



ПЕРВЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ НОВОГО ДЕСЯТИЛЕТИЯ

В 2010 году продолжился рост фондового рынка.

Этому способствовали два фактора:

- *высокие объемы свободной ликвидности;*
- *поддержание рыночных процентных ставок на рекордно низком уровне.*

Рынки акций и товарные рынки обновили двухлетние максимумы, при этом доходности на долговых рынках снизились до исторических минимумов.

В 2010 г. сильно вырос инвестиционный «аппетит к рискам».

Следствием этого являлся высокий спрос на активы развивающихся стран, в особенности долговые ценные бумаги.



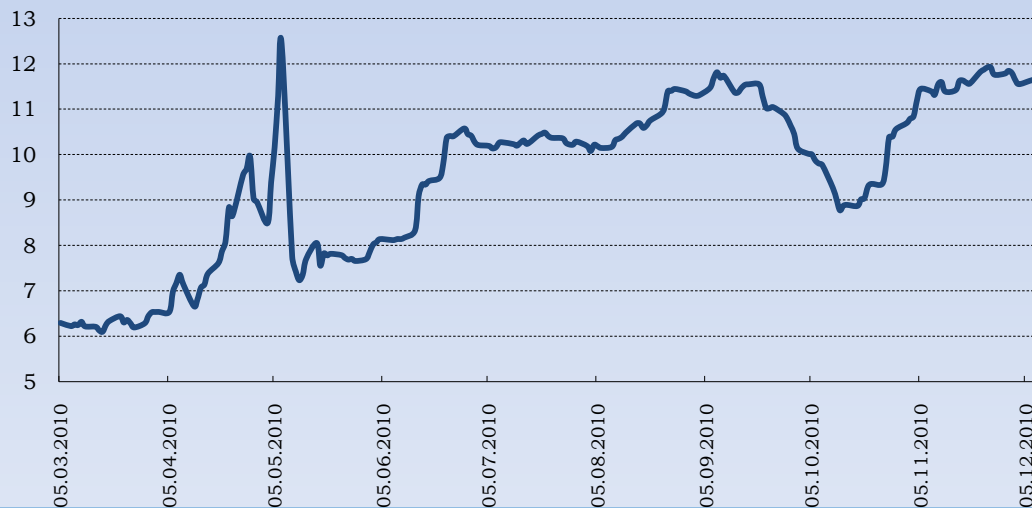
Еще одной особенностью поведения рынков в текущем году была высокая волатильность.

Последствия финансового кризиса вылились в острый долговой кризис в Европе.

Отсутствие финансовой дисциплины, высокий уровень государственных расходов и значительные рыночные займы привели к неустойчивости государственных финансов многих европейских государств.

Возникшая необходимость «спасать» Грецию привела к сильной рыночной коррекции, в первую очередь, долговых рынков.

Динамика доходности Greece-20



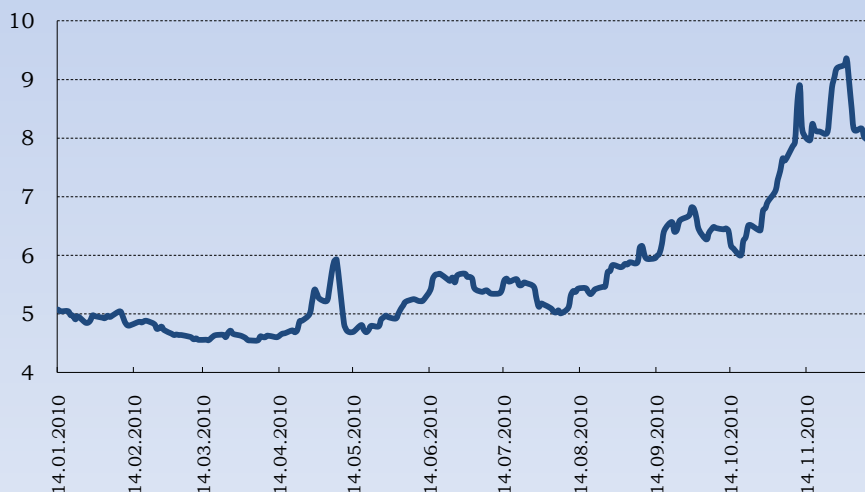
Затем рост возобновился, однако проблема «периферийных» стран Европы не исчезла.

Решение проблем Ирландии снова привело к значительной коррекции на долговом рынке.

В то же время снижение котировок привело к снятию перекупленности.

Продолжение программы QE2, рост фондовых и товарных рынков создал хорошую основу для продолжения роста рынка еврооблигаций.

Динамика доходности Ireland-20



Динамика доходности Portugal-20



С начала года доходность российского бенчмарка - Россия-30 (BBB) снизилась на 523 б.п. с 9,83% до 4,60% годовых.

Для сравнения: выпуск Бразилия-17 (BBB-) снизился всего на 147 б.п., Турция-17 (BB) – 154 б.п., а Мексика-17 (BBB) – на 168 б.п.

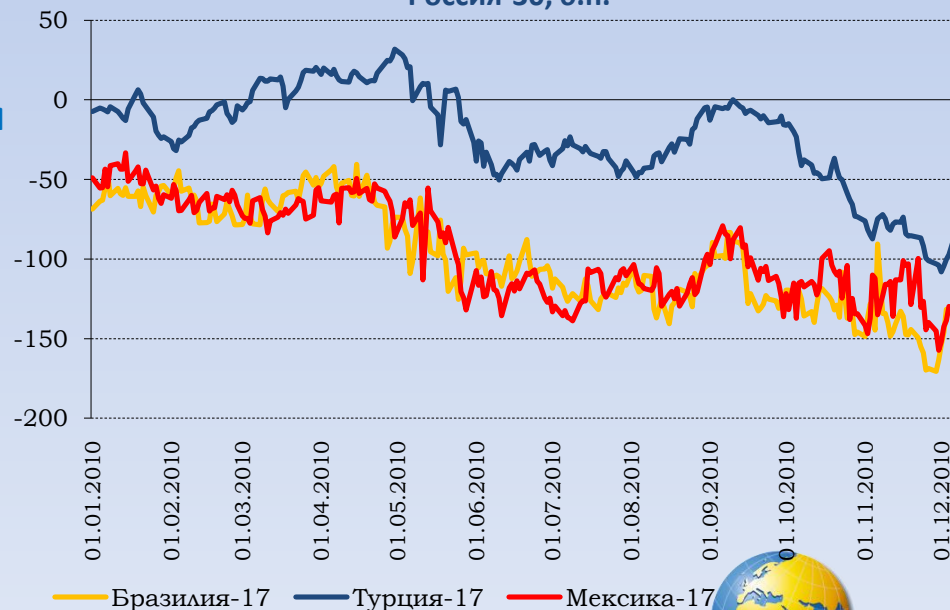
В тоже время, доходности российских еврооблигаций остаются высокими относительно указанных государств.

Суверенные российские бумаги торгуются с премией к соответствующим выпускам, даже несмотря на более высокий кредитный рейтинг.

Динамика доходности Russia-30



Динамика спредов суверенных еврооблигаций к Россия-30, б.п.



— Бразилия-17 — Турция-17 — Мексика-17



ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ В 2010 ГОДУ

В 2010 году значительно вырос рынок первичного долга.

Если в 2009 г. было размещено 40 займов на сумму 16,9 млрд. в долларовом эквиваленте, то в 2010 г. – было размещено уже 56 займов на сумму 33,4 млрд. в долларовом эквиваленте.

Особенности:

- Размещение займов в «экзотических» валютах: швейцарских франках, сингапурских долларах.

Размещение в «нетипичных» валютах связано с поиском новых возможностей эмитентами по удешевлению займа, а также по хеджированию валютных рисков. Основными эмитентами в «экзотических» валютах стали банки, в особенности, ВТБ. Кроме того, ВТБ также планирует выпустить еврооблигации в бразильских реалах и корейских вонах, китайских юаней.

- Выход на публичные рынки новых квазисуверенных эмитентов таких как Совкомфлот и Русгидро.

Совкомфлот разместил еврооблигации на сумму \$800 млн. под ставку квазисуверенного заемщика.

Русгидро отметился выпуском еврооблигаций в российских рублях на сумму 20 млрд.

- Выход на рынки эмитентов НЕ первого эшелона.



ЗНАКОВЫЕ СДЕЛКИ: РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

- Беларусь впервые вышла на публичный международный рынок;
- Первоначальный объем займа в \$600 млн. был увеличен до \$1 млрд., а ставка размещения составила 8,75%;
- На вторичном рынке этот выпуск отличается ликвидностью, а доходность снизилась почти на 80 б.п. до 7,95%;

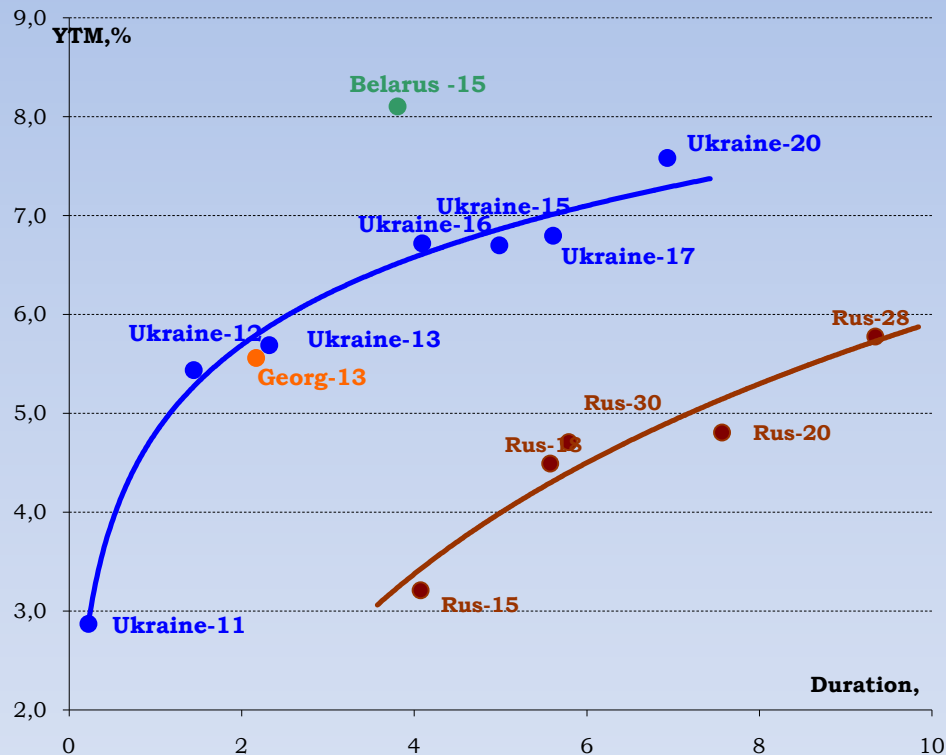
Параметры выпуска

Заемщик	Республика Беларусь
Рейтинг Заемщика	B+/B1/-
Эмитент	NORTH STAR
Объем займа	USD 1 000 000 000
Номинал	USD 100 000
Срок обращения	5 лет
Купонный период	180 дней
Встроенные опционы	Нет
Листинг	
Рейтинг заемщика	Standard & Poor's 'B' / Stable / 'B'



ЗНАКОВЫЕ СДЕЛКИ: РЕСПУБЛИКА БЕЛАРУСЬ

Факторы привлекательности/снижения доходности еврооблигаций РБ:



ЗНАКОВЫЕ СДЕЛКИ: ЛЕНСПЕЦСМУ

- Эмитент третьего эшелона (кредитный рейтинг «В» от S&P)
- Первая строительная компания, которая вышла на внешние рынки капитала после кризиса
- Успешное размещение
 - *Во-первых, был увеличен объем займа со \$100 млн. до \$150 млн.*
 - *Во-вторых, срок обращения бумаги был увеличен с 3-х до 5-ти лет*
 - *В-третьих, объем спроса в 2,1 раза превысил предложение.*
 - *В-четвертых, в ходе подписки удалось снизить ставку займа с 10,5% до 9,75%.*

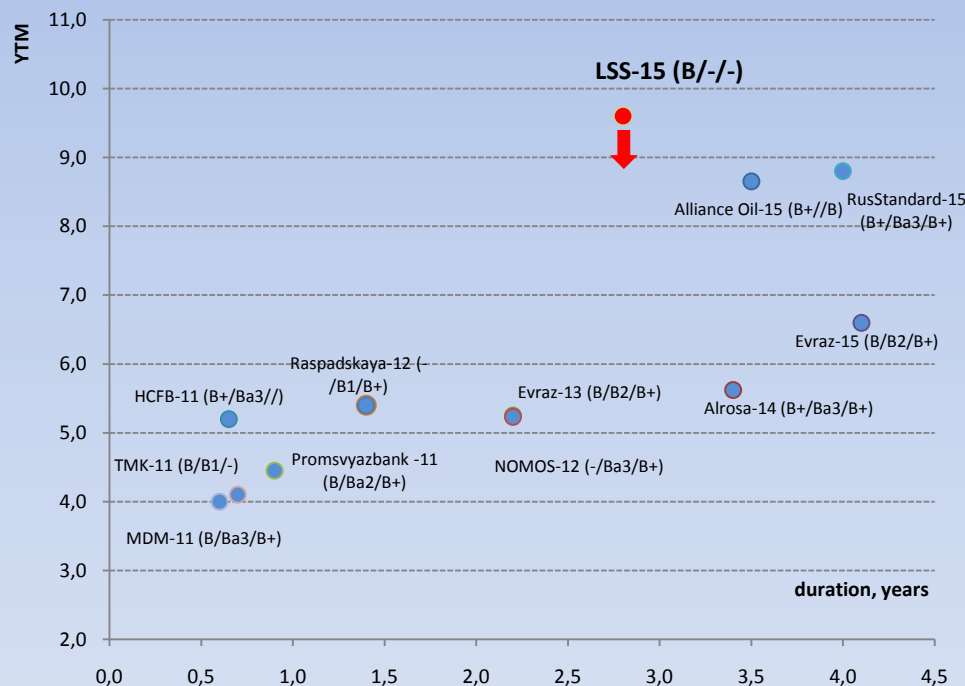
Параметры выпуска

Заемщик	ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»
Поручители	ЗАО «ЦУН», ЗАО «АКТИВ», ЗАО «СПб МФТЦ»
Эмитент	NORTH STAR
Объем займа	USD 150 000 000
Номинал	USD 100 000
Срок обращения	5 лет
Купонный период	Квартал
Встроенные опционы	Нет
Дюрация	2.9 года
Листинг	Ожидается на одной из европейских бирж
Рейтинг заемщика	Standard & Poor's 'B' / Stable / 'B'



ЗНАКОВЫЕ СДЕЛКИ: ЛЕНСПЕЦСМУ

Факторы привлекательности/снижения доходности еврооблигаций ЛСС:



- Бумаги торгуются с премией к российским еврооблигациям с близким/аналогичным кредитным рейтингом
- Имеются арбитражные возможности между рублевыми и валютными облигациями ЛСС с учетом стоимости валютного хеджа
- Планируемый листинг
- Высокая ликвидность
- Высокий объем открытых лимитов РЕПО
- Единственный представитель строительной отрасли РФ на рынке еврооблигаций
- Общая недооцененность бумаг ЛСС (в частности рублевых) относительно выпусков ЛСР, имеющих аналогичный кредитный рейтинг
- Планируемое проведение IPO

Потенциал снижения доходности еврооблигаций ЛСС от 50 до 100 б.п.



ОТЛИЧИЕ CLN ОТ LPN

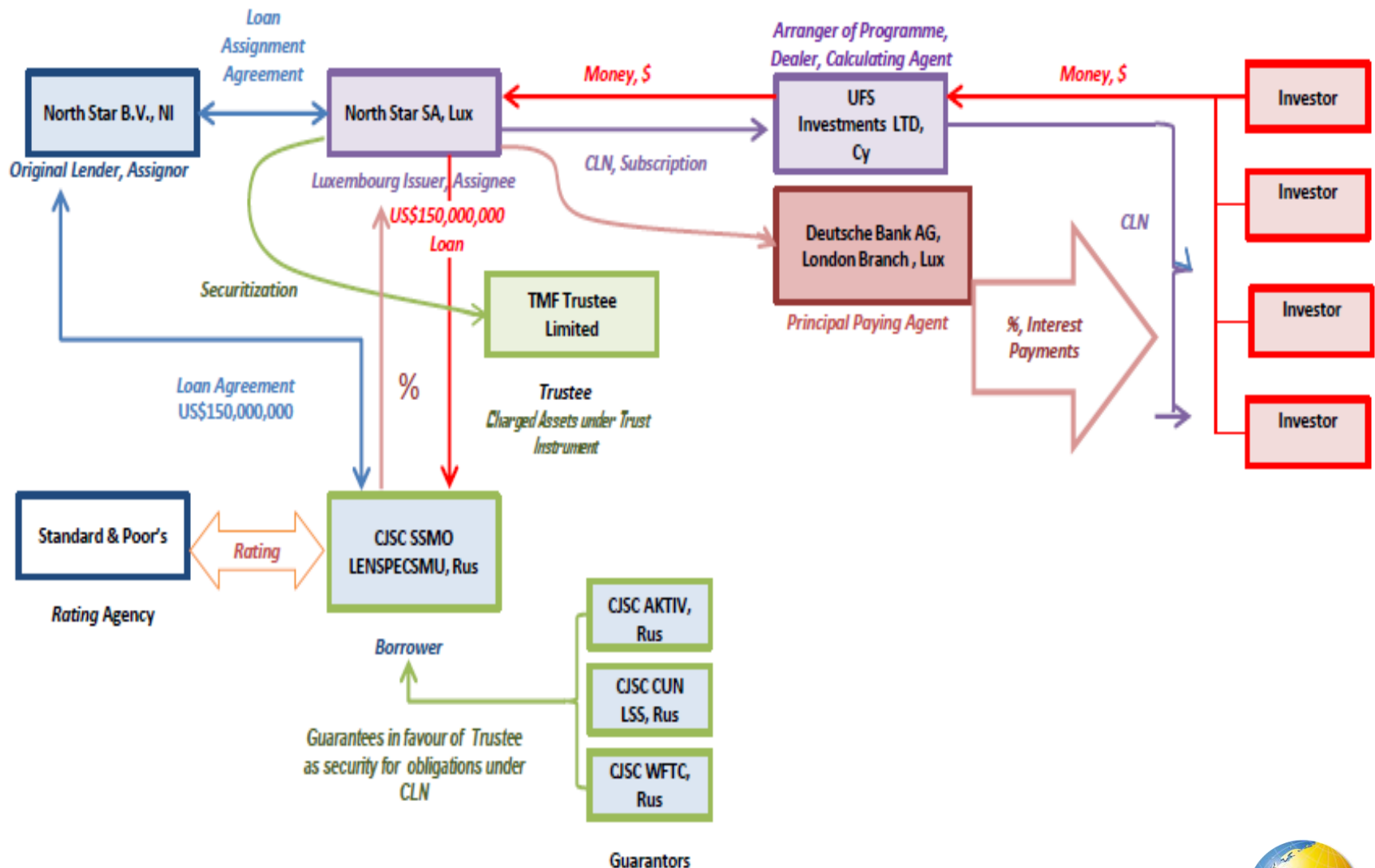
LPN (loan participation note, LPN) и CLN (credit linked note, CLN). Несмотря на принадлежность к одному и тому же классу, это два разных инструмента по своей сути, при этом не существует юридического закрепления определений данных инструментов, их регулирование и применение определяется практикой международного финансового рынка.

LPN как документ, свидетельствующий о праве требования в отношении некоторой части займа (или серии займов), представляет собой своего рода расписку, подтверждающую участие в заемном процессе. Как правило, между приобретателем LPN и заемщиком по первичному займу нет юридических отношений, прав и обязанностей. При этом первичный заем может быть обеспечен или не обеспечен.

Что касается CLN, то это вид финансового (кредитного) дериватива, по обыкновению структурируемого в виде займа с элементом свопа (credit default swap - CDS), что позволяет эмитенту CLN передать соответствующий риск (или риски) третьим лицам - «кредитным инвесторам». В случае дефолта со стороны первичного заемщика займодаделец не возвращает свой долг по CLN кредитным инвесторам. Требуется наличие дополнительных участников сделки - protections seller - swap counterparty - которые предоставляют этот своп контрагентам. Обычно эту роль выполняет хедж фонд или большой международный банк. Очевидно, что в CLN юридически важно максимально точно описать, что входит в понятие «дефолта» (или т. н. «события кредитного риска»).



ИНФРАСТРУКТУРА СДЕЛКИ



НАЛОГОВЫЕ АСПЕКТЫ

Период начисления процентов	Обязательства в рублях		Обязательства в иностранной валюте
Ст. 269 НК РФ, изменения внесенные Законом 229- ФЗ от 27 июля 2010 года	Обязательства, возникшие до 1 ноября 2009 г.	Обязательства, возникшие с 1 ноября 2009 г.	
01.01. – 30.06.2010 г. (включительно)	Ставка ЦБ РФ X 2 (ставка рефинансирования Банка России, увеличенная в 2 раза)	Ставка ЦБ РФ X 1,8 (ставка рефинансирования Банка России, увеличенная в 1,8 раза)	15%
01.07 – 31.12.2010 г. (включительно)	Ставка ЦБ РФ X 1,8		
01.01.2011 – 31.12.2012 г. (включительно)	(ставка рефинансирования Банка России, увеличенная в 1,8 раза)		Ставка ЦБ РФ X 0,8 (ставка рефинансирования Банка России, увеличенная в 0,8)

Возможные решения:

1. Выдача займа в рублях.
2. Использование промежуточной структуры для конвертации валютного займа в рублевый.
3. Использование соглашений об избежании двойного налогообложения.



ДВОЙНОЕ НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ И ВЫДЕЛЕНИЕ ЗАЙМОВ

В соответствии со ст.11 Соглашения между Россией и Нидерландами об избежание двойного налогообложения (ДТТ) уплачиваемые проценты по займу не облагаются налогом, в случае если получатель процентов является фактическим владельцем получаемого дохода («бенефициарным собственником»). Нидерландская СПВ по своему экономическому содержанию и международным правилам не является конечным получателем процентов, поскольку все суммы немедленно распределяются по инвесторам. Таким образом, у Заемщика может возникнуть риск налоговых удержаний у источника.

Специально созданная люксембургская СПВ будет использована главным образом в случаях, когда основным заемщиком является компания, учрежденная в России. Использование люксембургской компании позволит нам избежать потенциальной возможности применения российского налога у источника к процентным платежам по займу голландской компании и потенциальных проблем с интерпретацией формулировок Соглашения об избежании двойного налогообложения между Россией и Голландией.

Займы российским заемщикам по программе будут предоставляться люксембургской компанией, за исключением случаев, когда такие займы выдаются для общекорпоративных целей, поскольку законодательством княжества Люксембург запрещена выделение займов на указанные цели. В таких сделках договоры займы будут заключаться между голландской СПВ и заемщиком, и голландская компания будет уступать их люксембургской компании, после чего последняя будет выпускать ноты участия в займе и использовать полученную выручку для финансирования заявок заемщика на выборку.

Мы предполагаем, что люксембургскую компанию можно будет использовать для всех сделок с участием российских заемщиков, однако ее также можно использовать в других сделках, если заемщик не является российской компанией (например, если потенциальный инвестор по какой-то конкретной причине желает приобрести ноты, выпущенные люксембургской компанией).



ПРОГНОЗ НА ДЕСЯТИЛЕТИЕ

Десятилетие началось с бурного роста фондовых рынков, который не был подкреплён ростом мировой экономики.

В этом десятилетии мы ожидаем:

- медленное восстановление экономики развитых стран;
- бурное развитие развивающихся экономик, в особенности стран Юго-Восточной Азии;
- масштабную миграцию капитала на развивающиеся рынки;
- дальнейшее усиление процессов глобализации и интеграции мирового хозяйства;
- усиление контроля финансовыми регуляторами;
- развитие новых отраслей (биотехнологии, космическая отрасль);
- появление новых финансовых инструментов.

Мировая экономика продолжает развиваться циклично; следующий виток кризиса следует ожидать не раньше 2015 г.

Но мы всегда знаем как сохранить ваши сбережения!

