Николай СИТНИКОВ,
аналитик, Alcantara Asset Management, LLP

Сегодня у инвесторов существует два варианта охоты за высокой доходностью: либо перебираться в длинные бумаги, либо искать арбитражные возможности. Растущая активность в секторе корпоративных M&A только благоприятствует появлению арбитража. Главное — следить за новостями.

Идет охота

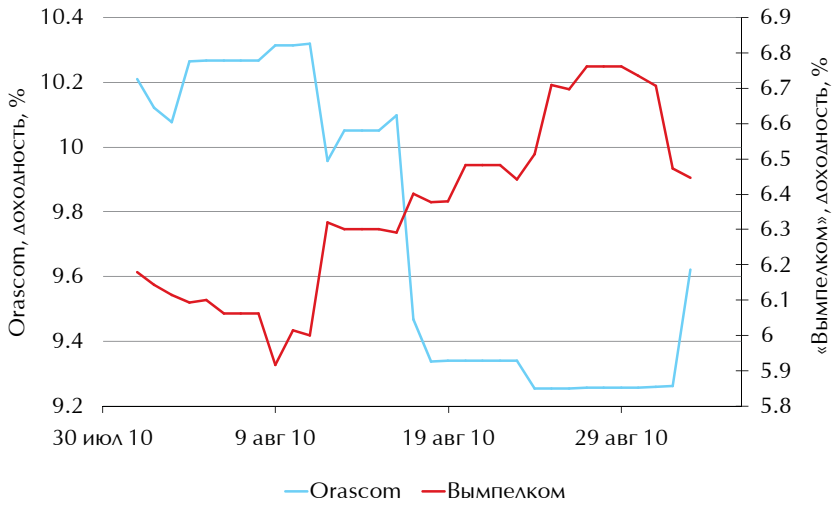

Рисунок 1
Стратегия relative value: Orascom vs «Вымпелком»

С начала августа появились опасения по поводу дальнейшего развития экономики по «японскому сценарию» 90-х годов. Риск возможной дефляции отразился на ценах казначейских облигаций США (доходность десятилетних treasuries в конце сентября снизилась до 2.5%). Инвесторы, которых более не устраивают такие ставки, вынуждены начать охоту за более высокой доходностью. Агентство EPFR[1] отмечает, что только за последнюю неделю сентября приток в Emerging Markets debt funds составил $1.21 млрд. Основные потоки направлены в Азию и Латинскую Америку, однако какая-то часть достигает и стран СНГ.

Высокий интерес инвесторов к долгам из России и СНГ можно наблюдать на первичных размещениях. Например, в последнем выпуске «Казахстан темір жолы» книга заявок была переподписана в семь раз, цена евробонда за неделю подскочила до 105%. На вторичном рынке российский риск скупается из установки «лишь бы досталось», то есть главное купить, а уж потом анализировать. Инвесторы встают перед выбором: либо остаться в переоцененных коротких бумагах и согласиться на низкую доходность, либо перекладываться в длинные инструменты, либо искать другие способы заработка.

Фонд Alcantara Russia and CIS Fixed Income Opportunities Fund сочетает применение активного управления длинными позициями и использование арбитражных стратегий к инструментам с фиксированной доходностью. Alcantara придерживается консервативного подхода при инвестировании в длинные бумаги, нам важно достичь высокой доходности для инвестора с наименьшей волатильностью. Текущая макроэкономическая нестабильность, а также растущие опасения по поводу дефолтов ряда европейских стран увеличивают риск длинной дюрации, что заставляет нас занимать выжидательную позицию и больше фокусироваться на стратегиях relative value.

Растущая активность на рынке корпоративных слияний и поглощений благоприятствует возникновению арбитражных возможностей. Например, в августе появились слухи о возможной покупке «Вымпелкомом» зарубежных активов (Orascom). Опасения, что грядущая сделка отрицательно скажется на кредитном качестве «Вымпелкома», сразу отразились на доходностях еврооблигаций. Те инве-

[1] http://in.reuters.com/article/idINLDE6901GL20101001

сторы, которые «правильно» оценили информацию, выставили короткую позицию в «Вымпелкоме» (например, покупкой CDS) и приобрели евробонды Orascom, заработали дополнительные процентные пункты.

В качестве другой арбитражной возможности можно отметить еврооблигации Республики Беларусь. Суверенный бонд с объемом выпуска $600 млн (увеличенный до $1 млрд) должен был войти в индекс EMBIG, куда включены самые ликвидные государственные еврооблигации развивающихся рынков. У суверенных евробондов наблюдается значительная корреляция между кредитными рейтингами и спредами относительно кривой LIBOR.

Белоруссия с кредитным рейтингом B+ и доходностью 8.75% (что эквивалентно 640 б.п. над LIBOR) выглядела существенно дешевле Украины (рейтинг B). Для западных инвесторов высокодоходные кредиты Украины и Белоруссии сильно коррелируют. Справедливый спред Белоруссии, учитывая дисконт за дебютный выпуск, должен находиться на уровне 400 б.п. Инвесторы, обратившие внимание на существующий арбитраж, могли заработать безрисковый carry, купив Белоруссию и заняв короткую позицию в Украине.

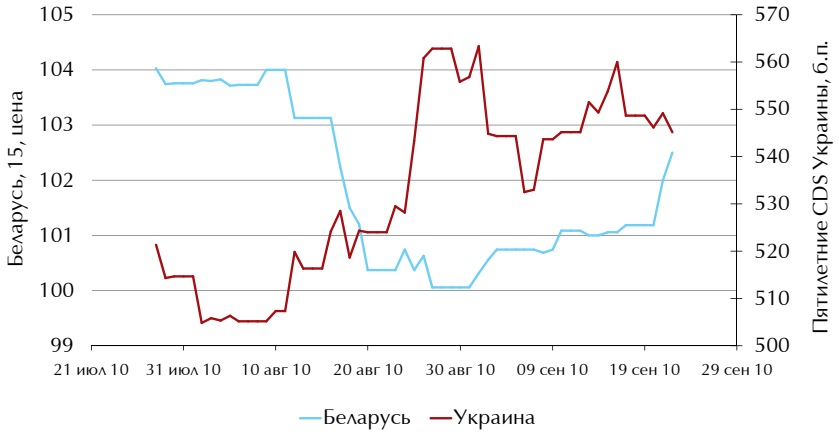

Рисунок 2
Стратегия relative value: Беларусь vs Украина

До тех пор пока экономика не определится с дальнейшим вектором развития и доходности не вернутся на справедливые уровни, следует максимально сдерживать дюрацию портфеля и следить за корпоративными новостями. На рынке обязательно появятся новые арбитражные возможности.

Страна	Рейтинг	Спред к LIBOR, б.п.
Россия	BBB	191
Габон	BB-	386
Белоруссия	B+	640
Украина	B	410

Таблица 1
Кредитные рейтинги стран и спреды к LIBOR

M&A КОНГРЕСС

РОССИЙСКИЙ M&A КОНГРЕСС
«Кризис — время возможностей»

18 ноября 2010, Москва

Основные темы

— Активность государства: вынужденная мера или рыночная позиция;
— Кризис — время возможностей?
— Кредитор — новый собственник бизнеса;
— Структурирование сделок;
— Due Diligence и Оценка бизнеса;
— M&A как инструмент реструктуризации;
— Мотивы: влияние текущей ситуации;
— Слияние как основной источник сохранения бизнеса и будущей стоимости;
— Активность иностранных инвесторов и приоритеты инвестиционных фондов;
— Case-studies;
и другие актуальные вопросы.

18 ноября 2010 года Топ-менеджеры основных игроков рынка M&A и Консультанты обсудят последние изменения в корпоративном законодательстве, проанализируют примеры сделок, расскажут об опыте их структурирования и затронут другие актуальные вопросы.

Среди спикеров Конгресса — представители Министерства Экономического Развития РФ, Роснано, Credit Suisse, МТС, банка Восточный, Renaissance Asset Managers, News Outdoor Russia, Mint capital.

К участию приглашены представители ФАУГИ, ФАС, АСВ, Ростехнологии, Базового элемента, Уралкалия, The Boston Consulting Group, ЕБРР, Тройки Диалог и др.

В рамках Конгресса пройдет церемония награждения лучших Инвестиционных и Юридических M&A-консультантов в рамках Russia Mergers & Acquisitions Awards 2010.

При предварительной регистрации и для компаний реального сектора предусмотрены СКИДКИ.

mergers.ru
СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ В РОССИИ

ПОДРОБНОСТИ НА САЙТАХ:
www.cbonds-congress.com
www.mergers.ru

Cbonds congress