

ОФЗ с привязкой к RUONIA

Какой доход флоутер приносит инвестору?

С начала 2015 года Минфин РФ разместил на рынке несколько выпусков облигаций ОФЗ-ПК (флоутеры) с переменным купоном, определяемым на основе исторических значений индикатора RUONIA. Эти бумаги дают инвесторам доход, превышающий ставки денежного рынка в размере спреда, величина которого установлена в зависимости от срочности бумаги – от 0,3% до 1,6%. С учетом цен на вторичном рынке на текущий момент, из наиболее ликвидных выпусков только ОФЗ 29006 дает премию в 0,15% к ставке RUONIA, остальные выпуски торгуются с отрицательным спредом к бенчмарку. Рассчитанные нами доходности к погашению по флоутерам (через IRS) соответствуют доходностям сопоставимых по срокам ОФЗ с фиксированным купоном и намного меньше тех доходностей, которые транслирует биржа. В свете наблюдаемого снижения инфляции, и как следствие ожиданий снижения ставки ЦБ, флоутеры, по нашему мнению, становятся менее предпочтительными в сравнении с классическими ОФЗ.

Инвестиционное резюме

- **С момента появления на рынке, популярность ОФЗ-ПК (флоутеры) значительно выросла.** По данным ЦБ России, их доля в структуре внутреннего долга была 0% по состоянию на 1 января 2013 г. Однако, по состоянию на 1 января 2017 г., доля этих облигаций составила уже 28%. Флоутеры стали вторыми по популярности после ОФЗ с постоянным доходом. Причина столь сильного роста доли ОФЗ-ПК очевидна – инвесторы стремились застраховаться от резких изменений процентных ставок.
- **Доходность флоутеров в «стакане» некорректно интерпретировать как доходность к погашению.** По нашим расчетам, текущие доходности к погашению флоутеров значительно ниже их доходностей, транслируемых биржей. По методологии, биржа отражает доходность как экстраполяцию последней известной ставки купона по облигации до конца всего срока обращения инструмента. Наши расчеты показывают, что RUONIA флоутеры приносят доход менее 9% годовых.
- **Только один выпуск из ликвидных флоутеров торгуется с фактической премией к RUONIA.** Из наиболее ликвидных выпусков флоутеров, только ОФЗ 29006 торгуется с незначительной премией (0,15%) к ставке RUONIA, в то время как для остальных ликвидных выпусков характерен дисконт к бенчмарку. То есть, для банков, которые по нашему мнению являются крупными держателями флоутеров, доходность от инвестирования в эти инструменты приносит доход, который меньше, чем стоимость фондирования, а именно ставки RUONIA.
- **Накопленный доход по ОФЗ с фиксированным купоном превосходит доход от инвестиций во флоутеры.** На фоне ожиданий инвесторами продолжения смягчения денежно-кредитной политики ЦБ (переход от экстремально жесткой к умеренно-жесткой), накопленный доход по ОФЗ с фиксированным купоном начинает опережать доход по флоутерам как за счет роста цены первых, так и за счет снижения купонных доходов по флоутерам.

Основные характеристики флоутера ОФЗ

RUONIA (Rouble Overnight Index Average) – индикативная взвешенная ставка однодневных рублевых кредитов на условиях «overnight», отражающая стоимость необеспеченного рублевого заимствования банками с минимальным кредитным риском. Рассчитывается с 8 сентября 2010 г. ЦБ РФ по методике, разработанной Национальной валютной ассоциацией (НВА) на основе отчетных данных о депозитных сделках, которые были заключены ведущими российскими банками между собой в течение всего дня.

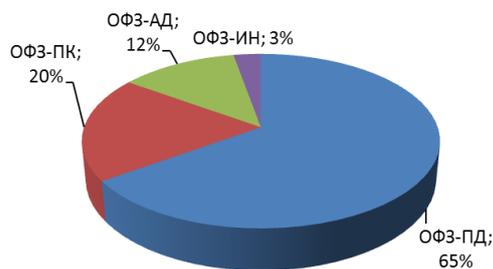
Облигации федерального займа с купонным доходом, определяемым на основе значений ставки RUONIA, принадлежат к классу облигаций с переменным купоном (ПК), так называемые флоутеры. Популярность этого класса облигаций резко возросла в период 2015–2016 гг., который характеризовался повышенной волатильностью ставок денежного рынка. В настоящее время удельный вес этих облигаций в структуре публичного государственного долга составляет ~30%, и они стали вторыми по популярности после облигаций с постоянным доходом (ПД). Даже если игнорировать те выпуски флоутеров, которые являются условно нерыночными, облигации с переменным купоном все равно останутся вторыми по популярности, их доля тогда составит ~20%.

Причина столь высокой популярности флоутеров во многом объясняется возможностью для инвестора захедржировать будущий доход от повышения общего уровня ставок.

Если рассматривать структуру внутреннего долга по основным его держателям, то согласно данным ЦБ РФ, на долю банков приходится 55%. На долю нерезидентов приходится 27% и оставшиеся 18% – это прочие держатели, включая управляющие компании (УК).

Важно отметить, что практически все вложения инвесторов-нерезидентов в госдолг РФ представлены облигациями с фиксированным купоном. Удельный вес нерезидентов во флоутерах, согласно данным ЦБ РФ, составляет очень скромные ~0,1%.

Рис. 1. Структура реально торгуемого внутреннего долга РФ (5.2 трлн руб.)



Источник: ЦБ РФ, Банк «Открытие»

Рис. 2. Структура держателей внутреннего долга РФ



Источник: ЦБ РФ, Банк «Открытие»

Минфин к настоящему моменту разместил девять выпусков флоутеров, привязанных к ставке RUONIA, причем реально торгующимися и обладающими признаками ликвидности являются только пять выпусков (короткие и среднесрочные). Выпуски с погашением в 2027, 2029, 2032 и 2034 годах де-факто не торгуются, так как были размещены в рамках программы докапитализации банковской системы.

Табл. 1. Выпуски флоутеров привязанные к RUONIA

Бумага	ISIN	Объем в обрац., млрд. руб.	Дата погашения	Начало торгов	Спред к RUONIA, п.п.	Ликвидная
ОФЗ 24018	RU000A0JV7K7	200	27.12.2017	28.01.2015	0,74	да
ОФЗ 24019	RU000A0JX0J2	95	16.10.2019	07.12.2016	0,30	да
ОФЗ 29011	RU000A0JV7J9	250	29.01.2020	28.01.2015	0,97	да
ОФЗ 29012	RU000A0JX0H6	78	16.11.2022	30.11.2016	0,40	да
ОФЗ 29006	RU000A0JV4L2	400	29.01.2025	21.01.2015	1,20	да
ОФЗ 29007	RU000A0JV4M0	200	03.03.2027	21.01.2015	1,30	нет
ОФЗ 29008	RU000A0JV4P3	200	03.10.2029	21.01.2015	1,40	нет
ОФЗ 29009	RU000A0JV4N8	200	05.05.2032	21.01.2015	1,50	нет
ОФЗ 29010	RU000A0JV4Q1	200	06.12.2034	21.01.2015	1,60	нет

Источник: Cbonds, Bloomberg, Банк «Открытие»

Пример расчета купона (ОФЗ 29006)

Следующий купон по облигации будет выплачиваться 09.08.2017 г. Сумма купона определялась за 2 рабочих дня до даты предыдущего купона (08.02.2017), то есть 06.02.2017. Средняя ставка RUONIA за 6 календарных месяцев (05.02.2017–06.08.2016) – 10,21%. К ней прибавляем спред – 1,20%. В итоге получаем ставку купона – 11,41% годовых. Размер купона соответственно равен:
 $11,41\% * 1000 / 365 * 182 = 56,89$ руб.

Механизм расчета купона по флоутерам ОФЗ

Размер очередного (первый купон устанавливает эмитент) купона по флоутеру по сути привязан к средней за предыдущие шесть месяцев ставке RUONIA. Уровень процентной ставки и сумма в рублях по каждому следующему купону облигации рассчитывается и публикуется Минфином РФ на официальном сайте за два рабочих дня до даты выплаты текущего купона облигаций. Более подробную информацию можно найти [здесь](#).

Процентная ставка каждого купона флоутера, начиная со второго, рассчитывается по формуле:

$$\text{Купон (m)} = \frac{1}{n} (\sum_{i=1}^n \text{RUONIA}_i) + \text{спред},$$

где:

Купон (m) – процентная ставка *m* – го купона облигации, % годовых, округляется с точностью до двух знаков после запятой;

n – количество календарных дней (включая выходные и праздничные дни) в периоде, равном **шести календарным месяцам**, предшествующим дате определения процентной ставки по очередному купону (не включая указанную дату);

RUONIA_i – ставка RUONIA за *i*-ый день расчетного периода, публикуемая ЦБ РФ [здесь](#). В случае отсутствия опубликованного значения ставки RUONIA за *i*-ый день (в том числе, если *i*-ый день является выходным или праздничным днем в РФ), значение ставки принимается равным последнему опубликованному значению;

спред – премия к ставке RUONIA в процентных пунктах, установленная в решении о выпуске облигаций (см. Табл. 1).

Таким образом, в структуру облигаций заложен шестимесячный лаг в реакции на изменение процентных ставок на рынке, что обусловлено принципом расчета очередного купона.

Адекватность доходностей флоутеров в «стакане»

Инвесторы в большинстве случаев выделяют флоутеры в отдельную от инструментов с фиксированной доходностью категорию и классифицируют их как инструменты денежного рынка. Доход по ним – это ставка RUONIA, плюс некоторый спред. Доходности, транслируемые в «стакане» (котировальном окне торгового терминала), а также основными информационными терминалами (см. Рис.3), значительно отличаются от доходностей сравнимых по сроку погашения классических ОФЗ и спредов, которые дают флоутеры относительно бенчмарка, сравнение приведено в Табл. 2.

Табл. 2. Сравнение доходностей RUONIA флоутеров

Бумага	Дата погашения	Доходность в "стакане"	Фактическая доходность	Номинальный спред к RUONIA, п.п.	Фактический спред к RUONIA, п.п.
ОФЗ 29006	29.01.2025	9,99%	8,04%	1,20	0,15
ОФЗ 29012	07.12.2022	10,03%	8,22%	0,40	-0,12
ОФЗ 29011	29.01.2020	9,81%	8,59%	0,97	-0,28
ОФЗ 24019	16.10.2019	9,81%	8,70%	0,30	-0,40
ОФЗ 24018*	27.12.2017	9,32%	9,20%	0,74	-1,05

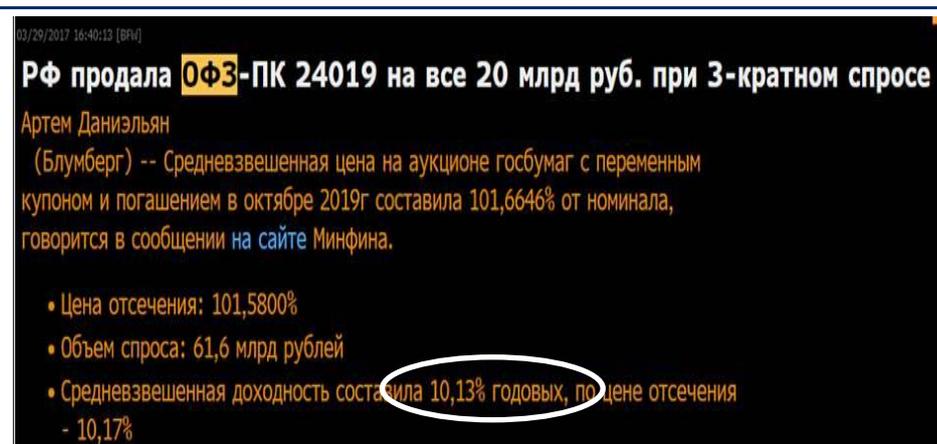
*- последний купон по ОФЗ 24018 уже определен, поэтому она фактически инструмент с фиксированным купоном

Источник: Cbonds, Bloomberg, Банк «Открытие»

Транслируемая доходность рассчитана на основе экстраполяции последней известной ставки купона по облигации до конца всего срока обращения инструмента, что некорректно с точки зрения идеи флоутеров – изменения ставки купона в зависимости от индикатора. Наши расчеты показывают, что фактические доходности до погашения значительно ниже, ближе к доходностям ОФЗ с фиксированным купоном при пересчете через IRS и,

в основном, ниже RUONIA при расчете реального спреда к бенчмарку с учетом текущей цены облигации.

Рис. 3. Транслируемая доходность флоутеров



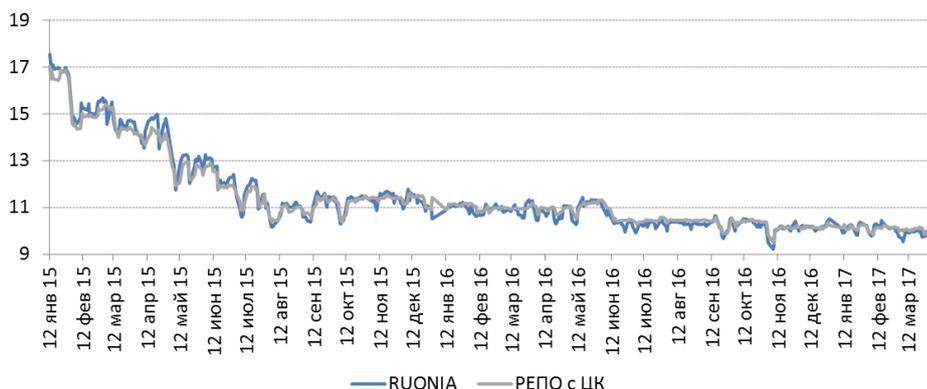
Источник: Bloomberg

В этом свете логично задаться вопросом – каковы мотивы крупных банков, которые, по нашему мнению, являются основными держателями флоутеров, инвестировать в инструмент, приносящий доходность ниже стоимости фондирования по той же ставке RUONIA? Они с успехом могут размещать средства по ставке РЕПО с ЦК, которая сейчас несколько выше RUONIA, нежели инвестировать во флоутер, приносящий доход «RUONIA минус».

Также мы не видим мотивации менее крупных банков (вне первого круга), которым фондирование по ставке RUONIA недоступно, инвестировать во флоутеры с дисконтом к RUONIA, за исключением причин регуляторного характера (показатели ликвидности баланса).

Более логична уплата премии за доступ к размещению средств по ставкам денежного рынка для инвесторов, которые имеют ограниченный доступ к рынку межбанковского кредитования, в силу инфраструктуры или законодательства: ПИФы, УК, НПФ, а также физические лица.

Рис. 4. Ставка RUONIA и ставка РЕПО с ЦК



Источник: Bloomberg

Расчет фактического спреда к RUONIA

Пример расчета спреда по ОФЗ 29006 на 11.04.2017:

Спот цена – 108,33, купон текущего периода уже известен – 56,89 руб. (11,41% годовых). До изменения купона по облигации, 09.08.17, остается 119 дня. Исходя из безрисковой ставки денежного рынка в 9,75% на 4 месяца (консервативная оценка = ключевая ставка ЦБ РФ), скорректированная (форвардная) цена облигации к моменту изменения купона должна составить:

$$107,79 = 108,33 - (11,41\% - 9,75\%) * 119 / 365.$$

Снижение цены от уровня 107,81 на 09.08.17 до даты погашения по номиналу (7,48 лет), дает потерю (capital loss) около 1,05% в год. В результате, номинальный спред 1,20% к RUONIA снижается до фактического:

$$0,15 = ((100 - 107,79) / 7,48 + 1,2) * (100 / 107,79)$$

Наиболее простым способом оценки доходности флоутеров является расчет «Simple margin» или фактической маржи над ставкой бенчмарка, которая определяется соотношением рыночной цены облигации и номинального спреда установленного эмиссионными документами.

Однако, с целью исключить эффект от изменения ставок на рынке с момента определения купона на текущий купонный период, рыночная цена определяется на дату окончания текущего купонного периода. Форвардная цена, по сути, представляет собой текущую рыночную цену облигации, скорректированную на спред между текущим купоном и текущей ставкой денежного рынка (актуальной с текущего момента до окончания текущего купонного периода).

Расчет скорректированной (форвардной) цены выглядит так:

$$P_{adj} = P_m - (\text{Купон \%} - \text{Ставка денежного рынка \%}) * T / 365$$

Где,

P_{adj} – скорректированная (форвардная) цена на дату следующего купона;

P_m – текущая рыночная цена;

T – количество дней до окончания текущего купонного периода;

Купон \% – размер известного купона;

$\text{Ставка денежного рынка \%}$ – ставка, актуальная в течение срока до окончания текущего купонного периода (консервативная оценка = ключевая ставка ЦБ РФ).

Далее, на основе скорректированной цены флоутера мы можем рассчитать фактический нормализованный спред к бенчмарку (RUONIA):

$$\frac{100}{P_{adj}} \times \left(\frac{100 - P_{adj}}{M} + \text{Спред} \right)$$

где,

Спред – премия к ставке RUONIA в процентных пунктах, установленная в решении о выпуске облигаций;

M – срок до погашения в годах;

$\frac{100}{P_{adj}}$ – нормализация спреда по отношению к номиналу (цена погашения)

Таким образом, отклонение цены флоутера от номинала ведет к изменению фактического спреда. Например, при цене ниже номинала инвестор получит над ставкой RUONIA заявленный при размещении спред и дополнительный доход от разницы цен покупки и погашения, что должно быть эквивалентно аналогичному флоутеру, который торгуется по номиналу но с большим спредом. Любой флоутер, торгующийся по 100% от номинала, обеспечивает фактический спред в размере номинального.

Главным недостатком данного подхода является невозможность сравнить флоутеры с другими классами активов, например с классическими облигациями. Возможно лишь сравнение относительной привлекательности различных флоутеров, привязанных к одному бенчмарку, между собой.

Согласно нашим расчетам, на сегодняшний момент только по ОФЗ 29006 наблюдается положительная премия к ставке RUONIA, причем этот спред

намного меньше номинального спреда (1,2%) установленного при размещении. Снижение фактического спреда по сравнению с номинальным произошло в результате роста цены облигации. Также наблюдается тенденция снижения фактического спреда к RUONIA с уменьшением срока до погашения, что явно отражает предпочтение к коротким флоутерам. Отчасти мы объясняем эту тенденцию большей пригодностью бумаг с погашением до 3 лет для казначейских операций управления ликвидностью по сравнению с длинными выпусками 5+ лет.

Табл. 3. Фактический vs номинальный спред к RUONIA

Бумага	Дата размещения	Дата погашения	Дней до следующего купона	Срок до погашения (от Reset), лет	Номинальный спред к RUONIA, п.п.	Рыночная Цена (спот)	Скорректированная цена (форвард)	Фактический спред к RUONIA, п.п.
ОФЗ-29006	31.12.2014	29.01.2025	119	7,48	1,20	108,33	107,79	0,15
ОФЗ-29012	30.11.2016	16.11.2022	42	5,60	0,40	103,00	102,89	-0,11
ОФЗ-29011	28.01.2015	29.01.2020	112	2,50	0,97	103,59	103,15	-0,28
ОФЗ-24019	07.12.2016	16.10.2019	7	2,52	0,30	101,80	101,78	-0,40

Цены по состоянию на 11.04.2017г.

Источник: Cbonds, Bloomberg, Банк «Открытие»

MosPrime Rate (Moscow Prime Offer Rate) – независимая индикативная ставка предоставления рублевых кредитов на московском денежном рынке. Показатель основан на ставках рублевых кредитов, объявляемых первоклассными банками - участниками российского денежного рынка со сроками «overnight», 1 неделя, 2 недели, 1, 2, 3 и 6 месяцев.

Процентный своп (IRS) – соглашение об обмене сериями платежей, при котором одна сторона платит фиксированный процент, а другая – плавающий. Этот процесс напоминает обмен облигации с фиксированной ставкой купона на облигацию с плавающей ставкой купона привязанной к ставке MosPrime.

Расчет справедливой доходности по флоутеру через IRS

Для оценки справедливой доходности по RUONIA флоутерам, мы применили два подхода:

Подход 1 – прогноз купонов на основе свопов (IRS). Используя кривую процентных свопов на базе ставок 3М MosPrime, мы рассчитали 3-месячные форвардные ставки. Для того чтобы привести полученные ставки к ставкам RUONIA, мы применили дисконт, равный 100 базисных пунктов (среднее значение разницы ставок 3М MosPrime и 3М RUONIA своп за период начиная с 01.01.2011 г.). Полученные ставки RUONIA, мы использовали для прогноза купонного дохода по флоутерам в течение срока обращения. Ставка дисконтирования полученного денежного потока, приводящая его к текущей цене облигации, дает нам справедливую доходность каждого флоутера. Эти доходности мы сопоставили с доходностями ОФЗ с постоянным купоном с аналогичными сроками до погашения.

Применение IRS на базе MosPrime для фиксации будущих ставок купонов по флоутерам теоретически возможно осуществить на практике, но могут возникнуть ограничения в связи с ликвидностью рынка IRS за пределами 3 лет. Базисный риск спреда MosPrime – RUONIA практически не поддается хеджированию в виду «виртуальности» расчета MosPrime.

Подход 2 – прогноз купонов на основе интерполяции кривой доходностей ОФЗ. Аналогичная процедура, описанная в Подходе 1, проделывалась с той лишь разницей, что в качестве основы для прогнозирования купонных доходов по флоутерам использовались фактические доходности на кривой ОФЗ, с помощью которой определялись процентные ставки на трехмесячных отрезках. Плюсом такого подхода является значительно большая репрезентативность кривой ОФЗ по сравнению со ставками IRS с точки зрения ликвидности и сроков до погашения активно торгуемых выпусков (до 15 лет). Недостаток – предположение о равенстве доходностей ОФЗ среднедневным ставкам денежного рынка за срок до погашения соответствующей бумаги, которое может внести погрешность в расчеты.

Как можно заметить, оба подхода показали приблизительно похожие результаты – справедливые доходности «синтетических» ОФЗ имеют незначительную премию (0–50 б. п.) к доходностям сопоставимых по сроку обращения реальных бумаг. Наличие данной неэффективности рынка может объясняться транзакционными издержками и рисками для осуществления арбитража (описаны выше на примере MosPrime), сложностью для активной торговли инструментом «синтетическая фикс ОФЗ из флоутера + своп» по сравнению с классическими бумагами.

Табл. 4. Подход 1 – ставки RUONIA из кривой свопов (IRS)

Бумага	Дата погашения	Фактическая доходность		Бумага	Дата погашения	Доходность
ОФЗ 29006	29.01.2025	8,04%	vs	ОФЗ 26219	16.09.2026	8,09%
ОФЗ 29012	07.12.2022	8,22%	vs	ОФЗ 26220	07.12.2022	8,05%
ОФЗ 29011	29.01.2020	8,59%	vs	ОФЗ 26214	27.05.2020	8,15%
ОФЗ 24019	16.10.2019	8,70%	vs	ОФЗ 26214	27.05.2020	8,15%
ОФЗ 24018	27.12.2017	9,20%	vs	ОФЗ 25081	31.01.2018	9,00%

Источник: Cbonds, Bloomberg, Банк «Открытие»

Табл. 5. Подход 2 – ставки RUONIA из кривой ОФЗ

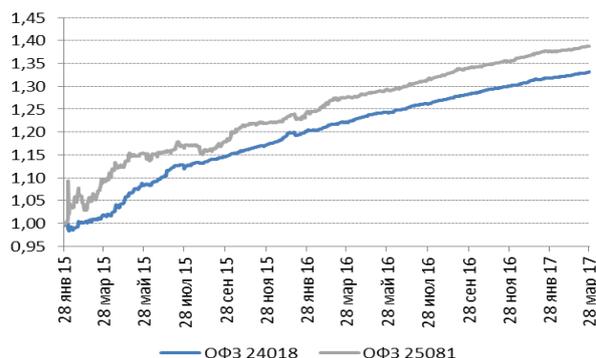
Бумага	Дата погашения	Фактическая доходность		Бумага	Дата погашения	Доходность
ОФЗ 29006	29.01.2025	8,36%	vs	ОФЗ 26219	16.09.2026	8,09%
ОФЗ 29012	07.12.2022	8,44%	vs	ОФЗ 26220	07.12.2022	8,05%
ОФЗ 29011	29.01.2020	8,57%	vs	ОФЗ 26214	27.05.2020	8,15%
ОФЗ 24019	16.10.2019	8,60%	vs	ОФЗ 26214	27.05.2020	8,15%
ОФЗ 24018	27.12.2017	8,99%	vs	ОФЗ 25081	31.01.2018	9,00%

Источник: Cbonds, Bloomberg, Банк «Открытие»

Сравнение ОФЗ: флоутер против фикс. по Total Return (с учетом НКД)

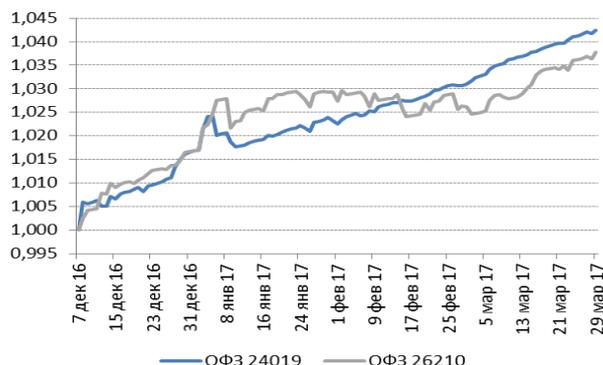
Фактический накопленный доход по ОФЗ с фиксированным купоном превосходит доход от инвестиций во флоутеры. На фоне усиления рыночных ожиданий относительно продолжения смягчения денежно-кредитной политики ЦБ, объем накопленного дохода по ОФЗ с фиксированным купоном начинает опережать соответствующий показатель по флоутерам как за счет роста цены первых, так и за счет снижения купонного дохода по вторым.

Рис. 5. ОФЗ 24018 против ОФЗ 25081



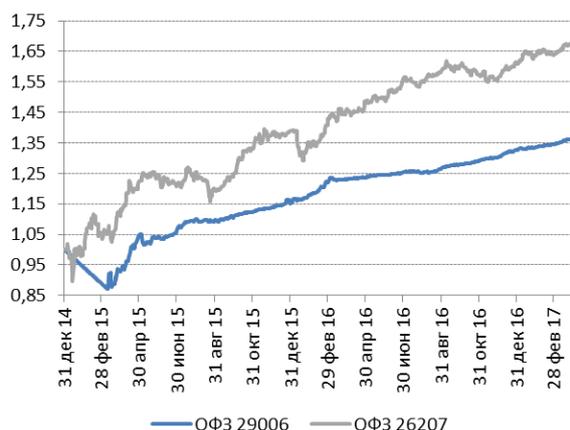
Источник: Bloomberg, Банк «Открытие»

Рис. 6. ОФЗ 24019 против ОФЗ 26210



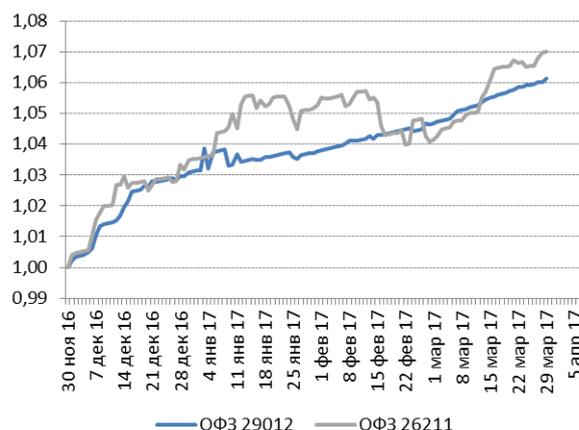
Источник: Bloomberg, Банк «Открытие»

Рис. 6. ОФЗ 29006 против ОФЗ 26207



Источник: Bloomberg, Банк «Открытие»

Рис. 7. ОФЗ 29012 против ОФЗ 26211



Источник: Bloomberg, Банк «Открытие»

Управление продаж

Александр Урицкий
+7 (495) 725-32-41, вн. 77-5113
Uritskiy_AV@open.ru

Дмитрий Дергачев
+7 (495) 725-32-41, вн. 77-5118
Dergachev_DA@open.ru

Карен Исаджян
+7(495)725-32-41, вн. 11-0527
Isadzhanian_KZ@open.ru

Кирилл Матросов
+7 (495) 725-32-41, вн. 77-4677
Matrosov_KA@open.ru

Евгений Назаров
+7 (495) 725-32-41, вн. 77-3678
Nazarov_EL@open.ru

Управление исследования рынка

Дмитрий Харлампиев
+7 (495) 725-32-41, вн. 40-3373
Kharlampiev_DN@open.ru

Илья Макаров
+7 (495) 725-32-41, вн. 77-4130
Makarov_IA@open.ru

Андрей Севастьянов
+7 (495) 725-32-41, вн. 40-3105
Sevastianov_AV@open.ru

Настоящая информация была подготовлена исключительно для целей ознакомления и не является предложением о покупке или продаже или запросом на предложение о покупке или продаже каких-либо валют, ценных бумаг или инструментов или относительно участия в какой-либо конкретно стратегии торговли валютами или ценными бумагами. Настоящая информация является конфиденциальной и предназначена исключительно для внутреннего пользования в вашей организации. Настоящая информация основана на данных, находящихся в открытом доступе из источников, которые считаются надежными, или была подготовлена исходя из этих данных. Настоящим мы не делаем заявлений или гарантий в отношении точности или полноты информации или в отношении условий какого-либо предложения о проведении сделок в будущем, соответствующих условиям, содержащимся в настоящем документе. Мы не берем на себя обязательства обновлять настоящую информацию. При осуществлении анализа могут быть сделаны определенные предположения, в результате которых была сформирована информация и рассчитаны прибыль/результаты, указанные в настоящем документе. Мы не делаем никаких заявлений относительно того, что какие-либо результаты/прибыль, указанные здесь, будут достигнуты или что все возможные предположения, связанные с достижением такой прибыли, были учтены или указаны. Изменения предположений могут иметь существенное воздействие на указанные результаты/прибыль. ПАО БАНК «ФК ОТКРЫТИЕ» (далее – БАНК «ОТКРЫТИЕ»), его аффилированные лица и Общество с ограниченной ответственностью «ОТКРЫТИЕ Трейдинг» (далее – «ОТКРЫТИЕ Трейдинг»), входящее в группу компаний «ОТКРЫТИЕ Капитал», отказываются от каких-либо обязательств, относящихся к настоящей информации, в том числе ко всем непосредственно сформулированным или подразумеваемым заявлениям или гарантиям в отношении заявлений, заключенных в настоящей информации или в том, что было опущено в ней. По запросу может быть предоставлена дополнительная информация. БАНК «ОТКРЫТИЕ», ОТКРЫТИЕ Трейдинг и связанные с ними организации могут торговать от собственного имени ценными бумагами, указанными здесь, или ценными бумагами эмитентов, указанных здесь, владеть такими бумагами или выступать маркет-мейкером по ним, а также могут являться консультантами или стремиться стать консультантами эмитентов таких ценных бумаг и инструментов. В случаях, когда вы предоставляете нам информацию, относящуюся к заявке клиента или предполагаемой возможной сделке, мы можем использовать эту информацию, для того чтобы обеспечить исполнение вашей заявки или сделки, при управлении ситуацией в роли маркет-мейкера, действиями, способствующими осуществлению операций других клиентов или иным образом способствующими проведению нашего законного бизнеса (к которому может относиться, в частности, хеджирование рисков или другие методы ограничения рисков, связанных с нашей деятельностью). В случаях, когда мы даем обязательства по предоставлению своего капитала в отношении либо текущего управления товарно-материальными запасами, используемыми для того, чтобы обеспечить деятельность клиентов, или в отношении предоставления вам котировок или цен, возможно, нами использовалась такая информация для заключения сделок, которая впоследствии позволила нам обеспечить деятельность клиентов на условиях, которые являются конкурентоспособными в сложившейся рыночной ситуации. Результаты предыдущих периодов не являются показателем результатов в будущем. Цена и возможность приобретения валют и ценных бумаг могут меняться без уведомления. БАНК «ОТКРЫТИЕ», ОТКРЫТИЕ Трейдинг не предоставляют консультации по инвестициям, налогам, бухгалтерскому учету или по нормативно-правовым вопросам, и стороны, желающие стать инвесторами, должны консультироваться со своими профессиональными консультантами. Если не делается специального заявления, изложенные здесь мнения являются мнениями автора и могут отличаться от мнений аналитиков БАНКА «ОТКРЫТИЕ», «ОТКРЫТИЕ Трейдинг» или других сотрудников указанных компаний. Настоящий документ не является продуктом аналитического отдела БАНКА «ОТКРЫТИЕ» или «ОТКРЫТИЕ Трейдинг» и не должен рассматриваться как аналитический отчет. Настоящий документ составлен для предоставления хорошо информированным и опытным потенциальным инвесторам с целью содействия в определении ими того, заинтересованы ли они в продуктах такого рода, как описываемые в настоящем документе.