

Истина и красота (... и российские финансы)

Любовь (и бондиана) во время чумы

Торговая стратегия: Российские инструменты с фиксированной доходностью vs. акции

Некоторые наши читатели попросили нас изложить наши взгляды с учётом недавней турбулентности на российских финансовых рынках, исподволь намекая на то, не готовы ли мы, в согласии с известной кейнсианской максимой, поменять наше мнение теперь, когда так сильно поменялись сами факты?

Едва ли стоит говорить о том, что мы сейчас много размышляем о природе весьма внезапных пертурбаций на российских рынках. Однако на данный момент мы не видим каких-либо причин для пересмотра нашего фундаментально конструктивного взгляда на российскую экономику. Какими бы чудовищными ни казались нынешние рынки, числа, по нашему мнению, сильно преувеличивают реальный масштаб экономического кризиса. Темпы роста, безусловно, замедлятся, но мы не думаем, что станем свидетелями рецессии.

Как бы то ни было, не всё, конечно, идет хорошо. Мы совершенно обескуражены недавними мерами ЦБР: либо у Игнатьева есть секретный план, либо (что кажется более вероятным) кто-то нажал не на ту кнопку. Мы бы предпочли, чтобы в отношении рубля проводилась более последовательная и четко очерченная политика – либо защита национальной валюты, либо девальвация. Середины быть не может. Политические расхождения в высших эшелонах власти, в частности между Кудриным и Сечиным, также вызывают беспокойства. Как нам кажется, подход господина Кудрина слишком напоминает ныне дискредитированную модель фискально-денежной ортодоксии, которую проповедует МВФ.

Обращение президента Медведева к Федеральному собранию разочаровало: его речь была в общем-то лишена детального описания путей выхода из кризиса, тогда как Россия сейчас, по замечанию нашего друга Владимира Фролова, стоит перед необходимостью решать куда более важные проблемы, чем конституционная реформа.

Хотя господин Медведев, по нашему мнению, – высоко профессиональный администратор, идеально подходящий для осуществления контроля над процессом реформирования российской правовой инфраструктуры, нам он, однако, не кажется идейным вдохновителем, который так нужен России в эти непростые времена. Мы горько сожалеем о решении господина Путина уйти с поста президента и надеемся, что проект нового шестилетнего президентского срока был разработан специально для него. Итак, Ваш покорный слуга выслушал такое огромное множество противоречивых заявлений о России, что запомнить даже самые «выдающиеся» из них мы не посчитали нужным, однако до сих пор Россия постоянно доказывала несостоятельность этих заявлений.

Мы также хотели бы отметить, что Россия, как правило, вызывает сильные эмоции. Следовательно, сохраняется опасность того, что наши читатели впадают в панику главным образом из-за повышенного тона, в котором сейчас изъясняются русофобы, воспользовавшиеся редкой возможностью раскритиковать Россию, как будто бы, небезосновательно: как известно, остановившиеся часы показывают правильное время лишь дважды в сутки. Послужной список у этих апокалипсических чревовещателей на редкость плох, и мы надеемся, что неиссякаемый поток их предсказаний о грядущей гибели и отчаянии вновь окажется пустым звуком. Кстати, мы хотели бы заметить, что множество национальных валют других стран – от австралийского и сингапурского долларов до бразильского реала и турецкой лиры – обесценились значительно сильнее, чем российских рубль. И даже самый отвратительный сценарий дальнейшего развития событий – 20-процентное падение стоимости рубля – будет для России пусть и неприятным, но не катастрофическим. Скорее всего, в среднесрочной перспективе станет ясно, что Россия не является ни самым слабым, ни самым сильным представителем лагеря развивающихся стран. Итак, в долгосрочной перспективе мы сохраняем наш обычный оптимизм.

Любовь и бондиана во время чумы: Торговые стратегии для не-экстремалов

Первоначально Ваш покорный слуга выпустил эту аналитическую записку как ответ на запросы, поступающие от клиентов из числа консультационных агентств, которые хотели сопоставить российские бонды (бумаги с фиксированной доходностью) и акции исходя из присущих им потенциалов роста и коэффициентов риск/прибыль. Ваш покорный слуга активно участвует в формировании и управлении инвестиционных портфелей, состоящих из инструментов с фиксированной доходностью, и мы решили, что многие наши читатели могут почерпнуть что-нибудь полезное из соображений, изложенных ниже.

Первый черновик данной записки был подготовлен ещё месяц назад в ответ на просьбу оценить риски и прибыли, а также потенциалы роста и снижения российского рынка акций и облигаций. Мы считали и продолжаем считать, что некоторая дифференциация рисков, свойственных этим двум классам бумаг, вполне оправдана и что результаты этого сравнительного анализа сильно зависят от общего бычьего/медвежьего настроения каждого конкретного инвестора. Итак, чем более уравновешен Ваш взгляд на будущее российских/мировых рынков, тем более привлекательными Вам покажутся бонды по сравнению с акциями.

Мы хотели бы отметить, что спустя месяц после написания первых набросков этой записки рыночная динамика целиком и полностью подтвердила правильность наших суждений. Акции бросало туда-сюда: сначала они подскочили вверх – индекс взлетел аж на 71% только для того, чтобы тут же потерять все прибыли. В это же самое время лучшие представители облигационного сегмента демонстрировали существенно меньшую волатильность, предлагая симпатичные прибыли в обмен на весьма умеренный фундаментальный риск.

Справедливости ради следует заметить, что, подобно финансовым инструментом всех сортов и расцветок, некоторые бонды, которые мы рекомендовали к покупке, также существенно снизились в

цене (хотя в большинстве своём – значительно меньше, чем соответствующие акции). Мы объясняем это дисфункцией рыночных механизмов, что привело к принудительным продажам со стороны многих оказавшихся прижатыми к стенке фондов, однако мы с удовлетворением отмечаем, что ни один из рекомендованных нами активов не подвергся более-менее реальному риску дефолта. Таким образом, те инвесторы, которые не зажаты в тиски ежедневной переоценки своих позиций (*mark to market*), могут продолжать стричь купоны и утешаться мыслью о том, что, на худой конец, бонды погашаются по номинальной стоимости.

Пожалуйста, обратите внимание на то, что, как всегда, ни одно суждение, изложенное в настоящем обзоре, не следует истолковывать как инвестиционную рекомендацию. Более того, эти размышления адресованы институциональным инвесторам, которые хорошо понимают риски, присущие ценным бумагам развивающихся стран. **Это не руководство к действию.** Мы не являемся инвестиционными консультантами и не можем давать советы отдельным читателям по поводу оптимальных стратегий выживания на финансовых рынках в эти беспокойные времена. Тем более что эти стратегии существенно варьируются в зависимости от множества индивидуальных факторов. Хотя мы считаем, что «сливки» российского облигационного общества (Газпром, ВТБ, Сбербанк, РФ) являются полезным дополнением ко многим диверсифицированным портфелям, хочется подчеркнуть, что всякий инвестор, который решит следовать этой стратегии, будет делать это на свой собственный страх и риск.

Портфельная стратегия – Бонды / Акции

Хотя на данный момент все российские активы обладают – с теоретической точки зрения – очень привлекательным потенциалом роста, следует отметить, что в секторе торгуемых бумаг относительные достоинства российских акций и облигаций в сильной степени зависят от того, какой сценарий дальнейшего развития событий Вам кажется более вероятным:

- Если мировые рынки продолжают своё стремительное падение, то любой здравомыслящий человек не пожелает держать никакие активы, кроме тех, которые включены в наш излюбленный покупной список: *консервы, оружие и земля в Новой Зеландии* (или – как вариант – **просто наличность**).
- Если же нам предстоит поворот в форме буквы V, т.е. рынки развернутся и рванут вверх, то бонды будут просто расти, **тогда как акции устремятся ввысь и перецеголяют весь рынок**.

Мы считаем, что ни один из этих сценариев не является вероятным.

- Срединные сценарии, особенно те из них, которые предусматривают менее оптимистическое развитие событий (см. ниже), более **благоприятны для бумаг с фиксированной доходностью**: в этом случае доходность к погашению может составить от 18 до 40% годовых, а потенциал роста достичь 50%, поскольку рынки нормализуются достаточно сильно для того, чтобы отражать предполагаемый **риск дефолта**, а не **безотлагательную потребность в наличности**, испытываемую участниками рынка, – то, что мы наблюдаем сейчас.

Почему мы выбираем бонды

(российские активы, деноминированные в иностранной валюте)

- В финансово-экономических условиях, которые не являются ни катастрофическими, ни чрезмерно бычьими (т.е. в случае реализации сценариев «среднего класса») облигации, скорее всего, будут торговаться лучше, чем акции, и быстрее вернуться к разумным ценовым уровням. В самом деле, поскольку большинство российских акций предлагает весьма скромную дивидендную доходность и, в любом случае, коэффициент дивидендных выплат фиксируется в ежегодном режиме, а дата отсечки приходится на период между мартом и маем, нет практически никакой кары за промедление с покупкой акций, даже когда медвежий рынок, достигнув дна, начинает восстанавливаться. Что касается бондов, напротив, решение не покупать (или помедлить с покупкой) жестоко карается: за каждый день просрочки инвестор расплачивается упущенной доходностью и спредом к номинальной цене (а также любыми ценовыми перепадами).

- Являясь в сущности «двуликим» финансовым инструментом, облигация торгуется более-менее хорошо при любом сценарии за исключением дефолта; таким образом, если Вам удалось найти бумаги с сильными фундаментальными характеристиками (или с госгарантиями – явными или подразумеваемыми), то Вам остается беспокоиться только о наличии странового риска. Да, в бычьих обстоятельствах акции приносят значительно **большие прибыли**, однако при медвежьем сценарии результат может быть поистине ужасным.

- В стрессовых ситуациях, когда российское правительство протягивает корпоративному сектору руку помощи, оно делает это ради того, чтобы поддержать кредитоспособность/ликвидность компаний (т.е. действует на благо интересам держателей облигаций), а не их рентабельность (интересы держателей акций).

В этой ситуации с дивидендными выплатами, скорее всего, придется повременить до тех пор, пока не спадёт напряжение, связанное с нехваткой ликвидности; если денежные потоки будут более-менее полноводными и/или будет сохраняться надежда на поддержку со стороны акционеров или государства, облигации будут менее болезненно реагировать на стагнацию прибылей.

- В случае прямой национализации некоторых компаний (но, безусловно, не всей экономики) держатели облигаций, скорее всего, не пострадают, тогда как судьба держателей акций окажется под большим вопросом.

- Держатель облигаций «получает деньги за то, что ошибся», иначе говоря, даже если рыночная цена падает, он продолжает получать купонные платежи в любом случае, за исключением дефолта (который, следует отметить, сметет в небытие и держателей акций).
- При пессимистическом (но не катастрофическом) сценарии рынка акций приходят в чувства только тогда, когда восстанавливается терпимость инвесторов к риску (особенно терпимость иностранных инвесторов). В худшем случае это может занять несколько лет. Бонды, напротив, продолжают приносить прибыли (а также стоимость при погашении) и могут восстановиться быстрее (или, в худшем случае, погаситься по номиналу).
- Оба класса активов подвержены риску, связанному с изменением процентной ставки; для облигационных портфелей, деноминированных в твердой валюте, этот риск более ощутим (и менее масштабен, благодаря чрезвычайно широким спредам по кривой доходности казначейских облигаций). Таким образом, держателю облигационного портфеля захеджировать этот риск намного легче, чем держателю портфеля акций.
- При текущих ценовых уровнях и купонный доход, и доходность облигаций к погашению достигли исторических максимумов; хотя так называемый последующий коэффициент цена/прибыль (trailing P/E) выглядит привлекательным и у акций, их доходности и свободные денежные потоки кажутся значительно менее интересными, а будущие прибыли вообще вызывают большие сомнения.
- Нынешний кризис начался на кредитных рынках. Если в эти беспокойные времена логика всё ещё что-то значит (однако следует признать, что это – весьма большое «если»), то, надо полагать, и восстановление начнется с кредитных рынков.

Сценарии

*Поскольку мы – если воспользоваться одним из двух наиболее часто используемых в последнее время выражений – **находимся в неизведанных водах**, самое лучшее, что может сделать Ваш покорный слуга в нынешних условиях, это обрисовать несколько сценариев, подкраивая инвестиционный портфель с учётом вероятности исполнения каждого из них.*

- **Сценарий I: Рецидив 1998 года** (*чрезвычайно маловероятен в условиях отсутствия подлинного глобального спада*)

Мягкая версия Великого Дефолта: Россия впадает в валютный кризис; резервы ЦБР тают в процессе провальных попыток поддержать рубль; экономическая активность сильно подорвана, хотя политические последствия весьма умерены.

Ликвидность иссякает как на рынке акций, так и на рынке облигаций; на несколько лет воцаряется «ядерная зима». Прокатывается волна банкротств как в промышленном, так и в финансовом секторах; частные банки со всеми своими депозитами идут ко дну и в итоге поглощаются Сбербанком/ВТБ; отток капитала набирает обороты; большинство владельцев торгующихся компаний, отчаявшись привлечь средства на финансовых рынках, начинают злоупотреблять своим положением и дерзко нарушают права миноритариев. Иностранные инвесторы бегут куда глаза глядят, обещая никогда сюда не возвращаться (конечно, они вернутся, но не сразу...).

В этом сценарии королём положения остается наличность. Нет никакого смысла покупать что-либо сейчас, потому что через пару месяцев всё существенно подешевеет.

- **Сценарий II: Рецессия по контуру буквы L** (*Возможно, но не очень вероятно*)

Рубль поддерживают, хотя и девальвируют – последовательно и равномерно – процентов на 15-20. Экономике нанесён серьёзный, но не смертельный удар. Рентабельность падает, но правительство предпринимает меры, чтобы избежать каскада банкротств, особенно в стратегически важных отраслях экономики и банков (а также ритейлеров, оборонной промышленности, ведущих промпроизводств, энергокомпаний, сельского хозяйства и пр.). Все тридцать главных банков будут спасены, хотя и с перераспределением структур

собственности; более мелкие игроки будут консолидированы и поглощены своими большими братьями. Сырьевые компании, а также те, которые принято считать стратегически важными, также будут спасены; временно нерентабельные и существующие в режиме «искусственного дыхания», они, тем не менее, выживут. Об интересах акционеров на какое-то время забудут, но ничего особенно возмутительного происходить не будет.

Ряды иностранных инвесторов существенно поредеют, хотя, как правило, фонды, специализирующиеся на инвестировании на развивающихся рынках, рассматривают это как превосходную инвестиционную возможность: сокрушаясь о том, как трудно найти новые перспективные бумаги, они, тем не менее, добиваются хороших торговых результатов. Уровень мировой терпимости к риску останется на весьма низком уровне.

При этом сценарии преимущества облигаций по сравнению с акциями будут особенно сильно ощутимы: доходность – на весьма привлекательных уровнях – гарантирована, риск дефолта умерен и всегда имеется возможность переключиться на акции (если, конечно, позиции открыты по более-менее ликвидным бумагам).

- **Сценарий III – Несколько лучей света – (Наиболее вероятный)**

Мировая экономика нащупывает почву под ногами и начинает выгребаться из ямы. Рубль стабилизируется либо немного снижается (<15%), что, однако, не провоцирует массового исхода капитала. Экономике России нанесён ощутимый удар, но цены на нефть и прочее сырьё стабилизируются на нынешних, весьма низких уровнях. Правительственные меры, направленные на стабилизацию ситуации, оказываются эффективными; банковская система приходит в себя; частные вкладчики мало-помалу возвращаются, а вера постепенно восстанавливается. Темпы экономического роста в России замедляются в силу мировой рецессии, но в целом экономическая активность сохраняется на нормальном, некризисном уровне.

Мировые рынки достигают дна, вероятно, переживают стадию медвежьего ралли, отскакивая от сильно перепроданных уровней. Наблюдается некоторая декорреляция мировых рынков и резни, происходящей на Уолл Стрит. Мировой кредитный кризис вполне реален, но постепенно формируются механизмы его преодоления: некоторые крупные хедж-фонды выживают, и инвесторы стремятся отыграть свои недавние потери; на сцену вновь выходят охотники за прибылями.

Учитывая недавнее чудовищное падение цен, даже после принудительного избавления от позиций, открытых с помощью заёмного капитала, игроки обладают достаточной наличностью, чтобы забрать за копейки обесценившиеся активы из рук вынужденных продавцов; рынок достигает по крайней мере промежуточного дна. Инвестиционные фонды, ориентированные на долгосрочное инвестирование, начинают напористо рыскать в поисках привлекательных активов; выжившие хедж фонды скупают отдельные голубые фишки и большинство ликвидных бондов.

При этом сценарии хорошо торговаться будут как акции, так и облигации; чем мощнее будет проходить восстановление рынка, тем лучше будут торговаться акции – и наоборот.

- **Сценарий IV – Рок-н-ролл! (Крайне маловероятен)**

Рынки резко отскакивают, возвращаясь к своим годовым максимумам. Рост китайского спроса поражает воображение, а цены на сырьё взлетают вверх из-за опасений, что предложение не угонится за спросом. На мировых рынках начинается сумасшедшее ралли от сильно перепроданных уровней. Рубль укрепляется, а ЦБР опять стоит перед необходимостью как-то справляться с избыточными притоками капитала. Алан Гринспен причислен к лику святых.

Бонды торгуются отлично, спреды по казначейским облигациям сокращаются, а уровень приемлемого риска возвращается на свой нормальный уровень. Однако акции торгуются значительно лучше, утраиваясь в цене по мере того, как иностранные инвесторы отчаянно пытаются открыть позиции на РТС... а затем раздаётся звонок будильника...

Процентный риск

Данный обзор ограничивается рассуждениями о судьбе активов, деноминированных в твердой валюте, т.е. о судьбе российских бондов, деноминированных в долларах США и евро; в этом обзоре мы не анализируем отдельно валютный риск, присущий активам, деноминированным в российских рублях.

Вопрос дюрации является ключевым для любого портфеля бумаг с фиксированной доходностью, и, если мировые процентные ставки останутся низкими, российские активы с более длительным сроком дюрации покажутся наиболее привлекательными при нынешних ценовых уровнях.

Однако, учитывая беспрецедентные объемы денежных вливаний и фискального распутства Соединенных Штатов, велик риск, что на смену нынешнему дефляционному периоду придет инфляция и/или что инвесторы начнут бойкотировать казначейские облигации США, в силу чего процентные ставки поползут вверх. Хотя мы продолжаем надеяться, что в краткосрочной перспективе падение ставок продолжится, мы бы внимательно прислушались к рекомендации хеджировать позиции по бондам со сроком дюрации, совпадающим с соответствующей казначейской облигацией США.

Выводы

В грамотно структурированном портфеле должны в той или иной степени учитываться все указанные выше сценарии для того, чтобы оптимизировать соотношение рисков и потенциальных прибылей.

- **тотальная наличность** в медвежьем сценарии I (ну а пессимистам не возбраняется также равномерно распределить свои деньги между оружием, консервами, землей в Новой Зеландии... или яхтами);
- **75% бонды/25% акции** на ранних стадиях сценария II и **50-на-50** – на средних стадиях;
- **50% бонды/50% акции** на ранних стадиях сценария II и, **25%-на-75%** – на поздних стадиях;
- **100% акций** в случае сценария IV.

Короче, при всех равных прочих обстоятельствах распределение денег между российскими облигациями и акциями во многом зависит от целей каждого отдельного инвестора и его индивидуальной терпимости к риску.

Иначе говоря, если инвестор верит, что мировые рынки уже нащупали уровень поддержки, и могут вскоре отскочить от сильно перепроданных уровней, и что макроэкономическая стабильность России не вызывает никаких сомнений, то тогда наибольший потенциал роста он увидит на рынках акций.

С другой стороны, инвесторы, испытывающие сомнения относительно среднесрочных перспектив рынков и/или желающие чувствовать большую уверенность в будущем (т.е. иметь более-менее четкий график поступления денежных потоков и конкретные прогнозы по доходности при умеренных рисках), захотят открыть хотя бы небольшие позиции по облигациям.

Мы напоминаем нашим читателям, что обзоры «Истина и красота (... и российские финансы)» можно пересылать всем заинтересованным лицам совершенно бесплатно. Подписка также бесплатна: пожалуйста, присылайте запрос на адрес krausmoscow@yahoo.com

Данный документ носит исключительно осведомительный характер, и никакая информация или мнение, изложенные выше, не содержат рекомендацию или совет купить или продать пай в каком-либо фонде, ценную бумагу или опцион, фьючерс или какой-либо иной производный финансовый инструмент, имеющий отношение к ценным бумагам.

Инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается повышенными рисками, в силу чего подходит далеко не всем инвесторам. Настоящий обзор опирается на информацию, которую мы считаем достоверной; однако данная информация предоставляется исключительно в качестве материала для дальнейшего размышления, и, принимая инвестиционное решение, не следует полагаться исключительно или частично только на данную информацию. В частности, инвестирование в ценные бумаги, включая ценные бумаги развивающихся рынков, связано с высокой степенью риска, и инвесторам рекомендуется проводить независимый анализ рынка (due diligence) перед тем, как принимать инвестиционное решение.

Предыдущие результаты торгов не являются неременной гарантией будущих результатов торгов. Некоторые инвестиции могут быть подвержены внезапному и резкому снижению стоимости, и в итоге инвестиционной деятельности клиенты могут получить меньше, чем они инвестировали изначально, или понести потери.

Изменения курсов валют, процентных ставок или других финансовых параметров могут оказать отрицательное влияние на стоимость ценных бумаг и инвестиционные потребности клиентов. Мы рекомендуем инвесторам обращаться за помощью профессиональных финансовых консультантов в вопросах, касающихся возможных результатов инвестирования в тот или иной финансовый инструмент (в том числе в вопросах налогообложения).

Некоторые ценные бумаги могут оказаться неликвидными; адекватная оценка инвестиционной эффективности и риска, которому клиенты себя подвергают, может вызывать серьезные трудности.

Следует допускать, что автор и/или фонды, которым он оказывает консультационные услуги, могут держать как короткие, так и длинные позиции по тем или иным обсуждаемым в настоящем обзоре финансовым инструментам или производным ценным бумагам.

Инвесторам следует помнить, что рынки, как развивающиеся, так и вполне развитые, подобно кошкам и собакам, могут начать вести себя так, как им заблагорассудится, и иногда для того, чтобы уцелеть, требуется немалое везение. Сохраняйте бдительность во всех своих делах. Удачи!

ООО Финансовая корпорация ОТКРЫТИЕ © 2008; Эрик Краус © 2008.

Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг или других финансовых инструментов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Информация, содержащаяся в аналитическом отчете, не преследует каких-либо конкретных инвестиционных целей, а также не имеет непосредственного отношения к какой-либо финансовой ситуации или потребностям какого-либо получателя данной информации. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета, однако Компания не дает никаких гарантий относительно точности, полноты или надежности информации, содержащейся в настоящем аналитическом отчете. Мнения, изложенные выше, совпадают с тем мнением, которого придерживается Компания на момент выхода аналитического отчета. Компания сохраняет за собой право изменять свое мнение без предварительного предупреждения, а также Компания не берет на себя обязанность обновлять информацию, содержащуюся в настоящем аналитическом отчете. Компания и ее сотрудники не несут никакой ответственности за возможный урон или потери, понесенные в результате использования информации, содержащейся в настоящем аналитическом отчете.

Инвестиционная деятельность в целом связана с определенной степенью риска, включая риск потери денег. Инвестиционные решения, изложенные в настоящем аналитическом отчете, могут подходить не всем инвесторам. Инвесторам следует принимать независимые инвестиционные решения, исходя из собственных финансовых целей и финансовых ресурсов, и, в случае возникновения каких-либо сомнений, инвесторам следует обращаться за помощью профессионального инвестиционного консультанта. Предыдущие результаты торгов не являются неременной гарантией будущих результатов, и в итоге инвестиционной деятельности инвестор может получить сумму, объем которой будет меньше первоначально инвестированной суммы. Ценные бумаги, депонированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям валютных курсов, которые могут иметь отрицательное влияние как на стоимость ценной бумаги, так и на прибыль, получаемую от инвестиции. Кроме того, инвесторы, вкладывающие деньги в ценные бумаги, стоимость которых зависит от курсовых движений иностранных валют, должны помнить, что они берут на себя валютный риск. Инвестиции в Россию и российские ценные бумаги связаны с риском, и инвесторам следует проводить независимый анализ рынка (due diligence), прежде чем принимать инвестиционное решение.

Иногда Компания может предоставлять услуги в области инвестиционного консультирования или какие-либо иные услуги компаниям, упомянутым в настоящем аналитическом отчете. Следовательно, Компания может иметь доступ к той информации, которая не будет отражена в настоящем аналитическом отчете, и Компания может использовать данную информацию или действовать на основе данной информации до того, как она будет опубликована. Кроме того, сама Компания, ее руководители и/или сотрудники могут держать длинные позиции по финансовым инструментам, упомянутым в настоящем аналитическом отчете, и время от времени могут наращивать позиции или продавать эти финансовые инструменты.

Публикация и распространение настоящего аналитического отчета могут быть ограничены и осуществляться только в рамках определенной юрисдикции. Лица, получившие доступ к настоящему аналитическому отчету, должны сами ознакомиться с подобными ограничениями и выполнять эти требования.