

20 декабря 2013

Национальная валюта

История белорусского штопора

Провал Ассоциации с ЕС и возобновление диалога с Россией при слабой экономике поставили Украину в условия Беларуси 2011 года, когда валюта обесценилась в три раза. Аналогий между сегодняшней Украиной и Беларусью образца 2011 года - более чем достаточно: бюджетный дефицит, дефицит платёжного баланса, административное удерживание курса валюты, отказ от сотрудничества с МВФ и ставка на российские деньги, а также политический фактор, усугубляющий фискальные проблемы и закладывающий негативные ожидания по валюте. Белорусская экономика с таким набором «вводных» продержалась менее года. При анонсированной поддержке со стороны России, Украина может продержаться дольше, но похоже, что валютный кризис и здесь неизбежен.

- Большой торговый дефицит, низкие валютные резервы, фискальный кризис, негативные ожидания по курсу валюты на фоне его административного сдерживания, переговоры с Россией как единственным политически доступным кредитором, – это были основные предвестники валютного кризиса 2011-го года в Беларуси. С таким набором симптомов сейчас живёт и Украина.
- Катализатором, запустившим необратимые процессы в экономике и трансформировавшем накопленные проблемы в полноценный кризис в Беларуси, стали президентские выборы 2010 года, подстегнувшие правительство к популистским мерам. Примечательно, что выборы в Беларуси являются рядовым событием, в отличие от Украины.
- Опыт Беларуси показал, что административный контроль над валютным рынком имеет ограниченное влияние. Дефицит наличной валюты вылился в появление альтернативного валютного рынка, контролировать который не смогли даже в условиях Беларуси.
- Предвестниками валютного кризиса в Беларуси стало ограничение на валютнообменные операции и самоорганизация «серого» валютного рынка, с его альтернативным курсом. Пока что можем утверждать, что в Украине до этого не дошло.
- Особенностью белорусского кризиса были попытки манипуляции статистическими данными для создания видимости стабильности. Очевидно, что такого рода манипуляции становятся явными только со временем. Но при оценке валютных и другого рода рисков всегда нужно принимать во внимание фактор возможной неадекватности официальной статистики в критических условиях. Применимо к Украине, можем отметить, что данные об отсутствующей инфляции в стране давно вызывают недоумение у общества.

Александр Паращій
ap@concorde.com.ua

Белорусский кризис и ситуация в Украине

Как мы можем увидеть из таблицы ниже, критическая масса факторов, спровоцировавшая кризис в Беларуси, на данный момент в Украине ещё не накоплена. Более того, получив обещание по макрофинансовой помощи от России в размере до \$15 млрд. (и значительную вероятность её получения), Украина, вероятно, сможет избежать валютного кризиса в ближайшее время.

Тем не менее, в 2015 году экономическая ситуация в Украине будет всё больше напоминать Беларусь образца 2011 года (с накопленными проблемами от популистских решений, заморозивших реформы, и усугублёнными «невиданной» предвыборной щедростью). Более того, в последние четыре месяца 2015 года Украине придётся возвращать около \$5.4 млрд. внешних долгов (с учётом погашения ожидаемого вскоре кредита от России на \$3.0 млрд.). Это довольно внушительная сумма для такого короткого периода, сравнимая со среднегодовыми выплатами правительства на протяжении последних трёх лет.

Таким образом, мы не исключаем, что валютный кризис может ожидать Украину в любое время на протяжении следующего года, и видим, что его вероятность будет как никогда высокой к концу 2015 года.

Факторы валютного кризиса в Беларуси – сопоставление с Украинской ситуацией

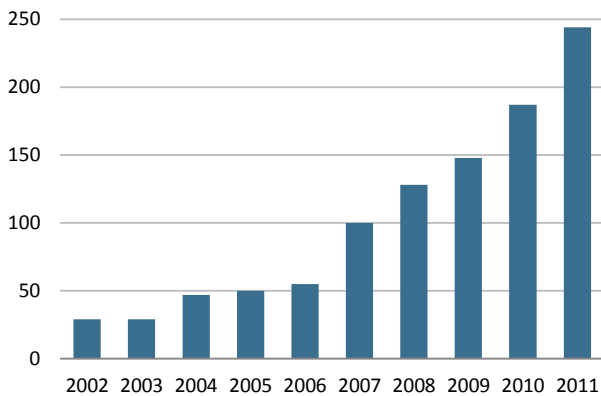
Фактор / Событие	Беларусь 2010-2011		Украина 2013 - 2014	
	Описание	Влияние на кризис	Описание	Риск для кризиса
Дефицит счёта текущих операций	17.6% ВВП в 1 кв.2011	+++	8.7% ВВП в октябре 2013	++
Низкие резервы Центробанка	1 мес. импорта в мае 2011	+++	2.3 мес. импорта в ноябре 2013	++
Предвыборный популизм	Имел место	++	Есть большое искушение	++
Дефицит бюджета	2.4% ВВП в 2010	+	4.0% ВВП в 2013	++
Квази-фискальный дефицит	Гос. рефинансирование: около 3% ВВП в 2011	+	Нафтогаз, Аграрный фонд: около 2% ВВП в 2013	+
Отказ следовать рекомендациям МВФ	Имел место	+	Имеет место	+
Расчёт на помощь России	Имел место	+	Имеет место	+
Рост денежной массы	49% в 2010	++	13% за 11мес.2013	+
Манипуляция со стат. данными	Имела место	+	Сложно проверить на данном этапе	?
Альтернативный валютный рынок	Имел место	+++	Нет	-
Опыт разовой девальвации	Имел место в 2009	+	При этой власти - не было	-
Желание правительства держать курс	Имело место	--	Имеет место	--

Предпосылки белорусского кризиса

Рост торгового дефицита

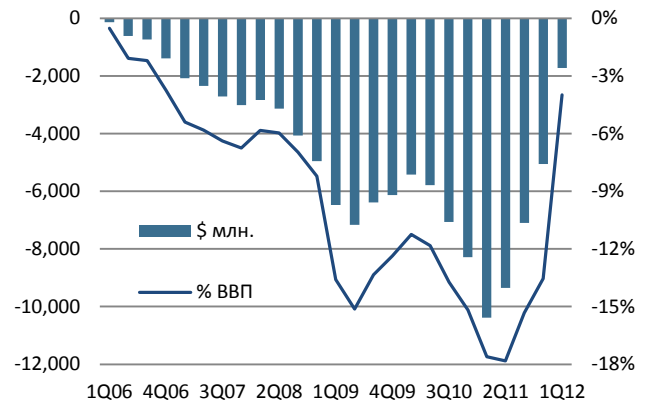
Перед валютным кризисом мая 2011 года экономика Беларуси уже была в достаточно шатком состоянии. С 2007 года, на волне ухудшения отношений с Минском, Москва начала повышать цены на газ для Беларуси. В этом же году Россия упразднила беспошлинный ввоз нефти в республику – экспортная пошлина составила \$53 за тонну.

Цена импортного газа для Беларуси, \$/тыс. куб. м



Источник: СМИ, расчёты Concorde Capital

Счёт текущих операций Беларуси



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (НБРБ)

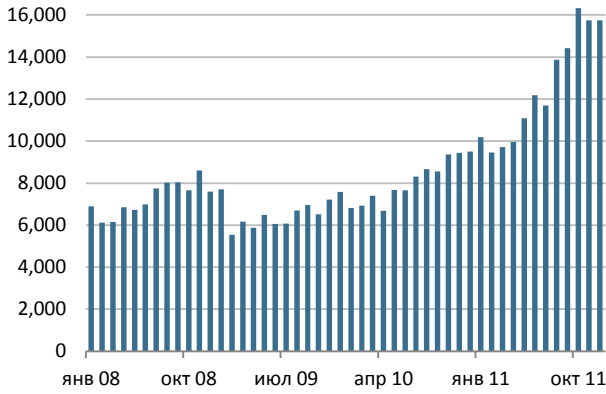
Такие изменения заложили мину замедленного действия под «белорусское экономическое чудо», которое, по сути, держалось на дешёвых энергоносителях. Как следствие, торговый баланс начал ухудшаться, нефтеперерабатывающая промышленность потеряла значительную часть рентабельности, доходы бюджета сокращались.

Дополнительный удар по устойчивости Белорусской экономики нанёс мировой кризис 2008-2009гг. Экспорт стал стремительно падать, что привело к резкому росту торгового дефицита – по состоянию на середину 2009-го года дефицит счёта текущих операций превысил 15% ВВП. В новогоднюю ночь 2009 года правительство снизило курс рубля на 20%, чтобы «выпустить пар». Но эта девальвация не решила фундаментальные проблемы – торговый дефицит продолжил свой рост.

Предвыборный популизм

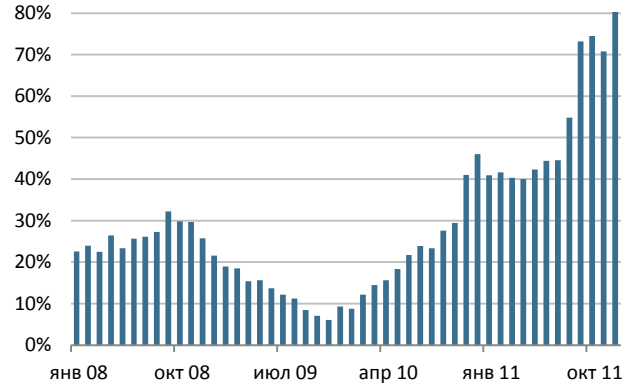
На фоне слабости экономики, стране не хватало только незначительного толчка, чтобы войти в штопор. Таким толчком стали президентские выборы 2010 года – по-сути, стандартное упражнение для Беларуси, не обещавшее никаких политических сюрпризов. Масштабное эмиссионное финансирование квази-фискальных расходов (монетарная база выросла на 49.5% в 2010м году), неоправданно-популистское повышение зарплат (номинальный рост зарплат составил 46%) и сокращение валютных резервов на фоне нарастающего дефицита счёта текущих операций (дефицит превышал 15% ВВП на конец 2010го года) создало гремучую смесь, против которой даже авторитарный режим Александра Лукашенко и тотальный контроль на валютном рынке оказались бессильны.

Монетарная база Беларуси, млрд. руб.



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (НБРБ)

Темпы роста номинальных зарплат, г/г



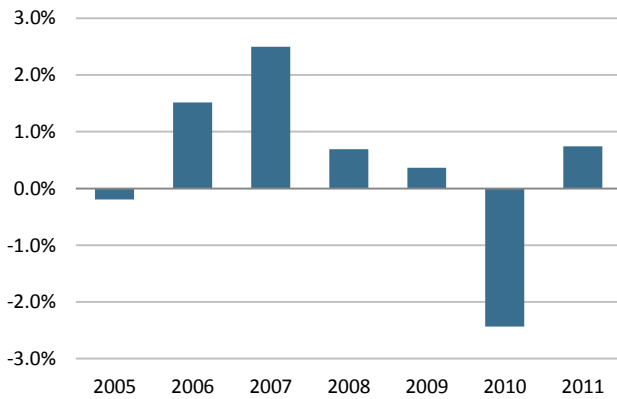
Источник: Белстат

В преддверии президентских выборов, начиная с ноября 2010 года, в госсекторе республики (около половины рабочих мест) зарплаты были увеличены на треть. При том, что инфляция на тот момент составляла около 10%, а производительность труда даже по официальным данным росла не быстрее 8% (ВВП в 2010 году вырос на +7.7%). То есть, кроме активного эмиссионного кредитования в конце 2010 года, в республике увеличили доходы населения на 46%, что в четыре раза превышало темпы роста производительности труда.

Квази-фискальные кредиты

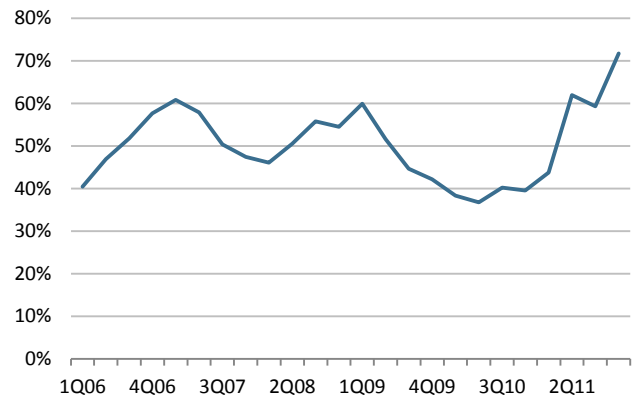
Статистика демонстрирует завидную «профицитность» государственного бюджета Беларуси на протяжении многих лет. Даже в кризисный 2011 год, после 300% девальвации, дефицит республиканского бюджета составил всего 2.4% ВВП.

Баланс государственного бюджета Беларуси, % ВВП



Источник: Минфин

Темпы роста кредитования экономики, г/г



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (НБРБ)

Тем не менее, с учётом так называемой квази-фискальной деятельности, белорусский бюджет был дефицитным. Одной из квази-фискальных операций, сыгравшей свою роль в кризисных явлениях 2011 года, стало активное государственное рефинансирование банковской системы в 2005-2011 годах. В этот период поддержка банков со стороны государства составила в среднем 1% ВВП в год, а в 2011 – 5.3% ВВП (согласно расчётам CASE Belarus). Фактически, государство проводило масштабную эмиссию рубля и предоставляло свежоотпечатанные деньги через банки в кредит, а население и предприятия на эти деньги приобретали импортные товары. Примечательно, что даже в разгар девальвационной паники этот процесс не прекращался – кредитный портфель банков в 2011 году вырос на 71%.

МВФ: популизм испортил отношения в 2010 году

Беларусь, как и многие страны региона, попросила помощь МВФ в период кризиса 2008, и получила кредит в размере \$3.5 млрд. (последний транш получен в марте 2010). Программа 2009-2010гг была признана Фондом успешной (была проведена коррекция рубля и консолидированы госфинансы), и до 2010 года ситуация в республике считалась стабильной. Но в преддверии президентских выборов отношения между официальным Минском и МВФ испортились. Повышение госрасходов, масштабные квази-фискальные операции и декларация стабильного обменного курса, на фоне нарастания девальвационного потенциала и низких валютных резервов, шли вразрез с видением Фонда о реформах в стране. В мае 2011 года, когда руководство страны обратилось за помощью к МВФ, Фонд дал ожидаемый ответ о необходимости валютной либерализации, фискальной консолидации и снижения квази-фискальных операций.

Новогодняя девальвация-2009 заложила повод для нервозности

Валютный режим в Беларуси номинально определяется коридором к три-валютной корзине (доллар США, евро, российский рубль). Но фактически в стране практикуется фиксированный курс по отношению к доллару.

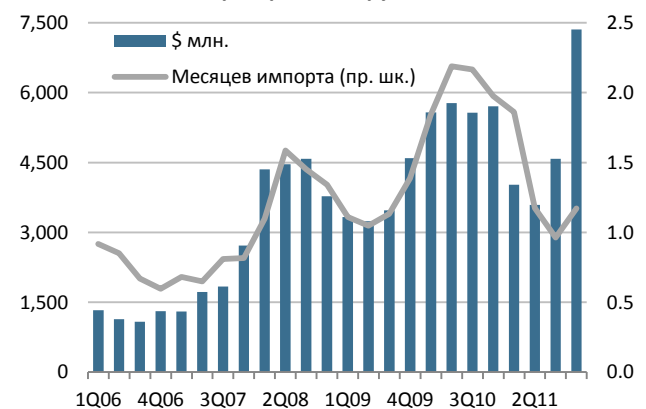
В условиях жёсткого административного контроля над экономикой страны, стабильность местной валюты не поддавалось сомнению со стороны населения. Даже стабильно сверхнизкий уровень валютных резервов, редко превышавший 2 месяца импорта, не особо беспокоил население и бизнес. Основное допущение было – Лукашенко не даст валюте упасть. Но удар по доверию был нанесён в начале 2009 года, когда одним шагом Нацбанк ослабил рубль на 20%.

Официальный курс белорусского рубля к доллару США



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (НБРБ)

Валовые валютные резервы Беларуси



Источник: НБРБ, Белстат, расчёты Concorde Capital

Негативные ожидания по валюте после выборов-2010

Хотя долгосрочное правление Лукашенко в широкой массе не поддавалось сомнению, и существовала широкая уверенность в том, что стабильность (в том числе и обменного курса) будет поддерживаться и дальше, устойчивое сокращение валютных резервов и плачевное состояние экономики постепенно стало перерастать в беспокойство в обществе. На каком-то этапе население начало справедливо полагать, что за все накопившиеся проблемы придётся расплачиваться простым гражданам – прецедент с одномоментной девальвацией уже был. На этом фоне, ещё до президентских выборов, (состоявшихся 19 декабря 2010), и в особенности после них, население начало активно скупать иностранную валюту в ожидании повторения ослабления рубля. Эта тенденция стала завершающим аккордом на пути к стремительному снижению курса рубля.

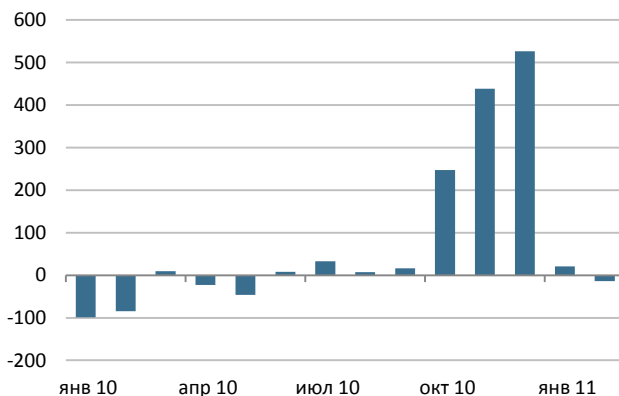
Хронология кризисных событий в Беларуси

Принято считать, что кризис в Беларуси начал разворачиваться **с ноября 2010 года**. На тот момент внешне ничто не указывало на приближающиеся проблемы. Валютные резервы несущественно снизились (на 2.5% м/м в ноябре), что не являлось значительной вариацией (к примеру, месяцем ранее резервы выросли на 7.5% м/м). Дефицит счёта текущих операций был внушительным (около 15% ВВП), но страна уже не первый год жила с таким дефицитом. Кроме того Председатель правления Национального банка Беларуси Пётр Прокопович авторитетно заявил, что девальвации рубля не будет и что белорусский рубль недооценён относительно доллара. После таких заявлений негативный прогноз Moody's относительно развития банковской системы страны на 2011 год выглядел не совсем серьёзно.

В декабре 2010, когда проходили президентские выборы, население уже активно интересовалось иностранной валютой. Президент Александр Лукашенко подверг критике экспертов, отмечавших «несуществующие» проблемы. Хотя снижение валютных резервов на 11.8% м/м в декабре выглядело тревожным сигналом, всё же место для оптимизма оставалось: резервы оставались на 9.5% выше, чем годом ранее.

Начало 2011 года уже ознаменовалось превентивными мерами Центробанка. В январе банк сузил коридор колебания национальной валюты на 2 п.п. до 8%, а также увеличил сбор по операциям купли-продажи валюты до 2% (против 0.0095%). Кроме этого, Нацбанк даже незначительно укрепил рубль, что сбило спрос населения на валюту на следующие два месяца.

Чистая покупка наличной валюты населением, \$ млн.



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (НБРБ)

Обменный курс белорусского рубля к доллару США



Источник: НБРБ

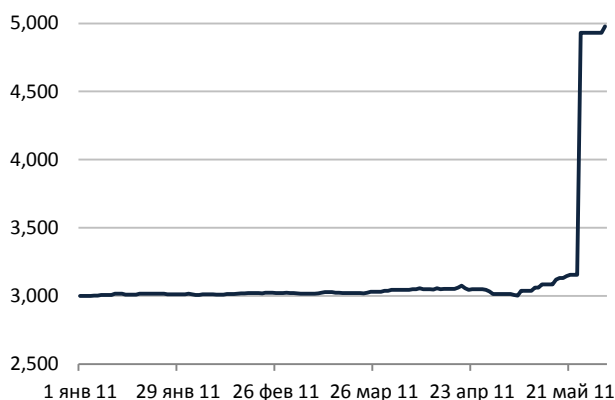
При этом руководство республики упорно не признавало серьёзность нарастающей проблемы. Снижение валютных резервов на 13.7% в январе официально объяснялось сезонным фактором (годом ранее резервы сократились на 6.7%).

В феврале 2011 спрос на наличную валюту, после январского укрепления рубля, был минимальным. Тем не менее, резервы продолжили сокращаться (-7.4% м/м). Руководство страны впервые объявило о планах взять в долг 2 млрд. дол. США. Нацбанк ввёл ограничение на покупку валюты при импорте оборудования стоимостью выше 50 тыс. долларов. При этом, Александр Лукашенко заявил: «Население – это святое. И у нас население проблем с валютой не создает. Население купило несколько миллионов долларов и всё равно разместило их в банках». Нацбанк

продолжает утверждать, что «белорусский рубль – надёжная и прогнозируемая валюта».

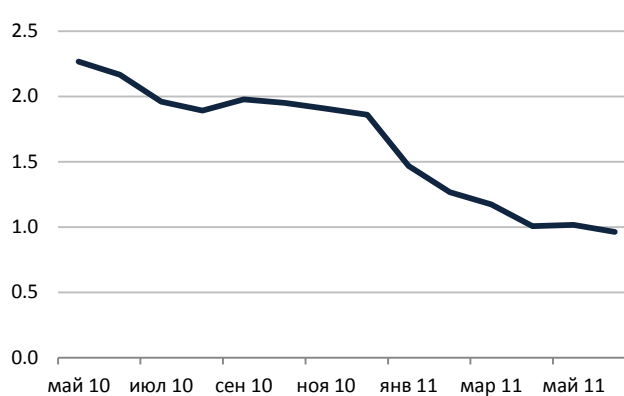
Март 2011 года стал переломным. На фоне заявлений Лукашенко о том, что «никакой разовой девальвации в Белоруссии не будет», 22 марта в обменных пунктах прекратилась продажа валюты, в основном по причине отказа Нацбанка продавать валюту банкам. Обменный курс рубля незначительно подрос в пределах «коридора», но купить по такому курсу иностранную валюту было практически невозможно. Нацбанк ввёл месячный мораторий на принятие решений по курсовой политике и заявил, что «полностью исключает возможность проведения разовой существенной корректировки обменного курса белорусского рубля». Валютные резервы сокращаются ещё на 6.5%, после исчезновения валюты из «обменников» в стране началась паника.

Обменный курс белорусского рубля к доллару США



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (НБРБ)

Золотовалютные резервы, в месяцах импорта



Источник: НБРБ, Белстат, расчёты Concorde Capital

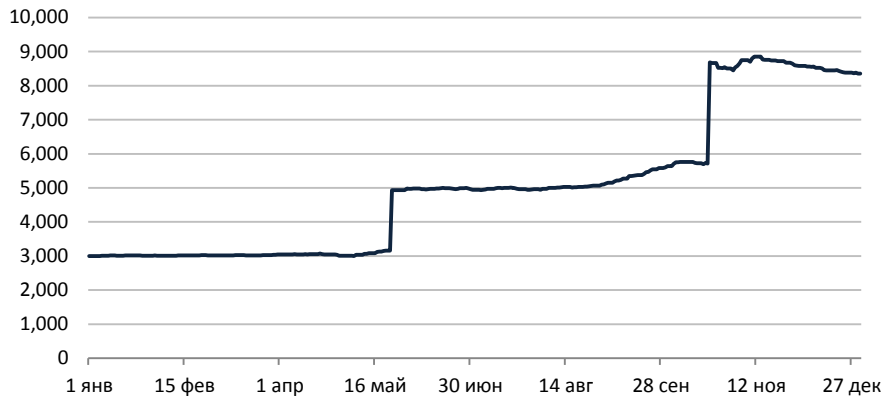
На протяжении апреля-мая официальный Минск пытается придерживаться выбранной тактики «стабильного курса». В условиях фактически замороженного валютного рынка, начали бурно развиваться теневые операции: на альтернативном рынке котировки доллара на 70% превышали официальный обменный курс. Начался активный отток депозитов, как в иностранной валюте, так и в белорусских рублях. Население массово скупает всё, что имеет хоть какую-то ценность – в середине апреля Нацбанк прекратил продажу драгметаллов за белорусские рубли. На валютной бирже запускается дополнительная сессия, чтобы определить новый равновесный курс рубля. Ведутся активные переговоры с Россией о новых заимствованиях. И в конце мая Нацбанк решает на снижение официального курса рубля на 56%.

Но этого шага уже оказалось недостаточно для решения накопившихся проблем. Даже после официальной девальвации, курс рубля на альтернативном рынке оставался почти в два раза ниже, чем официальный. В такой ситуации Беларусь просит кредит у Антикризисного фонда ЕврАзЭС, и получает 3.1 млрд. долларов в обмен на приватизацию активов на сумму в 7.5 млрд. долларов. Примечательно, что всё это время печатный станок Нацбанка не останавливается: растущий бюджетный дефицит и обескровленная банковская система требовали всё большего финансирования. На этом фоне, с августа до середины октября 2011 года Нацбанк постепенно отпускает валюту еще на 15%. А 20 октября регулятор полностью отправляет национальную валюту в свободное плавание: в этот день белорусский рубль девальвировал еще на 52%.

В общем итоге, в результате истощения валютных резервов и затаянного сопротивления рыночным тенденциям, за год белорусский рубль

девальвировал почти в три раза, инфляция составила 108%, ставка рефинансирования достигла уровня 45%, денежная база выросла на 84%, а средняя зарплата упала с 500 дол. США до ~300 дол. США. Кроме того, Беларусь была вынуждена продать России значительную часть своих активов, чтобы расплатиться по долгам. В частности, в ноябре 2011 года Минск продал оставшиеся 50% Белтрансгаза Газпрому, тем самым передав 100% собственности на газовую трубу России.

Обменный курс белорусского рубля к доллару США в 2011 году



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (НБРБ)

Особенности белорусского кризиса

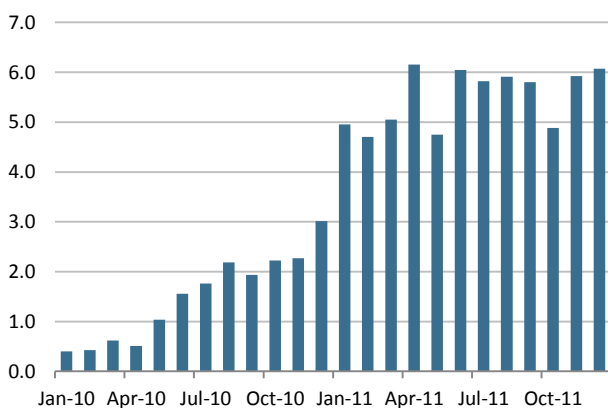
Валютный кризис 2011 года имел несколько моментов, заслуживающих отдельного внимания: роль белорусской банковской системы в поддержании валютной стабильности страны и манипуляция с данными о валютных резервах; альтернативный валютный рынок.

Банки «кредитуют» валютные резервы

В 2010 году просьба Нацбанка Беларуси помочь валютой для государства, предсказуемо, не осталось без внимания коммерческих банков (многие из которых имеют русскую прописку). Начиная с апреля 2010 года, наблюдался резкий рост обязательств Нацбанка перед банковской системой.

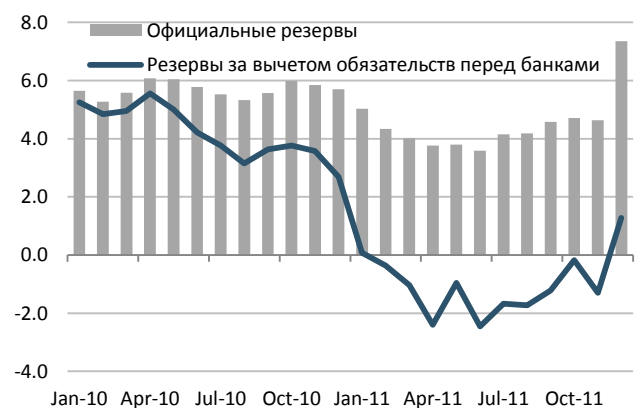
Если придерживаться методологии Специальных стандартов распространения данных (ССРД) МВФ, т.е. вычесть из валютных резервов Беларуси обязательства Нацбанка перед коммерческими банками, то мы увидим, что в мае 2011 года, несмотря на относительно сносный уровень резервов (по официальным данным), иностранная валюта у Центробанка фактически закончилась. Манипуляции с данными, имевшие место в 2010 и 2011 годах, не давали возможности видеть объективную картину по валютным резервам, таким образом, лишь отсрочив и усугубив валютный кризис.

Обязательства НБРБ перед банковской системой, \$ млрд.



Источник: Национальный банк Республики Беларусь (НБРБ)

Резервы НБРБ, \$ млрд.



Источник: НБРБ

Негосударственный валютный рынок

Серый рынок и валютные спекулянты обычно ассоциируются с полукриминальным миром. Но в Беларуси, в условиях официально замороженного валютного рынка, благодаря новым технологиям, появился вполне цивилизованный негосударственный оборот валюты. Весь механизм был построен вокруг сайта prokorovi.ch (перекликающийся с именем Петра Прокоповича, Председателя правления Национального Банка Республики Беларусь), где желающие купить/продать валюту выставляли свои заявки. После того, как покупатель и продавец находили друг друга и согласовывали цену, они договаривались о встрече в отделении банка, где один сдавал, а другой официально покупал валюту – курсовую разницу покупатель доплачивал продавцу в рублях. В таком режиме негосударственный валютный рынок, даже в условиях жесточайшего контроля, успешно функционировал до возобновления нормальной работы официального рынка.

Контакты

CONCORDE CAPITAL

Мечникова 2, 16-й этаж
Бизнес центр Парус
Киев 01601, Украина

Тел.: +380 44 391 5577
Факс: +380 44 391 5571

www.concorde.ua
Bloomberg: CONR <GO>

Генеральный директор

Игорь Мазепа im@concorde.com.ua

ПРОДАЖИ

Андрей Герус ga@concorde.com.ua

Юрий Товстенко ytovstenko@concorde.com.ua

Леся Кушнир lk@concorde.com.ua

Алиса Тихомирова at@concorde.com.ua

АНАЛИТИКА

Руководитель аналитического отдела

Александр Параший ap@concorde.com.ua

АПК, Электроэнергетика, Телеком

Александр Параший ap@concorde.com.ua

Горно-металлургический комплекс

Роман Тополюк rt@concorde.com.ua

Макроэкономика

Александр Параший ap@concorde.com.ua

Политика

Зенон Завада zzawada@concorde.com.ua

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

ЭТОТ ДОКУМЕНТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН ИК CONCORDE CAPITAL НЕЗАВИСИМО ОТ КОМПАНИЙ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПРЕДМЕТАМИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО ВСЕ ПОЗИЦИИ, ИЗЛОЖЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ В ОТНОШЕНИИ КАКОЙ-ЛИБО ЦЕННОЙ БУМАГИ ИЛИ ЭМИТЕНТА, ТОЧНО ОТРАЖАЮТ ЛИЧНЫЕ ВЗГЛЯДЫ ЭТОГО АНАЛИТИКА КАСАТЕЛЬНО ЛЮБОГО АНАЛИЗИРУЕМОГО ЭМИТЕНТА/ЦЕННОЙ БУМАГИ.

ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ИЛИ МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ЯВЛЯЮТСЯ СУЖДЕНИЕМ НА МОМЕНТ ПУБЛИКАЦИИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН НЕЗАВИСИМО ОТ КОМПАНИИ, И ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ И МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ОТРАЖАЮТ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО ТОЧКУ ЗРЕНИЯ АНАЛИТИКА. ПРИ ВСЕЙ ОСТОРОЖНОСТИ, СОБЛЮДАЕМОЙ ДЛЯ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ТОЧНОСТИ ИЗЛОЖЕННЫХ ФАКТОВ, СПРАВЕДЛИВОСТИ И КОРРЕКТНОСТИ ПРЕДСТАВЛЕННЫХ РЕКОМЕНДАЦИЙ И МНЕНИЙ, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ УСТАНОВИЛИ ПОДЛИННОСТЬ СОДЕРЖАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА И, СООТВЕТСТВЕННО, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ НЕСУТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА СОДЕРЖАНИЕ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА, В СВЯЗИ С ЧЕМ ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, НЕ МОЖЕТ СЧИТАТЬСЯ ТОЧНОЙ, СПРАВЕДЛИВОЙ И ПОЛНОЙ.

НИ ОДНО ЛИЦО НЕ НЕСЕТ КАКОЙ-ЛИБО ОТВЕТСТВЕННОСТИ ЗА КАКИЕ-ЛИБО ПОТЕРИ, ВОЗНИКШИЕ В РЕЗУЛЬТАТЕ КАКОГО-ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА ИЛИ ЕГО СОДЕРЖАНИЯ, ЛИБО ВОЗНИКШИЕ В КАКОЙ-ЛИБО СВЯЗИ С НАСТОЯЩИМ ОТЧЕТОМ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК И/ИЛИ СВЯЗАННЫЕ С НИМИ ЛИЦА МОГ ПРЕДПРИНЯТЬ ДЕЙСТВИЯ В СООТВЕТСТВИИ ЛИБО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ИНФОРМАЦИЮ, СОДЕРЖАЩУЮСЯ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, А ТАКЖЕ РЕЗУЛЬТАТЫ АНАЛИТИЧЕСКОЙ РАБОТЫ, НА ОСНОВАНИИ КОТОРЫХ СОСТАВЛЕН НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ, ДО ЕГО ПУБЛИКАЦИИ. ИНФОРМАЦИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННАЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ ЛЮБЫМ ЕГО ПОЛУЧАТЕЛЕМ ИЛИ ИНЫМ ЛИЦОМ В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОЦЕНКОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КОМПАНИИ, ЕЕ АКТИВОВ ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ, ПРЕДУСМОТРЕННЫХ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ УКРАИНЫ И ИНЫХ СТРАН СНГ В СФЕРЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО НИКАКАЯ ЧАСТЬ ПОЛУЧЕННОГО ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ НЕ БЫЛА, НЕ ЯВЛЯЕТСЯ И НЕ БУДЕТ СВЯЗАНА ПРЯМО ИЛИ КОСВЕННО С ОПРЕДЕЛЕННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (ЯМИ) ИЛИ МНЕНИЕМ (ЯМИ), ПРЕДСТАВЛЕННЫМИ В ДАННОМ ОТЧЕТЕ. ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ АНАЛИТИКАМ ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И УСЛУГ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ ВЫГОДЫ ИНВЕСТОРАМ, ЯВЛЯЮЩИМСЯ КЛИЕНТАМИ CONCORDESCAPITAL, А ТАКЖЕ ДОЧЕРНИХ КОМПАНИЙ («ФИРМА»), КАК И ВСЕ СОТРУДНИКИ ФИРМЫ, АНАЛИТИКИ ПОЛУЧАЮТ ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ, КОТОРАЯ ВКЛЮЧАЕТ ВЫРУЧКУ ОТ ВЕДЕНИЯ ПРОЧИХ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПОДРАЗДЕЛЕНИЯМИ ФИРМЫ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК, АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ ЛИБО ИНЫЕ ЛИЦА ЯВЛЯЮТСЯ ИЛИ МОГУТ ЯВЛЯТЬСЯ ЧЛЕНАМИ ГРУППЫ АНДЕРРАЙТЕРОВ В ОТНОШЕНИИ ПРЕДЛАГАЕМЫХ К ПРОДАЖЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ИМЕЕТ ПРАВО В БУДУЩЕМ УЧАСТВОВАТЬ В ПУБЛИЧНОМ ВЫПУСКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ.