение производности с точки зрения представленных подходов.

1) Понимание производности как зависимости цены дериватива от цены базисного актива.

Такой подход считается наиболее основополагающим в силу приверженности его к международным финансовым организациям. Приведем примеры некоторых из них:

- Базельский комитет по банковскому надзору определяет дериватив как «финансовый контракт, стоимость которого зависит от цен одного или нескольких базисных активов или показателей/индексов»;
- Группа международного исследования деривативов дает следующее определение: «Сделка с деривативами есть двухсторонний контракт или соглашение об обмене платежами, чья стоимость является производной, как это

отражено в самом термине, из стоимости базисного актива или базисной процентной ставки или индекса»;

— в Международных стандартах финансовой отчетности в качестве определяющего признака выделяется производность цен.

Ведущие экономисты в области фондового рынка рассматривают ценовой подход в качестве базового. Так, Дж. Синки определяет деривативы как «контракты, стоимость которых производна от базового актива – товара, процентной ставки, акции или облигации» [14]. Роберт И. Уэлл говорит о том, что термин «дериватив», прежде всего, отражает производность стоимости инструмента от цен базисных активов, в качестве которых могут выступать акции, облигации, валюта или товары. Финансово-инвестиционный словарь Дж. Дунса и Дж. Гудмана дает понятие дериватива как «контракт, чья стоимость базируется на цене лежащего в его основе финансового инструмента, величине индекса или стоимости каких-либо других инвестиционных инструментов» [8].

Однако у Дж. Хала ценовой подход претерпевает серьезную модификацию. Цена дериватива ставится в зависимость от фактически неограниченного числа переменных, которые не все по своей природе являются стоимостными величинами [16].

2) Подход, определяющий производность через зависимость эффектов: эффект срочной сделки от эффекта операций с активом на наличном рынке.

Так, Кристофер Л. Кал определяет дериватив как финансовый инструмент, выплаты по которому основаны на эффективности некоторого базисного актива, процентной ставке или индексе. В то же время, Франческа Тейлор определяет производный финансовый инструмент как инструмент, выплаты по которому базируются или производны от цены базисного актива. Похожее по смыслу определение приводит А.А. Суетин: «Дериватив – это финансовый контракт, от исполнения которого результат в течение определенного периода времени будет находиться в зависимости от эффективности операций с активами, изменений процентных ставок, валютных курсов и индексов» [15].

3) Подход, определяющий дериватив как комплексный рыночный инструмент.

Рассмотренные выше подходы можно охарактеризовать как экономические. Однако есть и правовой аспект данных соглашений. В соответствии с определением, предложенным Р.У. Колбом, деривативы представляют собой «финансовые инструменты, в основе которых лежат другие, более простые, финансовые инструменты – как правило, те, которые обращаются на первичном рынке, например облигации или акции» [9].

Придерживаясь указанной позиции, российский ученый В.А. Галанов предлагает развернутое представление дериватива, сочетающее в себе несколько определений с разной степенью обоб-

щения, из которых наиболее иллюстрированными являются следующие: «Производные финансовые инструменты – это инструменты рынка, основывающиеся на современных деньгах, ценных бумагах и контрактах и рыночных механизмах, целенаправленно сконструированные для его участников и использующие различия в ценах, ставках и курсах реальных активов во времени и пространстве, минуя операции с самими активами», а также «инструмент, который создает права и обязательства относительно заключения и исполнения исходного договора» [5].

4) Дериватив как инструмент зависимости от цен и договорной комплексности.

Многие российские финансисты придерживаются подхода, в котором финансовый инструмент как производный одновременно рассматривается с позиции экономического и правового содержания. Так, например, А.Н. Буренин разделяет понятия «срочный контракт» и «производный актив». Понятие «производный актив» несколько шире понятия «срочный контракт». Производный актив характеризуется как актив, цена которого зависит от базисного. Тогда как «срочный контракт возникает на основе базисного актива. Поэтому его также называют производным активом...» [3].

5) Дериватив как инструмент срочности и производности.

Такой подход представлен в монографии А.Б. Фельдмана «Производные финансовые и товарные инструменты». Определение категории срочности сводится к выделению двух групп сделок. В первую группу входят сделки, исполняемые в течение двух дней со дня заключения, а во вторую – сделки, исполнение которых откладывается на более долгий срок. Таким образом, производность «основана на движении (изменении во времени) уровня (рентабельности) и массы дохода (прибыли, маржи) при текущих и будущих денежных вложениях (денежных потоках) в непосредственной и опосредованной зависимости от движения (изменения) доходов или иных, других видов, типов, способов денежных вложений (денежных потоков)» [10].

В представленном многообразии определений единой составляющей является то, что производность понимается как зависимость от величин, имеющих отношение к срочным соглашениям.

Рассмотрим основные виды производных финансовых инструментов, которые используются для снижения финансовых рисков на рынках электроэнергии. Особенностью применения деривативов на оптовом рынке электроэнергии является определение базисного актива. Объектом на рынке электроэнергии выступает специфический актив – обязательства на продажу-покупку электроэнергии. Помимо базисного актива, для любого дериватива определяются объем контракта, дата исполнения (дата реальной поставки актива) и цена исполнения (цена поставки актива).

Форвардные контракты основаны на соглашении между двумя сторонами о поставке электри-

ческой энергии в определенное время и по согласованной цене [1]. Являясь внебиржевыми инструментами, они заключаются в произвольной форме и не могут переуступаться третьей стороне.

Под фьючерсными контрактами понимается соглашение, предусматривающее обязательства каждой из сторон договора периодически уплачивать денежные суммы в зависимости от изменения цены базового актива [1]. Фьючерсный контракт может также предусматривать обязанность стороны передать другой стороне товар, являющийся базовым активом, в том числе путем заключения сторонами фьючерсного контракта договора поставки товара.

Опционные контракты представляют собой соглашения, по которым одна из сторон продает опцион (право на приобретение товара) за денежную премию, а другая сторона получает право либо на покупку товара по фиксированной цене, либо на продажу этого права третьему лицу [1].

Опцион колл (*call option*) – право, но не обязательство купить товар, ценную бумагу, контракт, индекс по определенной цене в течение определенного промежутка времени. Это обеспечивает защиту от негативных последствий, связанных с ростом рынка. При заключении опциона колл покупатель выплачивает продавцу установленную премию.

Опцион пут (*put option*) – право, но не обязательство продать товар, ценную бумагу, контракт, индекс по определенной цене в течение определенного промежутка времени [4]. Данный финансовый инструмент обеспечивает защиту от негативных последствий, связанных с падением рынка. При заключении контракта покупатель выплачивает продавцу установленную премию.

Еще одним видом производных финансовых инструментов являются своп-контракты. Они – универсальный инструмент срочного рынка и представляют собой обменную операцию, в которой заключенные сделки купли-продажи базового актива сопровождаются заключением контрделки [3]. Соответственно, любые сделки, основанные на разнонаправленности потоков, относятся к свопам. Сделки заключаются без поставки базового актива, что характеризует своп как финансовый инструмент.

Каждый вид производных финансовых инструментов имеет свои особенности, но вместе с тем у всех есть общие характеристики, которые их объединяют. Прежде всего, в основе любого производного инструмента всегда лежит базисный актив, под которым понимают предмет срочной сделки. Следовательно, определение стоимости осуществляется исходя из прогноза стоимости базисного актива. Базисным активом производного финансового инструмента на рынках электрической энергии может быть фондовый индекс, другой дериватив или портфель ценных бумаг.

Еще одно общее свойство, которым обладают производные инструменты – поставка базисного актива и его оплата в будущем. Оплата базисного

актива в будущем определяет движение денежных потоков. Можно выделить произвольные и стандартные потоки. В форвардных, фьючерсных и опционных контрактах используется именно такая зависимость.

Вариативность потоков позволяет выстроить комбинацию бесчисленного множества самых разных продуктов, что и становится определяющим условием для структурированных финансовых продуктов.

К структурированным финансовым инструментам в зарубежной и отечественной науке относят комплексные продукты, в основе которых лежат фьючерсные, форвардные и опционные контракты. Также применяют своп-контракты, которые представляют собой соглашения между двумя субъектами об обмене в будущем платежами в соответствии с определенными в контракте условиями. Обязательным условием является указание даты выплат и способ определения их объёмов. Структурированные финансовые продукты являются привлекательными как для институциональных инвесторов, так и для самих субъектов – поставщиков и покупателей.

В экономической литературе можно встретить различные его определения. В зарубежных источниках под структурированным финансовым продуктом понимают инструмент, включающий портфель ценных бумаг и других производных финансовых инструментов, скомбинированных в едином продукте. Поскольку данное определение раскрывает сущность продукта как инвестиционного с нестандартными свойствами, то такой подход является недостаточно полным.

В работе Роберта Кнопа приводится следующее определение: «Структурированный финансовый продукт – финансовый инструмент, доходность которого зависит от других, более простых инструментов, входящих в его состав. Обычно структурированный продукт состоит из кредита в его различных проявлениях и одного или нескольких производных инструментов» [17]. Подход Роберта Кнопа позволяет увидеть, что структурированный продукт – инструмент комплексный, состоящий из более простых элементов и включающий в себя производные финансовые инструменты.

Многие зарубежные экономисты относят к структурированным финансовым продуктам ипотечные ценные бумаги и другие инструменты. Так, например, Фрэнк Дж. Фабоцци в своей работе «Руководство по структурированным финансовым продуктам» дает следующее определение: «Несмотря на различие между ипотечными ценными бумагами и ценными бумагами, обеспеченными активами, и те, и другие относят к структурированным финансовым продуктам. То есть, эти ценные бумаги создаются путем структурирования, на основе денежных потоков, пулов активов, лежащих в их основе» [18]. Фабоцци к структурированным финансовым продуктам относит ценные бумаги, выпускаемые в процессе секьюрити-

зації. При этом он не включает в группу структурированные продукты, обладающие нестандартными характеристиками.

Так же, как и Фрэнк Дж. Фабоцци, Эрик Банкс и Морад Чудли в своих трудах раскрывают понятие структурированного финансового продукта как инструмента, обеспечивающего секьюритизацию [18]. Такой подход не совсем точен и корректен, поскольку финансовые продукты, обладающие данным свойством, являются одними из инструментов, обеспечивающих залог.

В рассматриваемых подходах к определению структурированного финансового продукта акцент делается на его инвестиционной составляющей. Поскольку аспект управления рисками участников экономических отношений не затрагивается, то понятие структурированного финансового продукта не является полным.

В трудах российских ученых структурированные финансовые продукты определяются как инструментарий, предназначенный для решения разнообразных финансовых задач. Так, Глухов М.Ю. в своей работе выделяет следующие задачи:

1) Решение финансовых задач более экономичным способом.

При покупке ценных бумаг возникает экономия на транзакционных издержках. Эффект будет более значительным при большем объеме сделки. Использование структурированного финансового продукта позволяет изменить структуру инвестиционного портфеля, что может быть во много раз дешевле [7].

2) Управление рисками.

Конструирование из различного набора финансовых инструментов финансового продукта, отвечающего потребностям участников сделки, позволяет осуществить управление и распределение рисками наиболее эффективно [7].

3) Создание специфических сочетаний риска и доходности.

4) Гарантия возвратности вложенного капитала и выход на другие рынки становятся одними из направлений применения структурированных финансовых продуктов, сочетающих в себе риск и доходность. Поскольку ни один простой финансовый инструмент не способен обеспечить соотношение риска и доходности, то возможно построение новых продуктов с заданными характеристиками [7].

5) Выбор оптимального времени для открытия и закрытия позиций [7].

Стремление инвесторов закрыть позиции по наиболее выгодной цене не всегда совпадает с направлением движения цены. Объединение финансовых инструментов в едином продукте позволяет инвестору закрыть позицию по наиболее выгодной цене из тех, которые были в предшествующем периоде.

6) Оптимизация налогообложения и бухгалтерского учета [7].

В ходе проводимого анализа определения понятий «производный финансовый инструмент» и «структурированный финансовый продукт» следует выделить наиболее характерные черты, приведенные в таблице 1.

Таблица 1. Характерные черты производного финансового инструмента и структурированного финансового продукта

Производный финансовый инструмент	Структурированный финансовый продукт
<i>Финансовый продукт</i>	
Договор (контракт) реализации для его сторон прав и/или исполнение обязательств, связанных с изменением цены базового актива, лежащего в основе данного финансового инструмента, и ведущих к положительному или отрицательному финансовому результату для каждой стороны	Сложный комплексный финансовый инструмент, финансовая стратегия, базирующаяся на более простых базовых финансовых инструментах
<i>Характеристики</i>	
Не связаны с количеством базового актива, обращающегося на рынке; стоимость меняется вслед за изменением цены базового актива (процентной ставки, цены товара или ценной бумаги, обменного курса, индекса цен или ставок, кредитного рейтинга или кредитного индекса, другой переменной)	Нестандартные характеристики и признаки. СФП отличает наличие фиксированного срока действия
<i>Цель конструирования финансового продукта</i>	
Снижение рисков и гарантия защиты капитала; хеджирование рисков при управлении; оптимизация налогооблагаемой базы	Снижение рисков и гарантия защиты капитала, получение инвестиционного дохода, хеджирование рисков при управлении рисками бизнеса, диверсификация вложений, повышение отдачи инвестиций, оптимизация налогооблагаемой базы и др.
<i>Формы проявления</i>	
Форвардные, фьючерсные и опционные контракты; свопы; варранты; подписные права; депозитарные расписки; конвертируемые облигации и иные ценные бумаги; синтетические инструменты.	Составной продукт из более простых компонентов: депозитов, векселей, облигаций, акций, индексов акций, фьючерсные и опционные контракты, свопы, товарные контракты, процентные ставки, производные и

	синтетические продукты.
--	-------------------------

Выводы

Проведенный сравнительный анализ позволяет сделать следующий вывод – структурированный финансовый продукт является результатом произвольного конструирования различных финансовых инструментов, перечень которых является безграничным.

Следует отметить, что структурированный финансовый продукт принимает форму традиционного финансового инструмента: облигация, вексель, депозит, пай фонда или набор связанных между собой инструментов.

Автор обращает внимание, что область применения структурированного финансового продукта позволяет расширить его понятие и дополнить определение экономической категории. Таким

образом, структурированный финансовый продукт является комплексным финансовым продуктом, выпускаемым преимущественно юридическими лицами и конструируемым для удовлетворения специфических потребностей клиентов, также обладающий нестандартными характеристиками, достигаемыми за счет комбинирования в структуре продукта постоянных и переменных потоков активов (денежных и не денежных), дополненных различными условиями (изменение параметров, изменение структуры потребителей и пр.).

Принимая во внимание существующие классификации структурированных финансовых продуктов, представленные в зарубежной и отечественной науке, целесообразно систематизировать классификационные критерии (рис. 2).

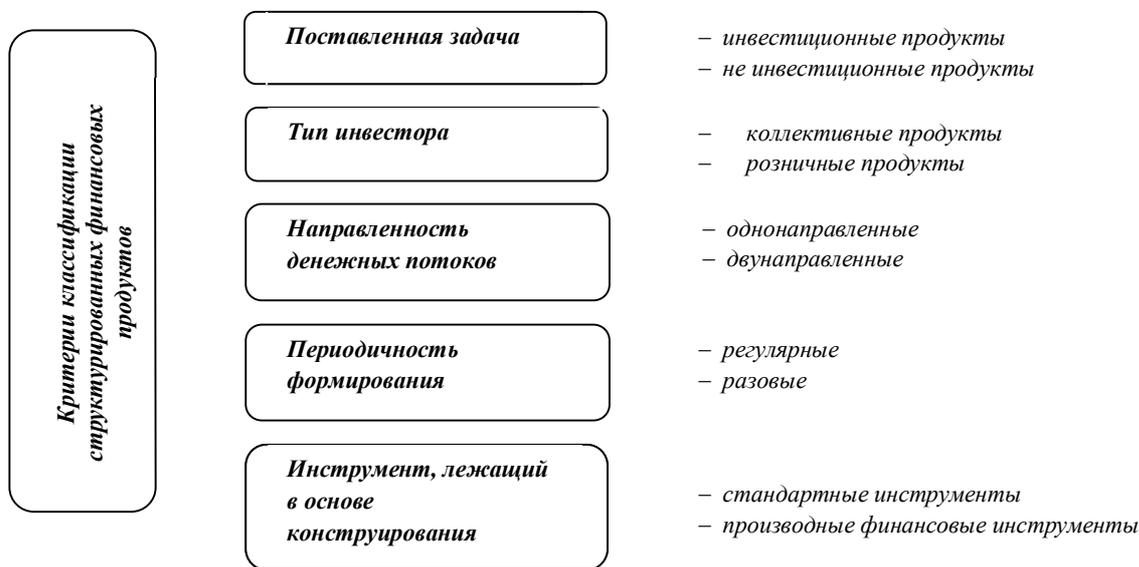


Рис. 2. Классификация структурированных финансовых продуктов

Особое место в классификации структурированных финансовых продуктов занимает критерий «инструмент, лежащий в основе конструирования», поскольку данный признак позволяет отразить все производные финансовые инструменты, используемые при конструировании более сложных продуктов.

Классификация на основе стандартных инструментов позволяет выделить структурированные финансовые продукты, состоящие из одного или нескольких постоянных финансовых потоков.

Автор предлагает в классификационном критерии на основе производных финансовых инструментов следует выделить следующие виды:

— на основе классических производных финансовых инструментов (форвардов, опционов и свопов);

— на основе экзотических деривативов (экзотические опционы, основанные на одной или нескольких переменных).

В представленной классификации классические инструменты представлены наиболее распространенными, такими как форвардные контракты, опционы и свопы. К линейным инструментам относят форварды и свопы, поскольку их стоимость и платежи линейно зависят от значения базового актива. Опционы отнесены к категории нелинейных инструментов, потому что имеют нелинейную зависимость стоимости от базового актива.

Разработанная классификация позволяет расширить инструментарий и возможности применения структурированных финансовых продуктов для удовлетворения специфических потребностей участников товарных рынков.

Список литературы:

1. Аюпов А.А. Производные финансовые инструменты: обращение и управление / А.А. Аюпов ; Федер. агентство по образованию, Тольят. гос. ун-т, Ин-т финансов, экономики и упр., Каф. «Экономика и финансы». – Тольятти : ТГУ, 2007. – 182 с.
2. Байгулов Р.М. Деривативы и финансовый кризис / Р.М. Байгулов // Финансы и кредит. – 2011. – № 47(479). – С. 19-21.
3. Буренин А.Н. Форварды, фьючерсы, опционы, экзотические и погодные производные / А.Н. Буренин. – 3-е изд., доп. – М. : НТО им. С.И. Вавилова, 2011. – 464 с.
4. Буренин А.Н. Фьючерсные форвардные и опционные рынки [Текст] : монография / А.Н. Буренин. – М. : Тривола, 1994. – 232 с.
5. Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб. для студ. экон. спец / Рос. экон. акад. им. Г.В. Плеханова ; под ред. : В.А. Галанова, А.И. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. - Москва : Финансы и статистика, 2004. – 448 с.
6. Глухов М.Ю. Структурированные продукты: что внутри? / М.Ю. Глухов // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 15. – С. 32-35.
7. Глухов М.Ю. Структурированные финансовые продукты в системе финансового инжиниринга: дис. ... канд. экон. наук : 08.00.10. / М.Ю. Глухов: Фин. Академия при Правительстве РФ. – М., 2007. – 214 с.
8. Доунс Дж. Финансово-инвестиционный словарь [Текст] : пер. с англ. / Дж. Доунс, Дж. Эллиот Гудман. – 4-е изд., перераб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 586 с.
9. Колб, Р. У. Финансовые деривативы [Текст] : учебник / Р.У. Колб. - 2-е изд. - М. : Филинь, 1997. - 360 с.
10. Левин В.С. Классификация производных финансовых инструментов / В.С. Левин, Т.А. Матвеева // Финансы и кредит. – 2011. – № 39(471). – С. 9-14.
11. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития [Текст] / Я.М. Миркин; Моск. межбанк. валют. биржа, Финансовая акад. при Правительстве РФ. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – 623 с.
12. Полтораднева Н.Л. Сравнительный анализ дефиниций «финансовый продукт» и «финансовый инструмент» как терминологическая основа финансового инжиниринга в России / Н.Л. Полтораднева // Финансы и кредит. – 2012. – № 6(486). – С. 30-34.
13. Руденко О.Н. Инновационные финансовые инструменты управления кредитными рисками / О.Н. Руденко, Е.Е. Никоненко // Экономика: теория и практика. – 2011. – № 2(22). – С. 54-61.
14. Синки Дж. Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг [Текст] : пер. с англ. / Дж. Синки. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1017 с.
15. Суэтин А.А. Международный финансовый рынок [Текст] : учеб. для студ. вузов / А.А. Суэтин ; Финанс. акад. при Правительстве РФ. – М. : КноРус, 2007. – 264 с.
16. Халл Дж.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты : [пер. с англ.] / Джон К. Халл. – М. [и др.] : Вильямс, 2007. – 1051 с.
17. Knop R. Structured Products: A Complete Toolkit to Face Changing Financial Markets / R. Knop. – New York: John Wiley & Sons, 2002. – 202 p.
18. Fabozzi F.J. Handbook of Structured Financial Products / F.J. Fabozzi. – New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1998. – 500 p.

Надано до редакції 16.08.2013

Анісімова Юлія Олексіївна / Julia A. Anisimova
U.Anisimova@tltsu.ru

Посилання на статтю / Reference a Journal Article:

Дефиниції економічної категорії «структурований фінансовий продукт» [Електронний ресурс] / Ю.А. Анісімова // *Економіка: реалії часу. Науковий журнал.* – 2013. – № 3 (8). – С. 124-130. – Режим доступу до журн.: <http://economics.opu.ua/files/archive/2013/n3.html>