



Deloitte.

III Annual Securitisation Forum

27-28 November 2007

Marriott Grand Hotel,
Moscow, Russia

Audit, Tax, Consulting, Financial Advisory.

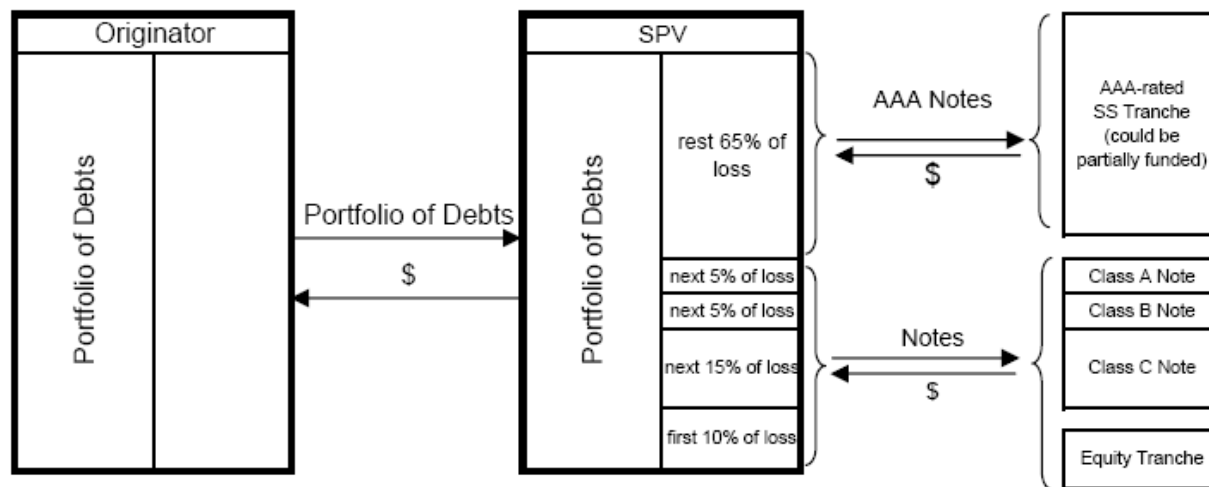
RUSSIAN CDO MARKET OVERVIEW



- I. Концепция CDO
- II. Обзор глобального рынка CDO
- III. Обзор Российского рынка CDO

I. Концепция CDO

CDO - ЦЕННАЯ БУМАГА, ОБЕСПЕЧЕННАЯ ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ



Эмитент CDO покупает кредитный портфель, делит его на транши и продает инвесторам в виде отдельных траншей.

Транши бывают 3 типов: senior (рейтинг [AAA]*), mezzanine (рейтинг младше [AAA]) и equity (без рейтинга).

Возможные убытки по кредитному портфелю покрываются за счет инвесторов. Наибольший риск (первые убытки) несут инвесторы в equity транш. Они же получают наибольший среди всех траншей купон .

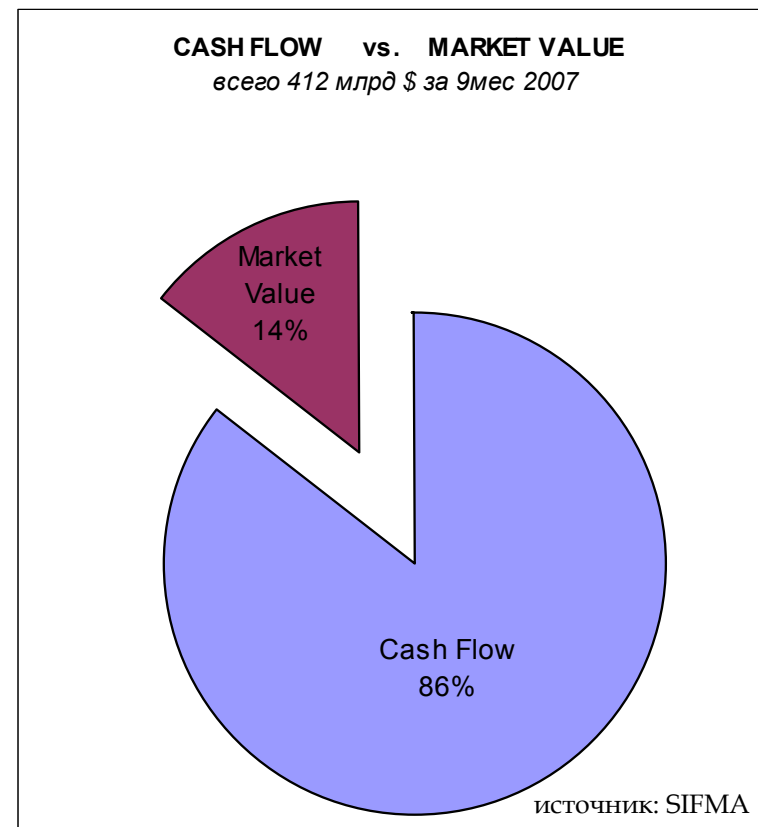
CDO с точки зрения инвестора является альтернативной формой портфельного инвестирования, обладающего рядом преимуществ перед классическим портфельным инвестированием*.

CDO с точки зрения организатора является альтернативной формой фондирования кредитного портфеля.

*для EM потолок национального рейтинга

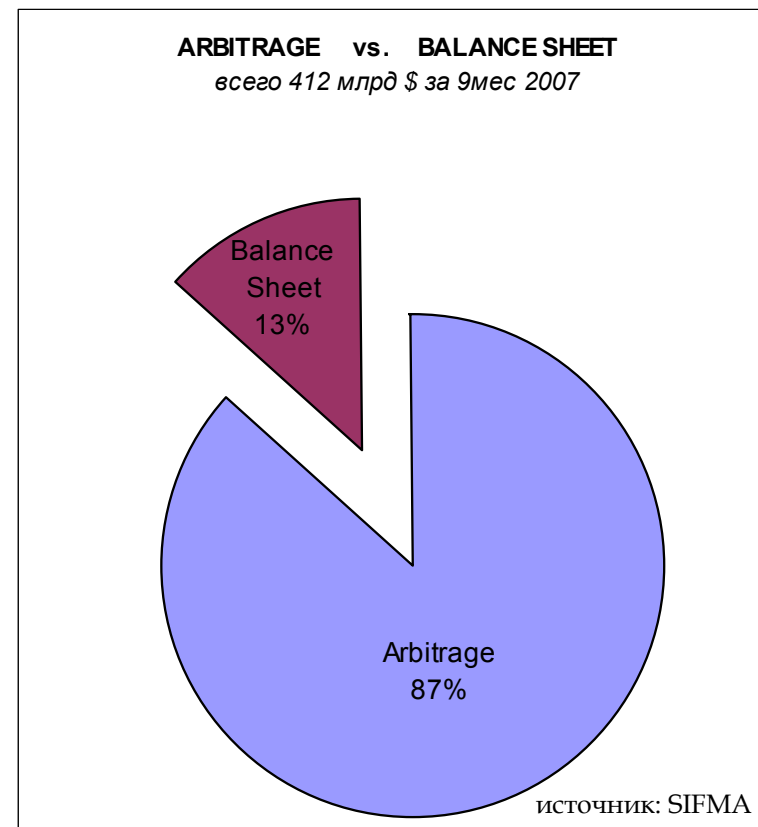
- *Cash flow CDO* выплачивает купон и принципал используя денежный поток, генерируемый портфелем базовых активов. Такие CDO особенно чувствительны к кредитному качеству базового портфеля.

- *Market value CDO* генерирует доход за счет продажи базового портфеля по рыночным ценам. Такая форма предполагает более частые трейды. Такие CDO чувствительны к изменению рыночной цены портфеля, а не его кредитному качеству. Такие CDO менее распространены на рынке по сравнению с cash flow CDO.



- *Arbitrage CDO* позволяет инвестору в получать повышенную доходность за счет арбитража между относительно низкодоходным портфелем базовых активов и высокодоходными траншами CDO. Большинство, 87%, CDO сделок мотивированы таким образом.

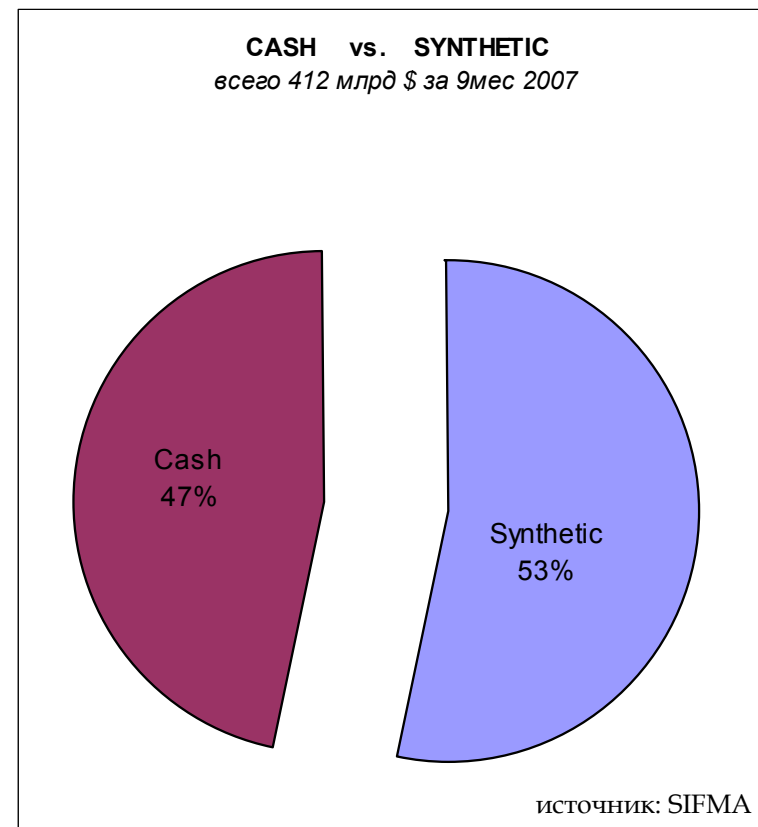
- *Balance sheet CDO* позволяет эмитенту/организатору разгрузить свой баланс от кредитных рисков, привести его в соответствие с обязательными нормативами, не закрывая кредитные линии на своих клиентов . Такие CDO могут быть как cash так и synthetic.



ПО СПОСОБУ ФОНДИРОВАНИЯ - cash vs. synthetic

- *Cash CDO*. В качестве базового портфеля используется кэш-активы - займы, корпоративные облигации, ABS или MBS. В процессе сделки право собственности на базовый портфель переходит к эмитенту CDO, после чего риск этих активов передается в форме траншей инвесторам.

- *Synthetic CDO*. Эмитент не обладает правом собственности на базовый портфель. Риск базового портфеля приобретается через синтетическое своп соглашение (CDS). Риск базового портфеля передается инвесторам в форме траншей (аналогично кэш сделке).

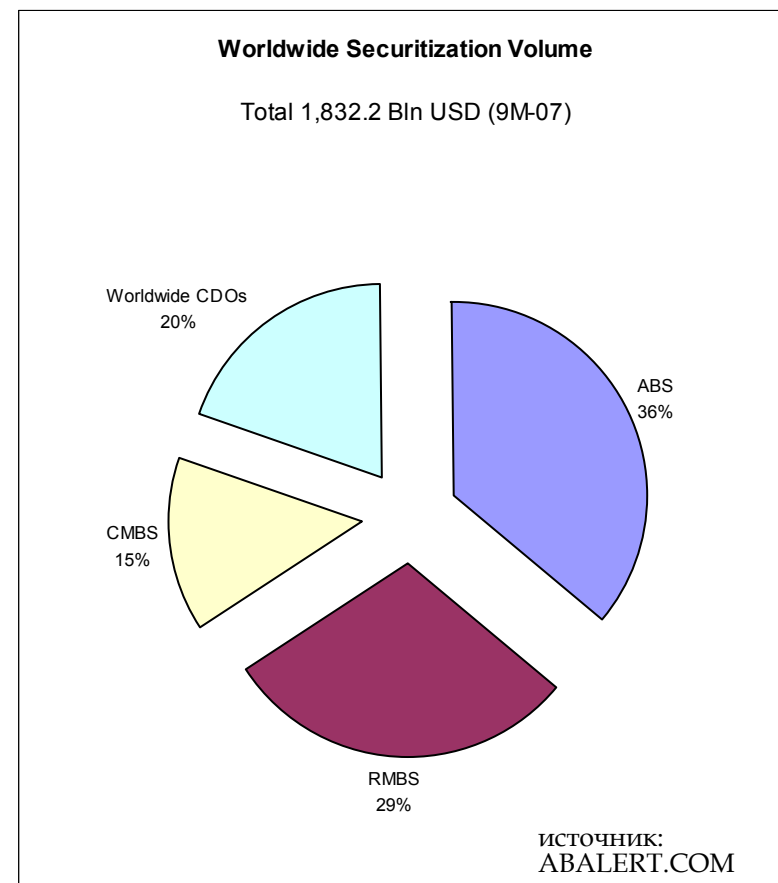


II. Обзор глобального рынка CDO

Секьюритизация – выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами

ПО ТИПУ ОБЕСПЕЧЕНИЯ:

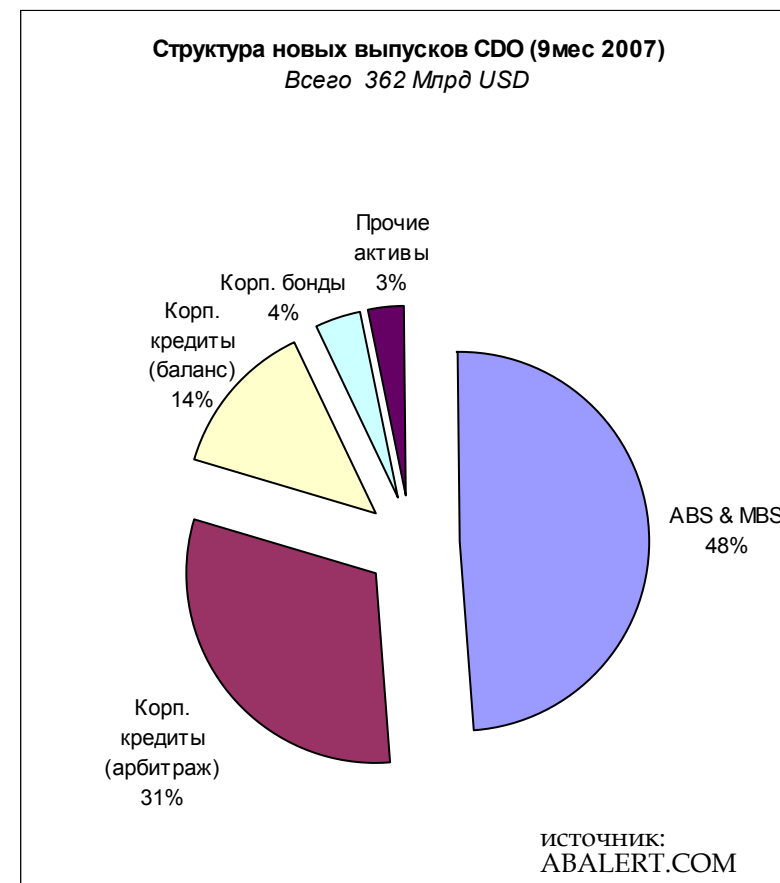
- Asset-Backed Securities (ABS) – обеспечены финансовыми обязательствами, не имеющими статуса ценной бумаги (будущие поступления по кредитным картам, по торговым сделкам, по авто-кредитам, и проч.)
- Mortgage-Backed Securities (MBS) – обеспечены ипотечными закладными
- Collateralized Debt Obligation (CDO) – обеспечены долговыми инструментами (не обязательно со статусом ценной бумаги)



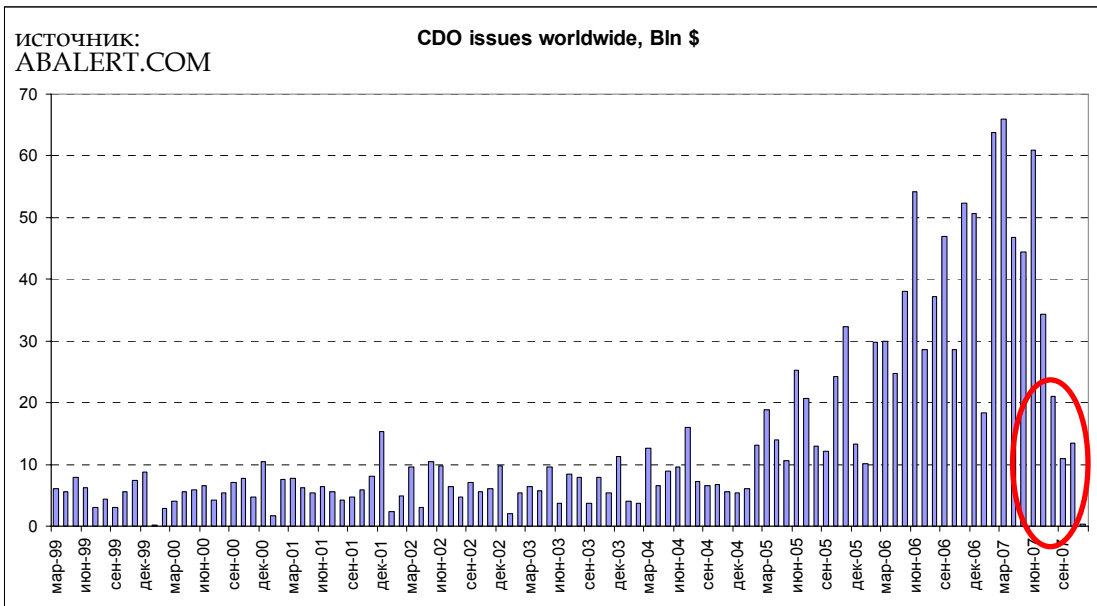
CDO - ЦЕННАЯ БУМАГА, ОБЕСПЕЧЕННАЯ ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

ПО ТИПУ ДОЛГОВЫХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ:

- Collateralized bond obligations (CBO) – облигации, обеспеченные корпоративными бондами
- Collateralized loan obligations (CLOs) – облигации, обеспеченные банковскими кредитами
- CDO of ABS – облигации, обеспеченные ABS
- CDO of MBS (CMO) – облигации, обеспеченные MBS
- Другие типы активов

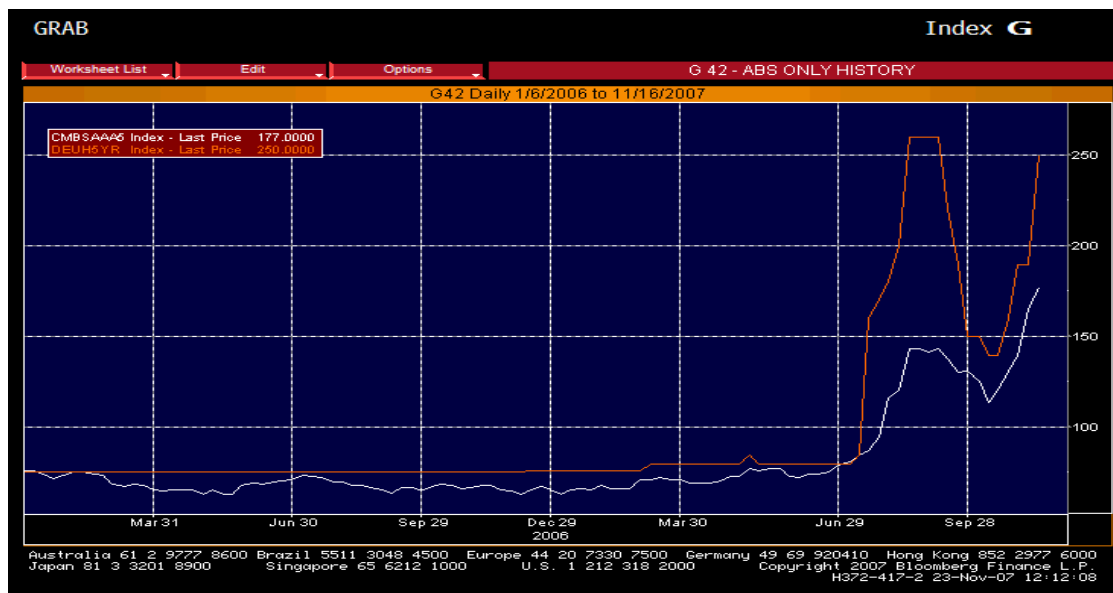


Объемы выпусков



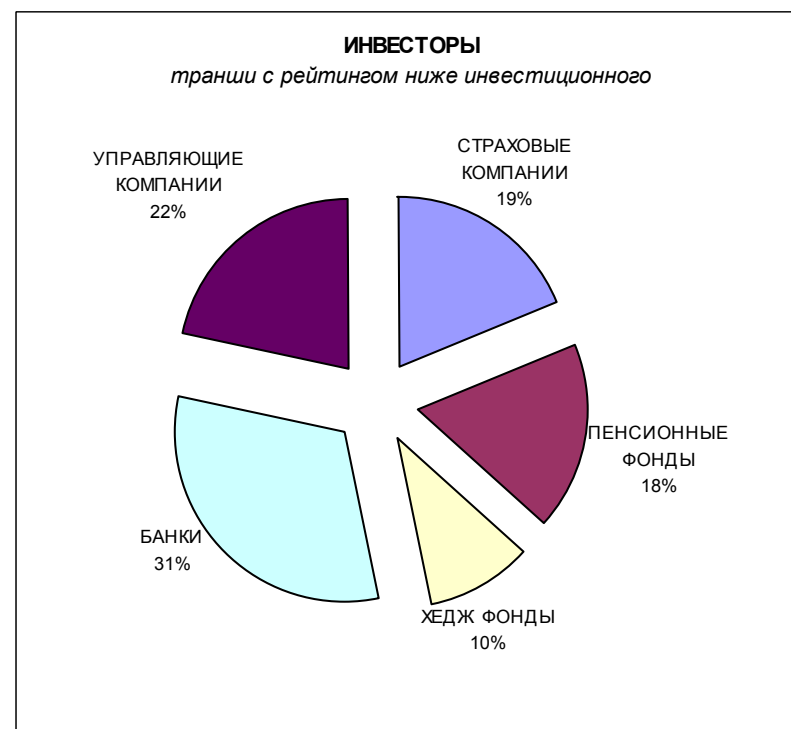
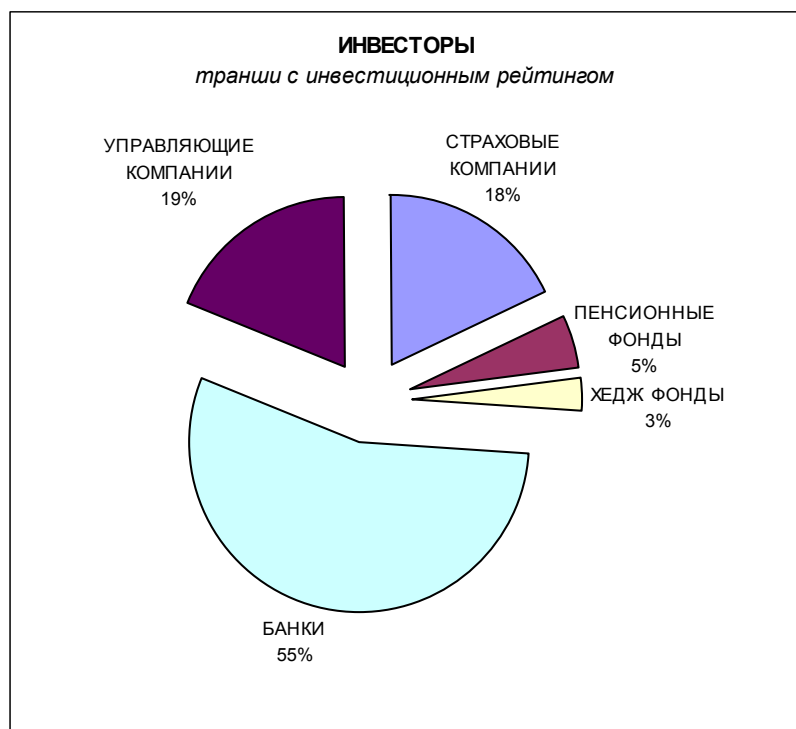
Последние месяцы показали падение объемов новых выпусков CDO. Причина - кризис субстандартной ипотеки в США.

Несмотря на то что субстандартные RMBS занимают не более 10% в общем объеме RMBS (которые используются лишь в 1/3 всех CDO сделок), объемы новых выпусков упали более чем в два раза.



Кто инвестирует в CDO

- ❑ Банки
- ❑ Управляющие компании
- ❑ Страховые компании
- ❑ Пенсионные фонды
- ❑ Хедж фонды



ДИВЕРСИФИКАЦИЯ

- Разные страны/разные рынки
- Разные отрасли (нефть, металлургия, телекомы, банки, ритейл...)
- Разные классы активов (облигации, кредиты, акции, ABS, MBS...)

МЕНЕДЖЕР

- Профессиональное управление портфелем (динамичное, статичное)
- Совпадение интересов менеджера и инвестора

СУБОРДИНИРОВАННОСТЬ ТРАНШЕЙ

- Защита от первых 10-20-30-40% потерь
- «Плечо» для инвесторов в junior транши

РЕЙТИНГ

- Новые классы активов, ранее недоступные для инвесторов в «рейтинг»
- Независимые модели ведущих РА
- Последующий мониторинг

ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ

- Кредитное качество базового портфеля
- Структура транша
- Корреляция активов

GRAB CurrencyCDSM
 <PageFwd> for Basket, 5<GO> to load Standard Tranche, 2<GO> to price Deal

MORGAN STANLEY BASKET DEFAULT PRICER

| Deal | Basket | View | Calculate | Price Deal |
|-------------------------------|--|----------------------------|----------------------|-------------------------|
| Deal Information | | | | |
| Counterparty: [redacted] | | Deal#: | | Attributes |
| Ticker: / [redacted] | Series: [redacted] | Privilege: U | User | Benchmark: S 23 A Ask |
| Business Days: USD | Settlement Code: USD | Currency: USD | | Curve Date: 11/26/07 |
| Business Day Adj: 1 Following | Day Count: ACT/360 | Maturity Date: 12/20/10 | | US BGN Swap Curve |
| Payment Freq: Quarterly | First Cpn: 3/20/08 | Index: CDX.NA.HY.9 12/10 | | Size: 100.00 MM |
| Pay Accrued: True | Next to Last Cpn: 9/20/10 | Attach Point: 15.00% | | Tranche: 3 15.00-25.00 |
| Deal Spread: 0.000bps | Date Gen Method: IMM | Detach Point: 25.00% | | Tranche Size: 10.00 MM |
| Calculator | | | | |
| Valuation Date: 11/27/07 | Mode: 1 Calc Price | Model: M Morgan Stanley | | Calc Info |
| Cash Settled On: 11/29/07 | Pts Upfront (%): 0.00 | Repl Sprd(bps): 430.158 | 8) Shift Information | |
| Principal: 1,202,262.37 | Pct of Aggr: 0.87 | Accrued: 0.00 | Acc Days: 0 | Correlation Data Setup |
| Protection Due: 0.00 | Sprd DVX: 4,425.11 | Market Value: 1,202,262.37 | IR DV01: -219.46 | Attach Base Cor: 43.00% |
| Default PV: 1,202,262.37 | This output may differ from Morgan Stanley's own internal analysis | | CPU:300 | Detach Base Cor: 62.00% |

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 6900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg Finance L.P. H372-417-3 26-Nov-07 10:06:03

GRAB Corp CDSM
 53<GO> to setup Spread Curves, <MENU> to return to the Deal

BASKET SETUP/SENSITIVITIES

Type: Loss Curr: USD IMM: Default Flat Notional: No Flat Recovery: No Flat Sprd: No Size: 200 MM

| Company Name | Notional | Recovery (decimal) | Sprd at MtY (bps) | Partial DVX | Hedge Amount |
|---|--------------|--------------------|-------------------|-------------|--------------|
| 1 Abitibi-Consolidated Inc | 2000000.00 | 0.40 | 1635.199 | 0.00 | 0.00 |
| 2 Advanced Micro Devices Inc | 2000000.00 | 0.40 | 501.700 | 0.00 | 0.00 |
| 3 AK Steel Corp | 2000000.00 | 0.40 | 265.800 | 0.00 | 0.00 |
| 4 Allegheny Energy Supply | 2000000.00 | 0.40 | 98.400 | 0.00 | 0.00 |
| 5 Allied Waste North America Inc | 2000000.00 | 0.40 | 435.799 | 0.00 | 0.00 |
| 6 Alltel Corp | 2000000.00 | 0.40 | 607.900 | 0.00 | 0.00 |
| 7 American Axle & Manufacturing Inc | 2000000.00 | 0.40 | 322.299 | 0.00 | 0.00 |
| 8 Amkor Technology Inc | 2000000.00 | 0.40 | 388.799 | 0.00 | 0.00 |
| 9 AMR Corp | 2000000.00 | 0.40 | 614.099 | 0.00 | 0.00 |
| 10 ARAMARK Corp | 2000000.00 | 0.40 | 440.700 | 0.00 | 0.00 |
| 11 ArvinMeritor Inc | 2000000.00 | 0.40 | 560.599 | 0.00 | 0.00 |
| 12 Avis Budget Car Rental LLC/Avis Budget F | 2000000.00 | 0.40 | 227.800 | 0.00 | 0.00 |
| 13 Beazer Homes USA Inc | 2000000.00 | 0.40 | 1406.199 | 0.00 | 0.00 |
| 14 Bombardier Inc | 2000000.00 | 0.40 | 149.600 | 0.00 | 0.00 |
| 15 Celestica Inc | 2000000.00 | 0.40 | 426.799 | 0.00 | 0.00 |
| 16 Charter Communications Holdings LLC/Char | 2000000.00 | 0.40 | 2106.600 | 0.00 | 0.00 |
| 100 names | 200000000.00 | | (avg) 488.658 | 0.00 | 0.00 |

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 6900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg Finance L.P. H372-417-3 26-Nov-07 10:13:25

GRAB CurrencyCDSM
 MORGAN STANLEY BASKET DEFAULT PRICER

Market Correlations Page 1/ 1

Index: CDX.NA.HY.9 12/10 Tranche: 15.00-25.00

| Source | Deal Sprd | Repl Spread | Attach Corr | Detach Corr |
|-----------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Model | 0.00 | 430.16 | 43.00 | 62.00 |
| Source | Bid Spread | Ask Spread | Attach Corr | Detach Corr |
| BBCN BB Corr NY | N/A | N/A | 43.34 | 62.43 |
| CBGL BBG CDS 5:15PM L | 376.8 | 400.3 | N/A | N/A |
| CBGN BBG CDS 5:15PM N | 376.8 | 400.3 | N/A | N/A |
| CBGT BBG CDS 5:15PM T | 376.8 | 400.3 | N/A | N/A |
| CBIL BBG CDS Intra LN | 376.8 | 400.3 | N/A | N/A |
| CBIN BBG CDS Intra NY | 376.8 | 400.3 | N/A | N/A |
| CBIT BBG CDS Intra TK | 376.8 | 400.3 | N/A | N/A |
| CMAL CMA London | 461.2 | 477.5 | N/A | N/A |
| CMAN CMA New York | 461.2 | 477.5 | N/A | N/A |

This output may differ from Morgan Stanley's own internal analysis CPU:300 Calc Adj Fact 1.000

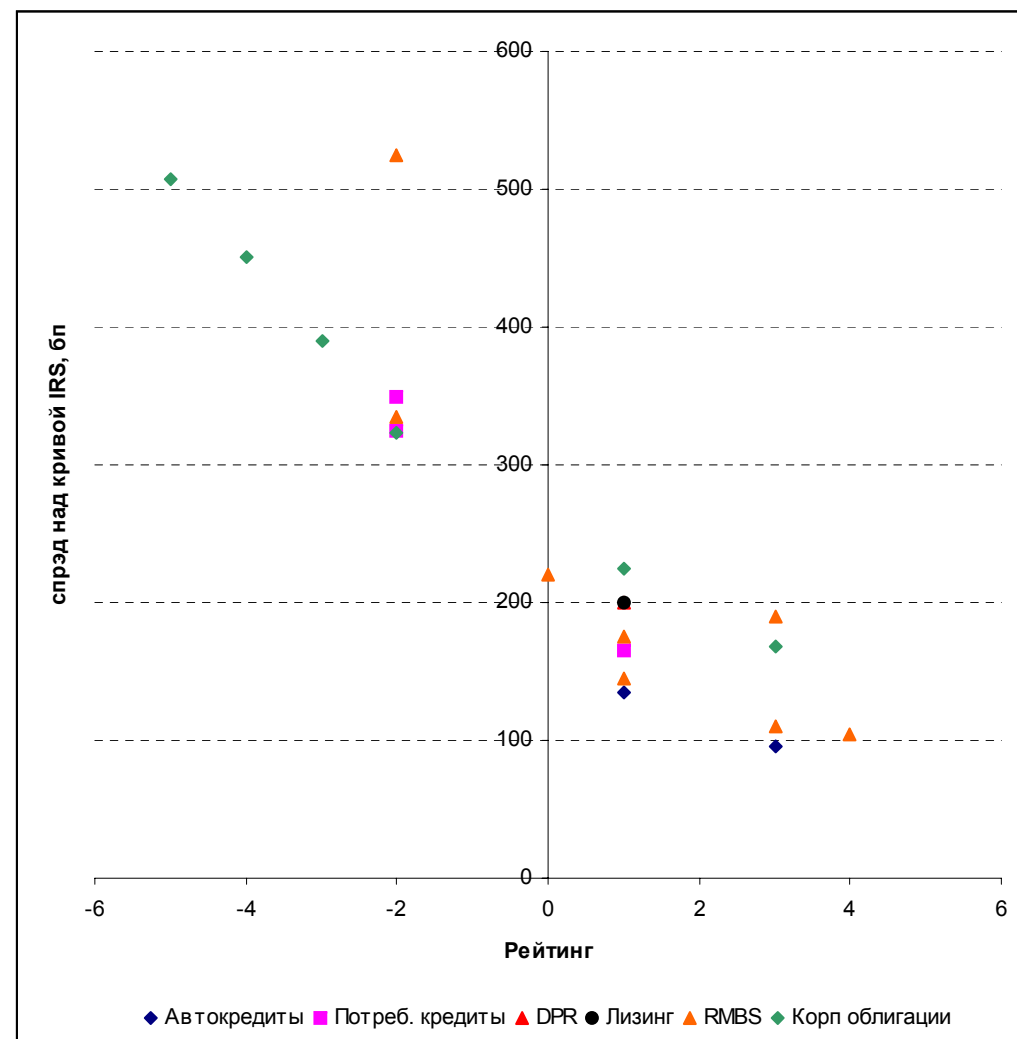
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 6900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2007 Bloomberg Finance L.P. H372-417-3 26-Nov-07 10:18:33

III. Обзор Российского рынка CDO

Обзор Сделок

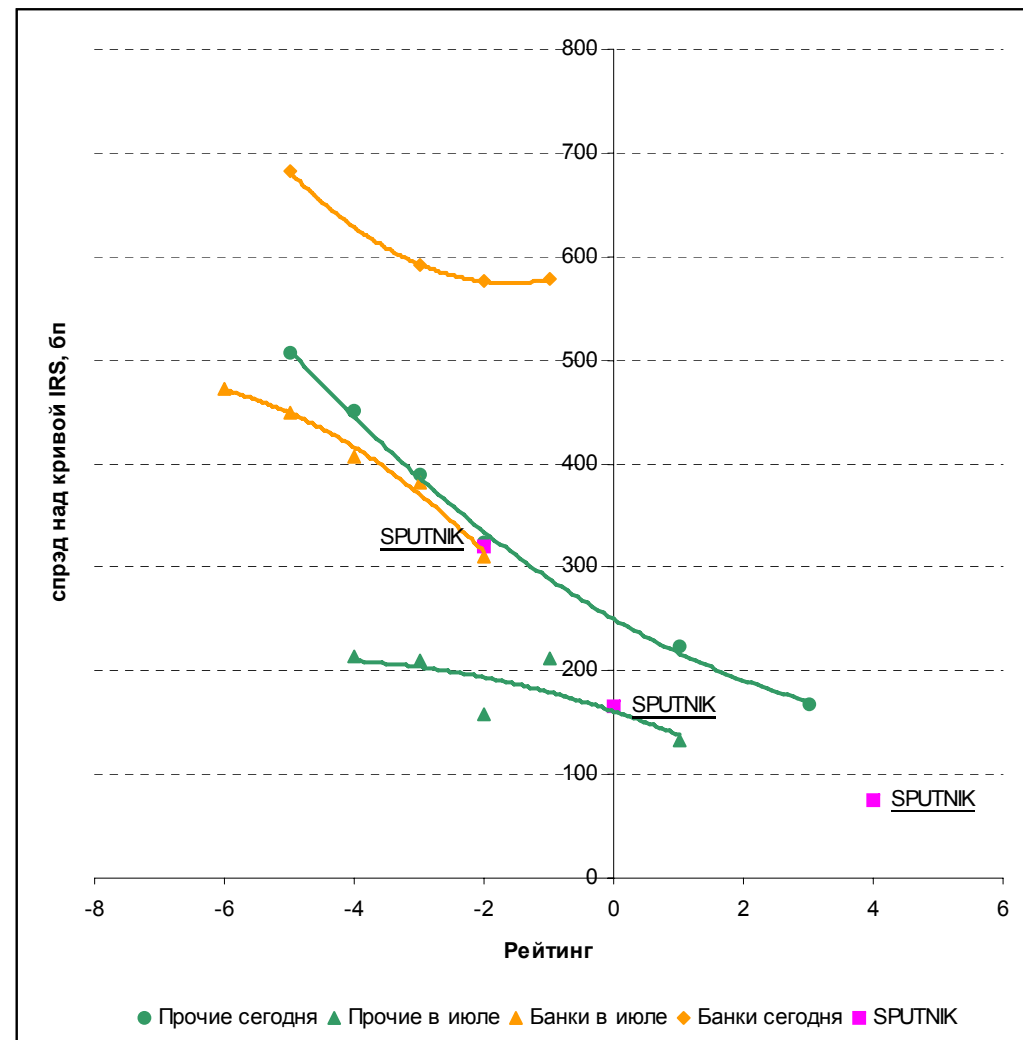
| | Red Square | Sputnik | Vityaz I |
|---------------------------|---------------------------|--|---------------------------|
| Объем портфеля | 6,700,000,000 | 400,000,000 | 8,950,000,000 |
| Валюта | РУБ | USD | РУБ |
| Дата размещения | 39,052 | 39,192 | 39,325 |
| Срок обращения | 2 года | 5 лет | 3 года |
| Базовый портфель | Рублевые облигации | CDS (Россия, Украина, Казахстан) | Рублевые облигации |
| Средний спред | | | |
| примечания | диверсифицирован, managed | высокая концентрация банков в базовом портфеле (>60%), managed | диверсифицирован, managed |
| Рейтинг базового портфеля | нет | 100% с рейтингом | нет |
| Рейтинг траншей | нет | 55% с рейтингом | нет |
| Менеджер | Банк Зенит | VTB Austria | ИК Тройка Диалог |
| Структура капитала | Senior [20;100] | Senior Swap [45;75] | Senior [20;100] |
| | Mezzanine [10;20] | Mezz Class A [36;45] | Mezzanine [10;20] |
| | Equity [0;10] | Mezz Class B [27;36] | |
| | | Mezz Class C [20;27] | Equity [0;10] |
| | | Equity 1 [10;20] | |
| | | Equity 2 [0;10] | |

- **COLLATERALIZED BOND OBLIGATIONS (CBO)**
 - Более 400 компаний имеют публичные долги
 - Более 250 компаний имеют рейтинг
 - Около 15 компаний активно торгуются на рынке CDS
 - Активно развиваются долговые рынки Украины и Казахстана
- **COLLATERALIZED LOAN OBLIGATIONS (CLO)**
 - Более 180 компаний выведены на рынок синдицированных кредитов
- **CDO of ABS**
 - 7 выпусков ABS
 - различные категории активов:
 - лизинговые платежи,
 - автокредиты,
 - потребительские кредиты,
 - DPR
- **CDO of MBS (CMO)**
 - 4 выпуска RMBS



*Рейтинг выражен в шагах от «инвестиционного порога» (0 соответствует Ваа3)

- Мировой кризис ликвидности значительно расширил корпоративные спреды российских облигаций
- Банковский сектор демонстрирует наихудшую динамику



*Рейтинг выражен в шагах от «инвестиционного порога» (0 соответствует Baa3)

- **Передача активов.** Механизм передачи активов, представленных в несекьюритизированной форме, не отработан.
- **Ограниченное количество базовых активов.** Сделки ABS, MBS исчисляются единицами. CMBS отсутствуют в принципе.
- **Ограниченная ликвидность базовых активов.** Проблема особенно актуальна для managed CDO.
- **Неопределенность глобальных перспектив рынка CDO.**

ВИТЯЗЬ II – I

**CDO на рублевые корпоративные облигации под управлением
УК ТРОЙКА ДИАЛОГ**

November 2007



A Passion to Perform.

Disclaimer

The information herein is believed to be reliable and has been obtained from sources believed to be reliable, but we make no representation or warranty, express or implied, with respect to the fairness, correctness, accuracy, reasonableness or completeness of such information. In addition we have no obligation to update, modify or amend this communication or to otherwise notify a recipient in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate.

We are not acting and do not purport to act in any way as an advisor or in a fiduciary capacity. We therefore strongly suggest that recipients seek their own independent advice in relation to any investment, financial, legal, tax, accounting or regulatory issues discussed herein. Analyses and opinions contained herein may be based on assumptions that if altered can change the analyses or opinions expressed. Nothing contained herein shall constitute any representation or warranty as to future performance of any financial instrument, credit, currency rate or other market or economic measure. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This communication is provided for information purposes only. It is not an offer to sell, or a solicitation of an offer to buy, any security, nor to enter into any agreement or contract with Deutsche Bank AG or any affiliates. In addition, any subsequent offering will be at your request and will be subject to negotiation between us. It is not intended that any public offer will be made by us at any time, in respect of any potential transaction discussed herein. Any offering or potential transaction that may be related to the subject matter of this communication will be made pursuant to separate and distinct documentation and in such case the information contained herein will be superseded in its entirety by such documentation in final form.

In addition, because this communication is a summary only it may not contain all material terms, and therefore this communication in and of itself should not form the basis for any investment decision. Financial instruments that may be discussed herein may not be suitable for all investors, and potential investors must make an independent assessment of the appropriateness of any transaction in light of their own objectives and circumstances, including the possible risks and benefits of entering into such a transaction. By accepting receipt of this communication the recipient will be deemed to represent that they possess, either individually or through their advisers, sufficient investment expertise to understand the risks involved in any purchase or sale of any financial instrument discussed herein. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and any investor in that financial instrument effectively assumes currency risk. Prices and availability of any financial instruments described in this communication are subject to change without notice.

In the United Kingdom, this communication is approved and/or communicated by Deutsche Bank AG London, a member of the London Stock Exchange. This communication has not been approved for distribution to, or for the use of, private customers as defined by the rules of the UK's Financial Services Authority.

This communication and the information contained herein is confidential and may not be reproduced or distributed in whole or in part without our prior written consent. Copyright © 2007 Deutsche Bank AG.

Содержание

1 Условия Сделки

2 Потенциал Развития Рынка

3 Структура Сделки

4 Состав Портфеля

5 Команда

Приложение 1: Инструкция в случае наступления кредитного события

Приложение 2: Биографии УК Тройка Диалог

Section 5 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Условия Сделки

Часть 1



A Passion to Perform.

Условия Сделки

⊕ Инвестиционные возможности

- “Витязь II”, новое рублевое CDO на корпоративные облигации российских эмитентов.
- Организатором размещения выступает Дойче Банк.
- Объем сделки составляет \$ 300 - \$ 400 млн. (VITYAZ 1 CDO – 350 миллионов долларов)

⊕ Управление портфелем

- Управление портфелем будет осуществляться Тройка Диалог (часть Группы Компаний Тройка Диалог) - одной из крупнейших управляющих компаний в России с более чем \$ 4.5 млрд. под управлением.

⊕ Привлекательность российских облигаций

- За последние три года значительно увеличилось количество компаний, выпустивших рублевые облигаций.
- За 2006 год объем рынка корпоративных облигаций вырос на 87%, превысив 1 трлн. руб.
- Перспективы компаний и активность инвесторов обеспечат дальнейший рост этого рынка.

⊕ Простая структура

- Сделка заключается на 3 года и включает следующие транши:

| | | |
|------------------------|------------------------|---------------------------|
| <u>Транш:</u> | Младший (Equity) Транш | Средний (Mezzanine) Транш |
| <u>Субординация:</u> | 0% | 10% |
| <u>Доля в портфеле</u> | 10% | 10% |

Условия Сделки (прод.)

⊕ Базовый Актив

- Базовыми активами CDO являются CDS (кредитный своп) на каждую облигацию в портфеле.

⊕ Стандартный механизм при наступлении Кредитного События

- При наступлении Кредитного События соответствующий базовый актив будет удален из портфеля. При этом уменьшается номинал младшего (equity) транша, а также субординация каждого из траншей, составляющих CDO.
- Механизмы оценки стандартны и полностью описаны в Приложении 1.

Потенциал Развития Рынка

Часть 2



Section 2 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

A Passion to Perform.

Россия: Значительный Рост!

⊕ 2007 год был одним из самых успешных для российской экономики за все время после кризиса 1998 года.

| | 1998 | 2007F |
|------------------------------------|-------|-------|
| Рост ВВП (%) | -5.3% | 7.8% |
| Счет текущих операций (% к ВВП) | 0.1% | 5.7% |
| Дефицит (профицит) бюджета (% ВВП) | -5.0% | 5.2% |
| Инфляция (Дек/Дек, %) | 84.5% | 10% |
| Цены на нефть (Брент, \$/баррель) | 13 | 80 |

Источник: Росстат, Минфин, ЦБР, оценки Тройки Диалог

⊕ **Высокие цены на нефть изменили экономику:**

- Кредитное качество экономики улучшается благодаря золото-валютным резервам и Стабилизационному фонду, объем которых превышает внешний долг РФ.
- Россия уже погасила большую часть долгов СССР.
- Валютный риск снизился благодаря высокому спросу на рублевые активы.

⊕ Благодаря либерализации капитала в рынке государственных облигаций произошли значительные изменения.

⊕ **Объем рынка корпоративных облигаций постоянно растет. Параллельно увеличиваются ликвидность и длина займов.**

2007: Год Перемен

- Прорыв в переговорах о вступлении в ВТО.
- Большой приток капитала и прямых иностранных инвестиций
- Твердые позиции во время мирового кризиса ликвидности.
- Укрепление рубля.
- Бум инвестиций.
- Снижение политических рисков.



2008: Двигатели роста.

- Основными двигателями роста в 2008 станут: :
 - Президентские выборы.
 - Высокие цены на ресурсы.
 - Рост инвестиций: Инвестиционные и венчурные фонды, Свободные Экономические Зоны, Национальные Проекты.
 - Изменение законодательства в отношении стратегических секторов экономики.
 - Большой приток прямых инвестиций.
 - Антикоррупционная компания, административная реформа.

This information has been provided by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Макроэкономика России

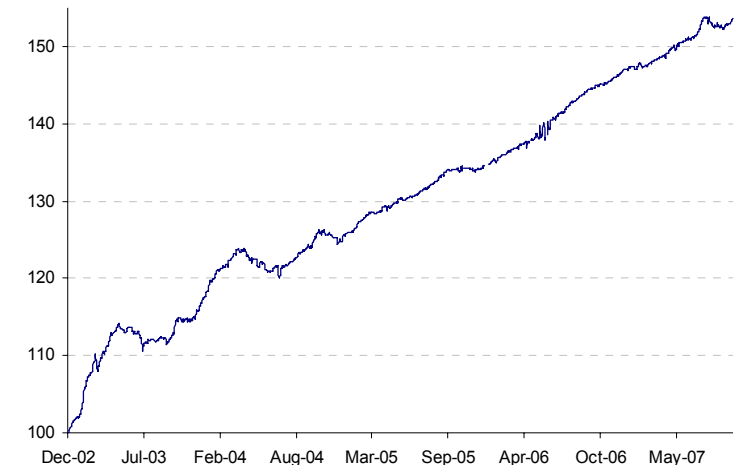
- ⊕ За 9 месяцев 2007 года ВВП вырос на 7.3%, ожидаемый рост за 2007 год - 7.8%. Прогноз на 2008 - 6.7%
- ⊕ По сравнению с 1999 годом ВВП вырос на 80%. К концу 2007 года объем ВВП составит около 1.25 трлн. долл.
- ⊕ Двигателями экономического роста остаются транспорт, торговля, строительство и телекоммуникационный сектор.
- ⊕ Рост экономики продолжается на фоне укрепления реального курса рубля.
- ⊕ На 28 сентября 2007 объем золотовалютных резервов составил 425.1 млрд. долл. Россия занимает 3-е место по объему резервов после Китая и Японии.
- ⊕ С 2000 года в России наблюдался “двойной профицит” – сочетание профицита бюджета и профицита счета текущих операций. В 2007 году профицит бюджета ожидается на уровне 5.2% ВВП, баланс счета текущих операций – 5.7% от ВВП.
- ⊕ Стабилизационный фонд вырос до 141 млрд. долл. на 1 октября 2007 года.
- ⊕ Внешний долг постоянно уменьшается (с 148 млрд. долл. в 1999 году до 44 млрд. долл. в 2007 году)
- ⊕ К концу 2007 года внешний долг России составлял всего 3.5% ВВП по сравнению с 75% в 1999 году.
- ⊕ Внешний долг продолжает уменьшаться и заменятся внутренним долгом.

This information has been provided by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Почему именно российские корпоративные долговые инструменты?

- ⊕ Хорошее кредитное качество российских компаний с более низкой долей заемных средств по сравнению с компаниями развитых рынков, что подтверждается наличием кредитных рейтингов международных рейтинговых агентств
- ⊕ Возможная покупка крупными зарубежными компаниями российских компаний, прежде всего банков
- ⊕ Повышение качества корпоративного управления и информационной прозрачности компаний-эмитентов, что повышает их инвестиционную привлекательность
- ⊕ Государственная поддержка, главным образом путем приобретения или увеличения доли в капитале, а также квази-суверенный статус ряда компаний
- ⊕ Широкие возможности по включению в портфель бумаг с недооцененным кредитным качеством
- ⊕ Вероятность существенного роста цены выпуска вследствие публикации отчетности по МСФО впервые, присвоения кредитного рейтинга, включения выпуска в котировальные списки ММВБ (котировальный список «А» 1-го уровня)

CBONDS – Индекс Российских Корпоративных Облигаций



Источник: Bloomberg

This information has been provided by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Растущий рынок российских облигаций

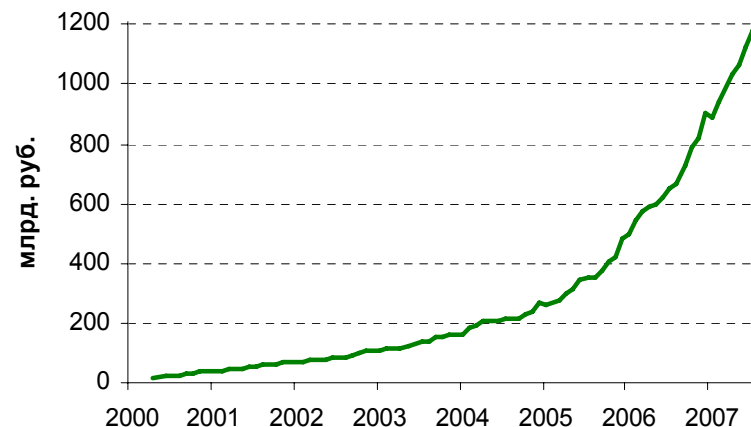
- ⊕ Золотовалютные резервы России являются третьими в мире по величине
- ⊕ Укрепление рубля (относительно доллара) делает привлекательным инвестирование в рублевые активы
- ⊕ Поддержку кредитной истории России оказывают сильные макроэкономические данные и снижение корреляции с ценами на нефть
- ⊕ Ожидание повышения кредитных рейтингов как России, так и частных компаний
- ⊕ Появление у заемщиков возможности привлекать рублевые средства на международных рынках, поскольку рубль теперь является расчетной валютой в Euroclear
- ⊕ Рост объемов долгового рынка, а также изменение структуры в пользу выпусков облигаций 2-3-го эшелонов
- ⊕ Рост институциональных инвесторов среди участников рынка, что создает стабильную ситуацию на рынке
- ⊕ Растущая активность участников первичного рынка, особенно в сегменте корпоративных облигаций
- ⊕ Сужение спредов государственных и корпоративных облигаций
- ⊕ Наличие на рынке достаточно большого количества инструментов, среди которых можно выделить несколько новых: (облигации с ипотечным покрытием, ГСО)
- ⊕ Увеличение сроков обращения займов

Рынок Корпоративных Облигаций Растет

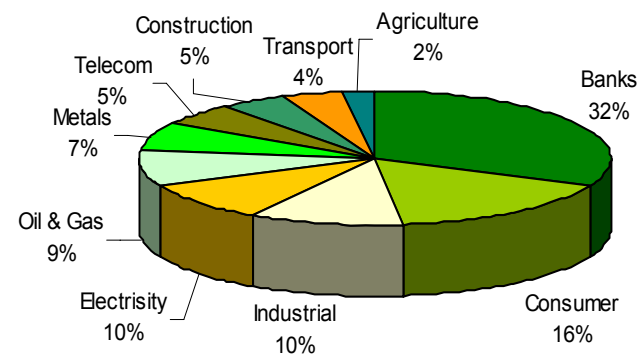
- ⊕ За девять месяцев 2007 года объем рынка корпоративных облигаций вырос на 32%, достигнув 1.2 трлн. руб. В 2006 году рынок вырос на 87%.
- ⊕ Доля корпоративных эмитентов в сентябре 2007 составила 50% (против 46% в 2006 и 35% в 2005).
- ⊕ Банки остаются крупнейшими заемщиками, однако доля потребительского, строительного и энергетического секторов постоянно растет.
- ⊕ Крупные бюджетные расходы, приток средств по счету текущих операций и правильные действия властей сгладят негативные последствия мирового кризиса ликвидности для российского рынка.
- ⊕ Бурное развитие экономики только подогреет интерес компаний к рублевым заимствованиям и обеспечит хорошее предложение этих инструментов.
- ⊕ Укрепление рубля, повышение кредитного качества российских компаний и рост активов банков поддержат хороший спрос на российские корпоративные облигации.

This information has been provided by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Рост рынка корпоративных облигаций.



Структура рынка корпоративных облигаций в 2007 году.



Source: cbonds.ru

Структура Сделки

Часть 3



A Passion to Perform.

Ключевые характеристики

- ⊕ Динамически управляемое CDO на портфель российских корпоративных облигаций.
- ⊕ В целях подтверждения интереса к сделке младший(equity) транш будет частично куплен Группой Компаний Тройка Диалог для фондов, находящихся под ее управлением.
- ⊕ Ноты будут продаваться в формате Euro-clear.
- ⊕ Сделка организована и структурирована Дойче Банком (Deutsche Bank AG)
- ⊕ Эмитент является компанией с ограниченным правом требования, зарегистрированной в Ирландской Республике.
- ⊕ Срок жизни CDO – 3 года.
- ⊕ Механизм оценки для определения “торговой прибыли”/”торгового убытка” основан на прозрачной методологии
- ⊕ Исполнение CDS будет производиться по рыночному опросу на лучшую цену покупки для каждого Базового Актива
- ⊕ В случае наступления Кредитного События денежные поставки по CDS будут проводиться на дату денежных поставок с соответствующим стандартным синтетическим CDO на развитых рынках
- ⊕ Срок до погашения каждого CDS будет 3 года за исключением случаев досрочного погашения Базового Актива. В данном случае Портфельный Менеджер будет производить замену погашающегося Базового актива на новый.

Структура сделки



Чувствительность к Дефолтам

| | Сценарий 1: Наименьшее # бумаг | Сценарий 2: # бумаг в уменьшающемся порядке по спреду** | Сценарий 3: Наибольшее # бумаг |
|--|-----------------------------------|---|-----------------------------------|
| Средний(Mezzanine) транш начинает нести убытки /Объем младшего(Equity) транша уменьшается до 0 | 5 | 7 | 14 |
| | Scenario 1: | Scenario 2: | Scenario 3: |
| | Наименьшее # бумаг* | # бумаг в уменьшающемся порядке по спреду ** | Наибольшее # бумаг |
| Средний(Mezzanine) транш полностью обесценился. | 12 | 13 | 24 |

⊕ Вышеприведенная таблица иллюстрирует гипотетическое количество дефолтов по Базовым Активам в первоначальном портфеле, после которого Средний (Mezzanine) транш начинает нести убытки и после которого Средний (Mezzanine) транш полностью обесценился.

* В 1 сценарии симулирован дефолт по бумагам с наибольшей концентрацией (весом в портфеле)

** В 2 сценарии бумаги симулирован дефолт по бумагам с наибольшим спредом

*** В 3 сценарии симулирован дефолт по бумагам с наименьшей концентрацией (весом в портфеле)

Основные риски

- ⊕ CDO – производный продукт на портфель российских корпоративных рублевых облигаций, несущий связанные с ними риски.
- ⊕ В случае если объем дефолтов превысит объем младшего (equity) транша, инвесторы среднего транша могут понести убытки.
- ⊕ Эмитент несет ограниченную ответственность перед держателем CDO нот.
- ⊕ Из-за определенных обстоятельств инвестиция в CDO может быть затруднена для некоторых инвесторов.
- ⊕ CDO несет риски, связанные с инвестициями в развивающиеся рынки.
- ⊕ Управляющий портфелем может менять состав портфеля, однако его действия ограничены Требованиями к Составу Портфеля.

Состав Портфеля

Часть 4



A Passion to Perform.

Требования к Составу Портфеля

Требования к концентрации бумаг в портфеле

- ⊕ Минимальное количество бумаг: X
- ⊕ Максимальная доля одной бумаги: X%
- ⊕ Максимальная совместная доля двух бумаг: X%
- ⊕ Допускается не более двух бумаг с концентрацией больше X%.
- ⊕ Минимальная доля одной бумаги: X%
- ⊕ Доля одного сектора не должна превышать X%
- ⊕ Минимум X% бумаг должны иметь рейтинг хотя бы одного из следующих агентств: Moody's, S&P, Fitch или Interfax.

Требования к спреду при замене бумаги

- ⊕ При замене бумаги разница в спреде между новой и старой (замененной) облигацией не должна превышать X%.

Требования к CDS спреду базисного актива в портфеле

- ⊕ Не одно имя в более чем X% портфеля не может иметь спред превышающий X%
- ⊕ Не допускаются бумаги со спредом более X%
- ⊕ Допускаются не более чем X замен бумаг в портфеле в течение квартала (без учета замен, связанных с исполнением оферты по требованию Другой Стороны Сделки).

Прекращение Торговли

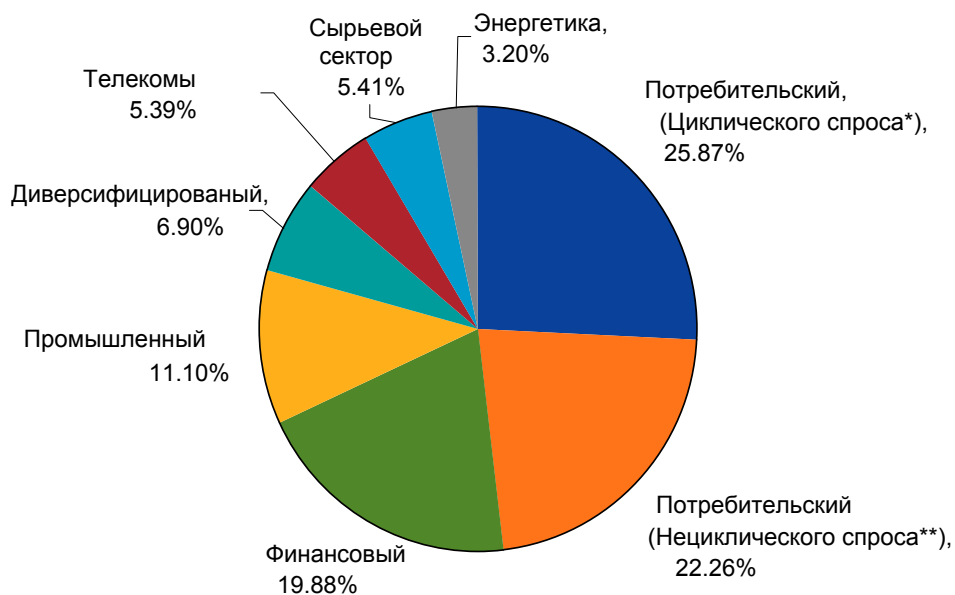
- ⊕ В случае если более чем X% первоначального объема младшего транша будет потеряно в результате торговых убытков или дефолтов, УК Тройка Диалог прекратит все операции по замене бумаг в портфеле.



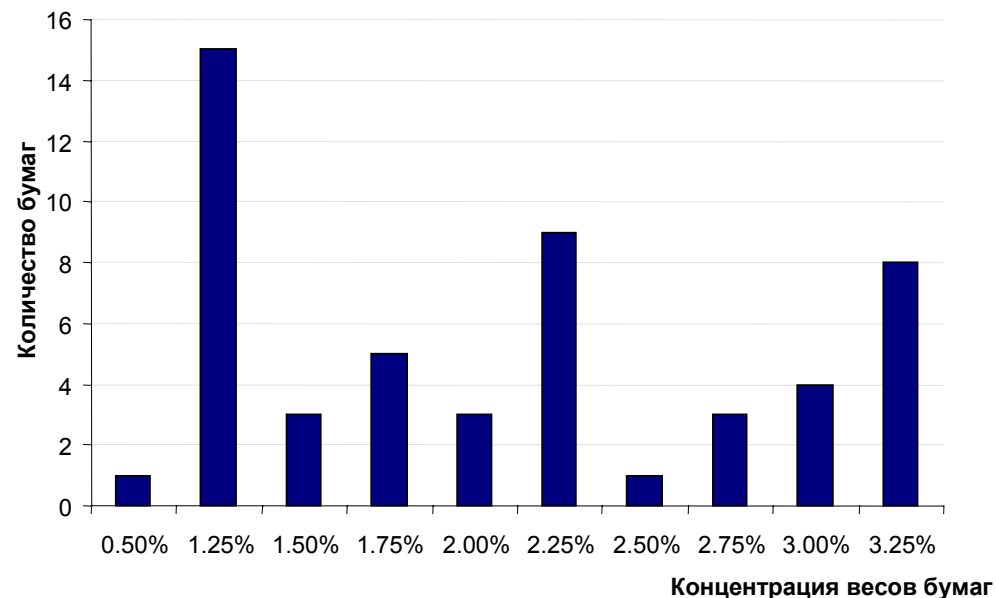
Основные индикативные характеристики портфеля

- ⊕ Максимальная концентрация бумаг в 1 секторе не превышает 30%
- ⊕ Первоначальный средний срок до погашения 1.5 года

Индикативное распределение по секторам



Индикативное распределение концентрации бумаг



Разбивка по секторам сделана согласно классификации агентства Bloomberg.

*Потребительские товары циклического спроса значит товары длительного пользования: авиалинии, одежда, автомобили и запчасти и т.д..

** Потребительские товары нециклического спроса подразумевают напитки, лекарства, еда, косметика и т.д..

Настоящий портфель может изменяться в зависимости от набора бумаг, доступных менеджеру в период формирования портфеля. Период формирования портфеля будет длиться в течение 2 недель после Торговго Дня.

Команда

Часть 5



Section 5 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

A Passion to Perform.

УК Тройка Диалог

- ⊕ Группа компаний Тройка Диалог была основана в 1991 году. Это крупнейший инвестиционный банк в России, который полностью независим от финансово-промышленных групп и принадлежит на 100% менеджменту Группы Тройка Диалог.
- ⊕ Кипрское подразделение УК Тройка Диалог (TDAM) было основано в 2002 году. TDAM (Кипр) регулируется Кипрским законодательством и имеет право управлять инвестиционными портфелями и оказывать инвестиционные услуги. Также TDAM (Кипр) имеет лицензию US SEC на предоставление инвестиционных услуг. УК Тройка Диалог (TDAM) является частью Группы компаний Тройка Диалог.

Section 5 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Почему Тройка Диалог ?

- ⊕ Преимущества Тройки Диалог – **большой опыт работы на российском фондовом рынке.**
- ⊕ 11 лет работы на фондовом рынке России и СНГ позволили Управляющей Компании Тройка Диалог выработать качественное независимое инвестиционное мнение по эмитентам.
- ⊕ УК Тройка Диалог (TDAM) является частью Группы компаний Тройка Диалог. Она была основана в 1996, примерно тогда, когда появился российский рынок доверительного управления. В настоящее время компания занимает примерно 30% рынка паевых инвестиционных фондов.
- ⊕ Объем активов под управлением на 30.03.07 превысил \$4.2 млрд. Среди клиентов: клиенты ПИФов, частные инвесторы, пенсионные фонды и институциональные инвесторы, включая Пенсионный Фонд РФ, ЕБРР и Temasek. Свыше \$1.4 млрд активов под управлением находится в ПИФах..
- ⊕ Команда работает в России, поэтому имеет возможность общаться с менеджментом эмитентов и участвовать в новых размещениях.
- ⊕ С помощью глубокого анализа открываются лучшие облигации на бурно растущем долговом рынке.
- ⊕ Компания имеет 10-летний опыт управления портфелем облигаций - Илья Муромец, запущенный в январе 1997, является крупнейшим открытым фондом облигаций в течение 7-ми лет.
- ⊕ Стратегия успешно развивалась от инвестирования в ОФЗ к инвестициям в муниципальные облигации, первый эшелон и, наконец, второй эшелон.
- ⊕ За последние 10 лет доходность стратегии превышала соответствующие облигационные индексы на фоне постоянного улучшения коэффициента Шарпа.
- ⊕ Доступ к услугам всех российских и международных инвестиционных банков (работающих в России и СНГ).

Section 5 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Сделки с улучшением кредитного качества

| Issuers | Date of Purchase | Spread initial | Spread today | Spread delta |
|--------------------|------------------|----------------|--------------|-----------------|
| Apteka 36.6 | 04/07/2006 | 513 | 387 | 126 |
| CentrTelecom,04 | 17/08/2004 | 708 | 153 | 555 |
| Integra,1 | 24/03/2006 | 436 | 375 | 61 |
| Irkut,03 | 22/09/2005 | 237 | 150 | 87 |
| Komi, 07 | 23/11/2004 | 347 | 134 | 213 |
| Leningrad Region,2 | 17/12/2003 | 566 | 142 | 424 |
| Leningrad Region,3 | 17/12/2004 | 286 | 136 | 150 |
| Magnit | 23/11/2005 | 334 | 205 | 129 |
| Megafon | 19/04/2005 | 286 | 125 | 161 |
| Pyaterochka,1 | 18/05/2005 | 428 | 236 | 192 |
| Severstal – Auto | 29/01/2004 | 347 | 144 | 203 |
| UMPO | 21/12/2006 | 375 | 252 | 123 |
| URSA,05 | 24/10/2006 | 410 | 317 | 93 |

Section 5 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

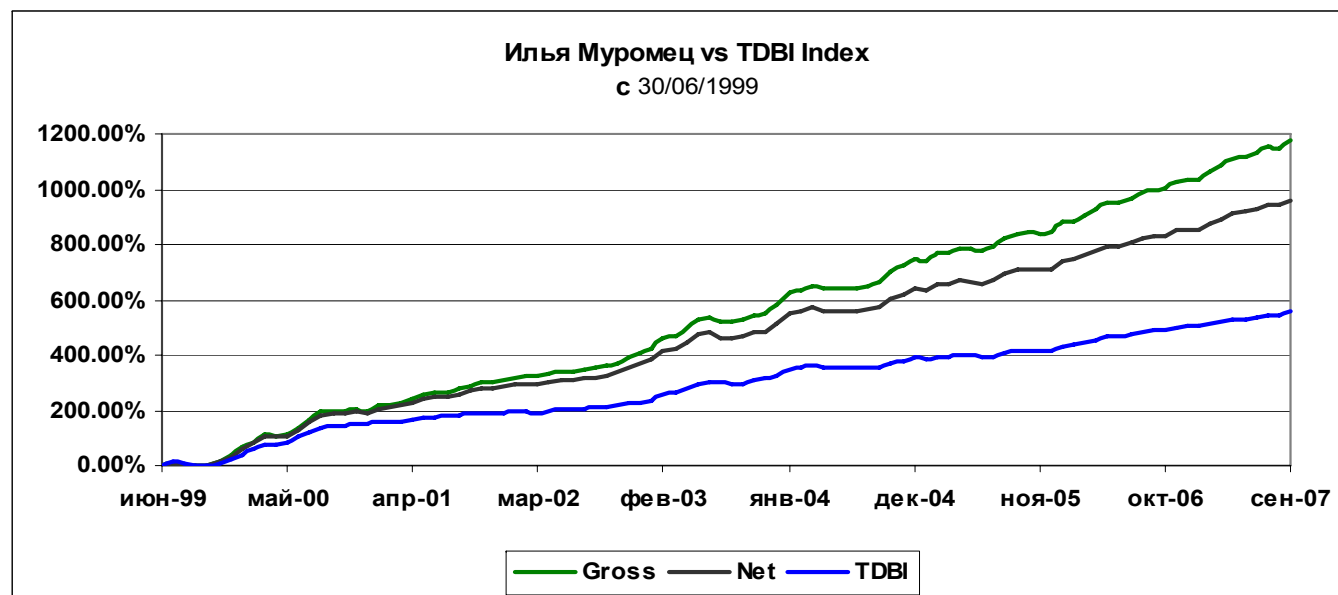
Доходность и риск

Доходность

| Период | Илья Муромец gross | Илья Муромец net | TDBI Index | RUX-Cbonds Index |
|--------|--------------------|------------------|------------|------------------|
| 2000 | 121.50% | 116.62% | 102.82% | |
| 2001 | 37.04% | 34.15% | 17.52% | |
| 2002 | 24.79% | 21.70% | 13.39% | 15.27% |
| 2003 | 33.84% | 30.59% | 28.92% | 32.22% |
| 2004 | 23.70% | 20.48% | 15.87% | 20.12% |
| 2005 | 11.71% | 9.58% | 5.13% | 7.20% |
| 2006 | 20.30% | 18.02% | 16.95% | 18.10% |
| 3m 07 | 4.38% | 3.93% | 2.58% | 3.53% |
| 6m 07 | 8.67% | 7.68% | 4.74% | 6.96% |
| 9m 07 | 12.73% | 11.14% | 8.84% | 10.51% |

Показатели риска

| | Ilya Murometz gross | TDBI Index | RUX-Cbonds Index |
|------------------------|---------------------|------------|------------------|
| Стандартное отклонение | 3.6% | 3.8% | 3.9% |
| Коэффициент Шарпа | 3.46 | 2.09 | 2.59 |
| Бета | | 0.86 | 0.88 |
| R-squared | | 0.81 | 0.94 |



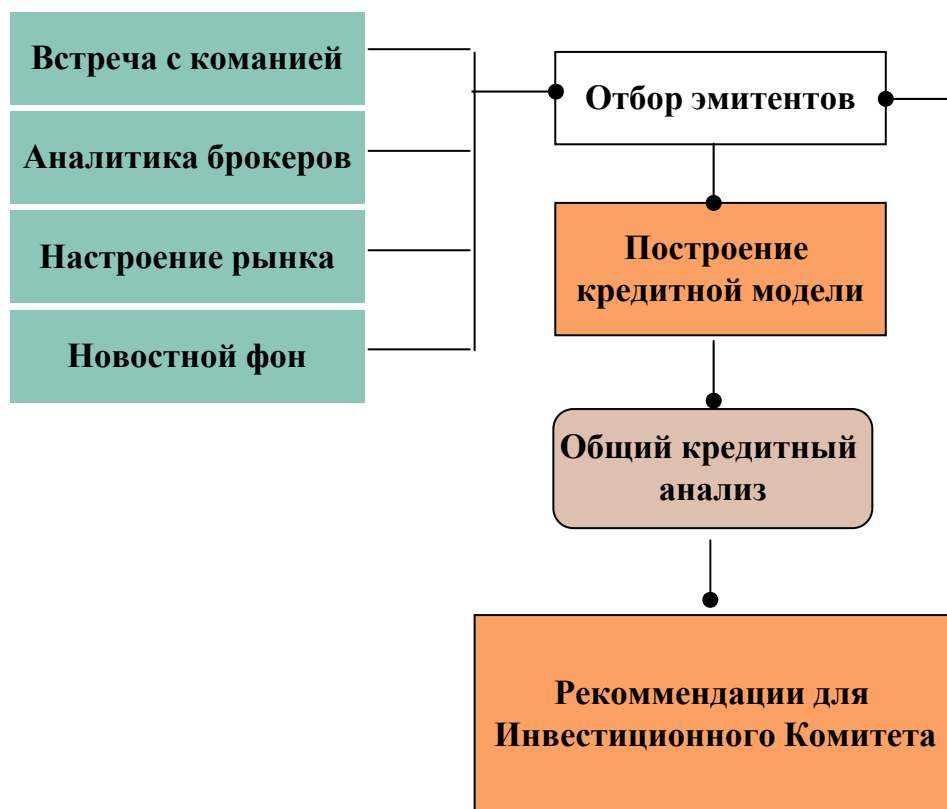
Section 5 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Кредитный анализ

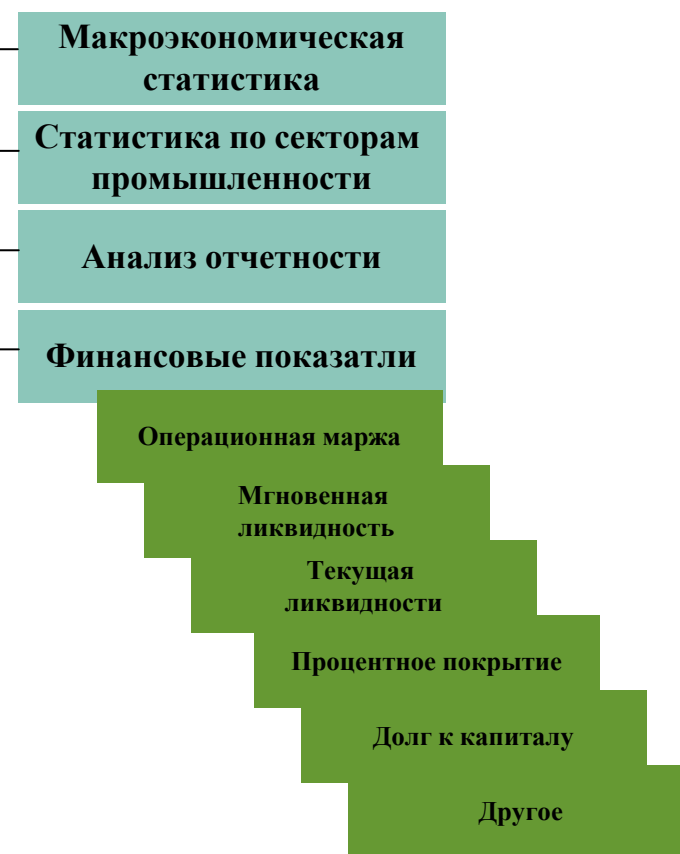
- ⊕ Независимый анализ является частью процесса принятия инвестиционных решений.
 - ⊕ Все решения принимаются инвестиционным комитетом, который собирается не реже раза в неделю.
 - ⊕ Аналитики покрывают около 200 компаний из различных секторов: финансового (банки, факторинг), торговли, пищевой отрасли, телекомов, строительства, нефтегазовой отрасли, энергетики, промышленности, металлургии и т.д.
 - ⊕ Для каждой компании пишется кредитное заключение, которое обсуждается на встечах инвестиционного комитета. В заключение входит подробный анализ компании (включая модель денежных потоков компании, оценку основных финансовых показателей)
 - ⊕ При анализе компаний учитываются следующие показатели:
 - Leverage: Debt/EBITDA между 0.5x – 5x, Debt/Asset не больше чем 0.7x
 - Структура долга: размер, эффективная ставка процента, наличие обеспечения.
 - Активы компании: размер, ликвидность, обеспечение.
 - Структура бизнеса: рентабельность, специфика отрасли, рост и потенциал роста компании, открытость управления.
 - ⊕ Встречи с менеджментом также играют значительную роль при принятии решения. Мы регулярно встречаемся с менеджментом компаний, которые покрываем (сюда, соответственно, входят все компании, находящиеся в наших портфелях).
 - ⊕ Среди источников, используемых при анализе, отчеты брокеров, независимых информационных агентств (СКРИН, Cbonds)
- Section 5 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.
- ⊕ Происходит постоянный мониторинг портфеля. Кредитный аналитик обновляет модели компаний не реже раза в

Независимый инвестиционный анализ

Качественные факторы



Количественные факторы



Section 5 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Достижения и профессиональные заслуги

Consistently recognized as the best investment bank in Russia by business magazines and rating agencies, professional market participants, and Russian and Western investors

| | | | | | |
|---|--|--|--|---|---|
|  | <p>2005 – Best Secondary Equities and Derivatives House; Best Domestic Debt Research 2004 – Best Asset Manager, Best Domestic Debt Research 2004</p> |  | <p>Best Private Bank in Russia 2005; Best Russian Investment Company 1996, 1997, 1999, 2000, 2004 (Euromoney Awards for Excellence)</p> |  | <p>2nd place in Best Research Department in Russia rating 2005 (Institutional Investor)</p> |
|  | <p>2001-04: Company of the Year, Best Asset Management Company, Best Trader, Best Investment Banker (NAUFOR Securities Market Elite)</p> |  | <p>Russian fund managers name Troika Dialog Leading Pan-European Brokerage Firm 2003, 2004 #1 for Research 2001 (Thomson Financial Extel Survey)</p> |  | <p>Ruben Vardanian named Entrepreneur Of The Year in Russia 2004 (Ernst & Young World Entrepreneur Of The Year Awards)</p> |
|  | <p>Best Management Team 2004 (Russian Managers Association)</p> |  | <p>Best Russian Investment Company 2005 (RBC Rating)</p> |  | <p>Pavel Teplukhin no. 1 in Top-1,000 Most Professional Managers of Russia rating 2005 (Kommersant publishing house/Russian Managers Association)</p> |

Section 5 of this communication has been prepared by and is the sole responsibility of Troika Dialog Asset Management. It has not been reviewed, approved or endorsed by Deutsche Bank AG.

Приложение 1: Инструкция в случае наступления кредитного события

Часть 6



A Passion to Perform.

Инструкция в случае наступления кредитного события

- ⊕ В случае наступления кредитного события
 - Эмитент должен инициировать would get triggered on the underlying Portfolio Credit Default Swaps by the Swap Counterparty
 - Также, Эмитент должен оповестить инвесторов о наступлении Кредитного события
- ⊕ Итоговая стоимость Deliverable Obligation следует рассчитывать в соответствии с процедурой оценки, приведенной выше
- ⊕ Итоговые Кредитные Потери следует рассчитывать следующим образом:
 - $(100\% - \text{Итоговая Стоимость}) * \text{Номинальная стоимость Базового Актива}$
- ⊕ Между Контраентом по Свопу и SPV должен произойти наличный расчет, на основании которого Контраент по Свопу получает сумму, равную объему Кредитных Потерь, которые изначально перераспределяются в пользу инвесторов младшего (Equity) транша и затем среднего (Mezzanine) транша в обратном порядке старшенства
- ⊕ SPV должно заплатить эту сумму Контрагенту по Свопу за счет эквивалентной номинальной суммы Залога
- ⊕ После базовый актив, потерпевший дефолт, должен быть извлечен из Базового Портфеля

Инвестора следует ознакомиться с полным перечнем условий, содержащим детали по структуре сделке и действиях в случае наступления неопределенных событий

Трактовка Торгового Убытка/Прибыли

- ⊕ Замены в портфеле могут привести к «Торговой Прибыли» или «Торговому Убытку»
- ⊕ Торговая Прибыль/Убыток рассчитывается как:
 - Текущий рыночный спред заменяемой бумаги минус
 - текущий рыночный спред новой бумаги.
- ⊕ Резервный счет инвесторов младшего транша (Equity) пополняется на сумму Торговой Прибыли, и затем, при погашении они получают ее вместе с суммой накопленных процентов
- ⊕ При увеличении объема младшего транша (Equity) вероятность дефолтов для инвесторов среднего транша (Mezzanine) снижается
- ⊕ Соответственно, Торговые Потери уменьшают Резервный счет инвесторов младшего транша (Equity), и впоследствии вероятность наступления дефолта для инвесторов среднего транша (Mezzanine) возрастает.

Инвестора следует ознакомиться с полным перечнем условий, содержащим детали по структуре сделке и действиях в случае наступления неопределенных событий

Приложение 2: Troika Group Biographies

Часть 7



A Passion to Perform.

Biographies of Key Personnel

- ✦ **Dr Pavel Teplukhin** - is one of the founders of both Troika Dialog Asset Management and the Troika Dialog Group. Having held a variety of senior positions in companies and business organizations, he is one of the most prominent and respected figures in Russian capital markets. He is one of the founders of the 2015 Club and is a member of the Investor Protection Association, the National League of Management Companies and the Association of Independent Directors. He also sits on the boards of Mostotrest, a leading Russian construction firm; Samarenergo, a regional energy utility; Arbat Prestige, Russia's largest perfume and cosmetics retailer; and Open Investments. Between 1990 and 1991, Dr Teplukhin was Executive Director of one of Russia's first private joint-stock consulting companies, Academia Inc, during which time he participated in many turnkey privatization projects.

Dr Teplukhin's career has included close work with the government and economic think tanks. He sits on the Expert Council of the Russian Parliamentary Committee on Credit Organizations and Financial Markets, and since 1993 has worked in various official advisory capacities for the Economics and Finance ministries, notably as Economic Advisor to the Governmental Task Force on Economic Reform under Professor Jeffrey Sachs and as Expert Economist at the Russian-European Center of Economic Policy. Between 1991 and 1993, Dr Teplukhin was part of Yegor Gaidar's Institute for the Economy in Transition, Russia's leading center of research in theoretical, applied and strategic economics. At the end of the 1980s, he worked with Professor Yasin in the Soviet Academy of Sciences at the Central Institute of Economics and Mathematics. Dr Teplukhin has advanced degrees in Economics and Statistics from Moscow State University and holds a Masters of Science degree in Economics from the London School of Economics (LSE). Since 1994 he has been head of the LSE's Moscow office. In 2005, Dr Teplukhin was ranked number one in a rating of Russia's 1000 most professional managers, conducted by the Kommersant newspaper and the National Association of Managers.

- ✦ **Maria Zaostrovitseva** has been Chief Operating Officer at Troika Dialog Asset Management since December 2003. Until December 2003 she was the head of Back-office Department in Troika Dialog Asset Management. Before joining Troika Dialog in 2002, she was head of Depository department in GUTA-Investment Company, where she organized the Depository department from the very beginning. Maria Zaostrovitseva is a graduate of the Moscow State University by Lomonosov, has the Certificate of Russian Security Market Federal Commission (Diploma in business management: «Head of a professional asset management company» and Diploma in business management: «Head of a professional custodian (depository)»)..

- ✦ **Stephen Cohen (British)**. Mr Cohen has an M.A. in Physiology from Oxford University and is a Fellow of the Securities Institute. Between January 1980 and March 1999 he undertook various roles for Mercury Asset Management (and for Merrill Lynch Investment Managers, which acquired Mercury Asset Management in December 1997), including Managing Director from 1989 to 1999. From April 1999 until January 2000, Mr Cohen was Co-Chief Executive Officer of Dresdner RCM (UK) Limited. In February 2000, he became the Managing Director of Zurich Scudder Investments Limited, a post he held until March 2002. Between August 2003 and December 2004 Mr Cohen was the Chief Executive Officer of Putnam Investments Limited. Between January 2005 and October 2005 Mr Cohen was pursuing a variety of charitable and personal business interests. He has been the Managing Director of Troika Dialog (UK) Limited since November 2005.

Biographies of Key Personnel

- ✦ **Oleg Larichev – CIO, Portfolio Manager** has been with Troika Dialog since 1996 and TDAM since 1998. Prior to joining Troika Dialog, Oleg worked as an economic expert with the Russian European Centre for Economic Policy. He has 11 years' experience in Russia's securities markets has been a member of the TDAM Investment Committee since March 1998. He was promoted to CIO in April 2005. Oleg Larichev is the lead portfolio manager, chairs the TDAM Investment Committee, and is responsible for the research and analysis that supports every investment decision. Oleg has an M.A. in Mathematics from Moscow State University(where he as a chess champion) and an M.A. in Economics from the New Economic School, Moscow.
- ✦ **Vitaly Natarov – Portfolio Manager** joined TDAM in April 2006. He has over 9 years experience in Russia's securities markets and over 3 years experience in asset management. Prior to joining Troika Dialog, Vitaly worked as an economic expert with the Russian European Centre for Economic Policy, analyst in CSFB (Moscow) and analyst/portfolio manager in Technostructura company. He managed Russian equities and global equity portfolios. Vitaly has an M.A. in Mathematics from Moscow State University and an M.A. in Economics from the New Economic School, Moscow. He holds certificate of Professional Competence for supervision of portfolio management section from the Ministry of Finance of the Republic of Cyprus.
- ✦ **Vladimir Potapov, CFA – Portfolio Manager** was appointed a Portfolio Manager in 2005. His research responsibilities include macroeconomics/fixed income, and the metals and fixed line telecom equity sectors. He has a BSc. with Honors in Economics from the State University, Higher School of Economics, with a "Top 10" students rating and is a PhD candidate in Economics. He received a Certificate of Chinese proficiency (5th level) and Economics, from the Peoples University of China, Beijing and speaks Mandarin. Vladimir also holds the President of Russia Award for distinguished success in science and studies. In 2006 Vladimir was included in top 10 fund managers in Russia according to Finans journal rating. He holds the certificates 1.0 and 5.0 from the Russian Federal Financial Markets Service.
- ✦ **Olga Logvina, CFA – Head of Research** joined TDAM from Pioglobal Asset Management, where she was Head of Research, responsible for strategic analysis and asset allocation. Before that, in 1998-1999, she worked as an analyst at Pioneer Securities in Moscow covering the automotive sector and subsequently macroeconomics and fixed income. She started her financial career in 1996 as a corporate finance manager at an investment boutique in St. Petersburg. Olga holds a BA cum laude in English and German from Herzen University in St. Petersburg and an MBA from the University of Northern Iowa in the US. She is a Chartered Financial Analyst (CFA) and a member of the MICEX Index Committee
- ✦ **Maria Ponomareva, Analyst - Credit** joined TDAM in November 2006 having received an MA degree in Finance from the State University Higher School of Economics, Moscow and an MA degree in Economics from the University of Paris (Sorbonne). In 2004 Maria received a BA with honors in Economics from the State University Higher School of Economics
- ✦ **Elena Dresvannikova, Analyst - Quantitative Research** joined Troika Dialog as an Equity Derivatives Desk intern in 2006 and later moved to TDAM as an analyst. Elena has an MA degree with honors in Mathematics from Moscow State University and is currently pursuing an MA degree in Economics at The New Economic School (Moscow).

Deloitte.

Tax aspect of CDOs in Russia.

Elena Deshina

Partner

27 November 2007

Audit • Tax • Consulting • Financial Advisory.



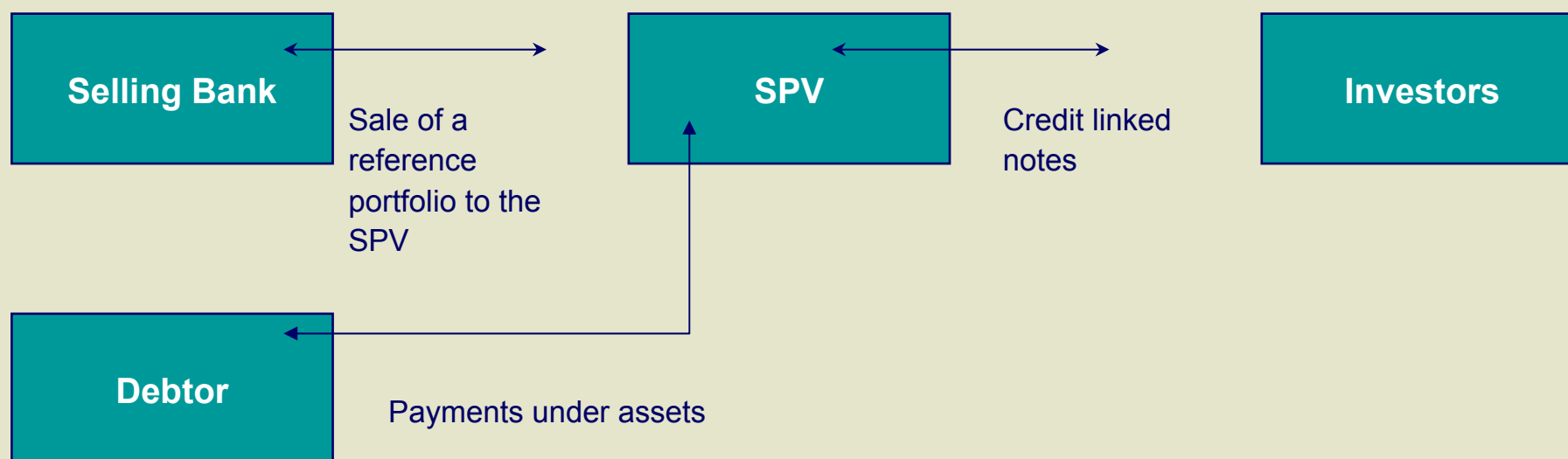
Approach to basic tax analysis

- Transfer of assets / transfer of risks
- Static or managed portfolio: taxation of payments generated by underlying assets
- Assets servicing and enforcement
- Funded vs. unfunded structure:
 - taxation of income generated by assets with the SPV / protection buyer
 - income tax withholding for investors/protection sellers
- Tax treatment of security arrangements
- VAT on commissions
- Tax effect for a Russian investor or protection seller

Cash flow structure. Static portfolio.

Potential option (1)

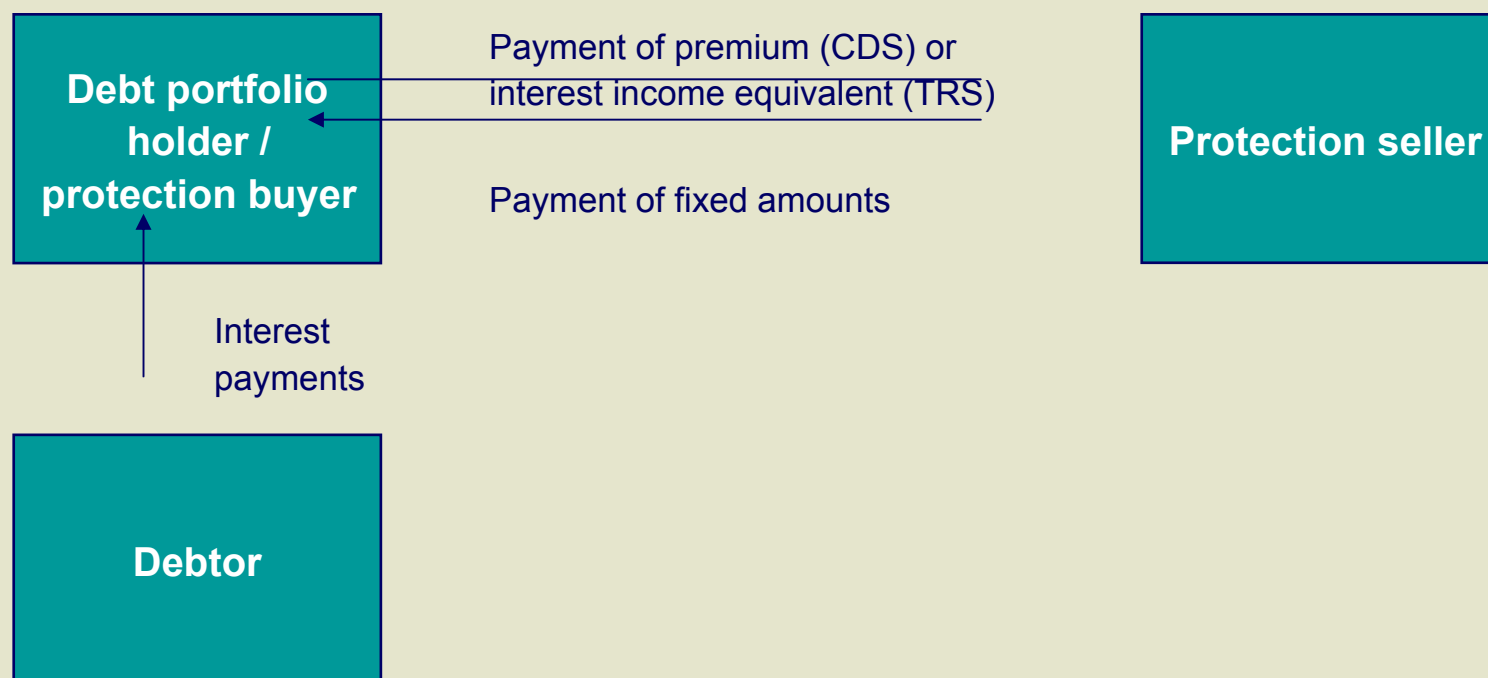
True sale CDO where the reference portfolio is sold by a Russian originator to a non-Russian SPV; SPV is funded with notes issue. Funded structure.



Synthetic structure. Static portfolio.

Potential option (2)

Repackaging of assets held by a Russian bank (debt portfolio holder) into a credit default swap (CDS) / total return swap (TRS) with a foreign party seeking an exposure to Russian assets. Unfunded structure.



Static portfolio structures

Comparative tax overview

- Assets vs. risk transfer:
 - Option (1) includes the sale of assets — tax effect for a Russian originator from selling bonds or assigning loan receivables
 - Option (2) is a synthetic structure; for an originator, CDS/TRS is a risk transfer (hedging) instrument — payments and accruals under hedging instrument adjust tax base generated by underlying assets
- Taxation of interest flow:
 - Option (1) — income tax withholding on interest flow from the Russian debtor (borrower, bond issuer); finding a tax agent
 - Option (2) — TRS treated as an instrument for transfer of interest amounts to the protection seller; otherwise payments under CDS/TRS are 'other' income; income tax withholding would apply

Static portfolio structures

Comparative tax overview (2)

- Availability of a double tax treaty and its benefits for the purposes of a particular structure:
 - consider ‘interest income’ article for Option (1)
 - ‘interest income’ and ‘other income’ articles apply to Option (2)
 - concept of a beneficiary owner of income
- Taxation of investors:
 - Option (1) is more likely a tailored structure for a particular investor — consider the treaty benefits and local tax regime for the investor
 - Option (2) — consider tax regime of the SPV (risks of being a look-through entity), withholding tax in the SPV jurisdiction

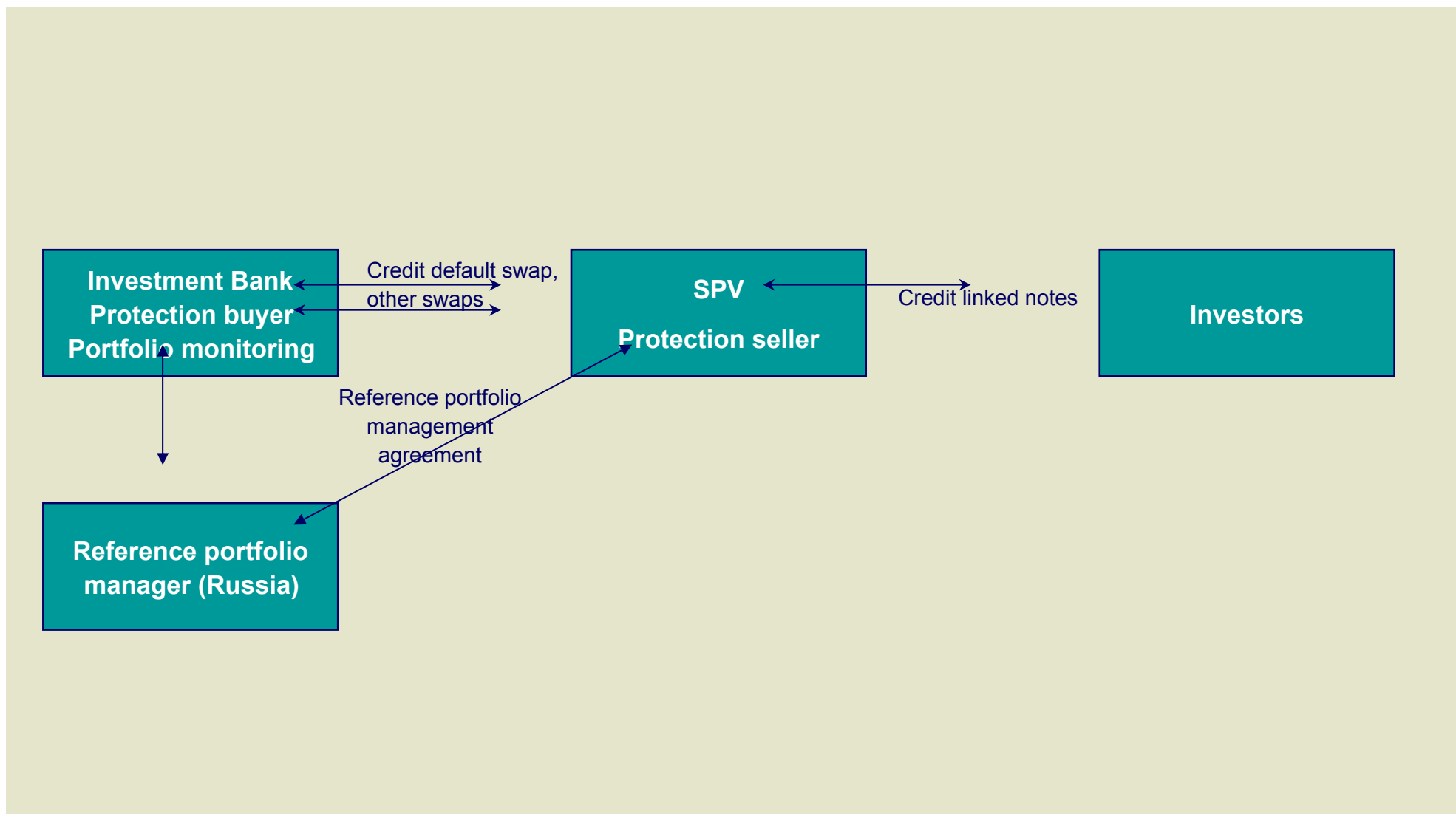
Static portfolio structures

Specific tax impact

- In Option (1) servicing of payments from the debtor and enforcement activities:
 - VAT on servicing/enforcement fees
 - potential permanent establishment risks for the SPV
- In option (1) — tax effect from security arrangements, specifically, under a security enforcement (payments being transferred directly to investors)

Managed portfolio synthetic structure

Potential option



Synthetic structures. Managed portfolio

Tax highlights for portfolio management

- Specific nature of an asset management agreement; risks of engagement reclassification
- Specific services may create a dependent agent in Russia represented by the portfolio manager
- Whether a portfolio manager creates permanent establishment risks:
 - SPV perspective: no direct impact on SPV income, but need to consider payments under swaps from a protection buyer
 - protection buyer: look into particular activities of the manager and binding liabilities for the protection buyer created by those activities

Synthetic structures. Managed portfolio

Tax highlights for portfolio management (2)

- Russian income tax withholding
 - SPV perspective: minimum risks if the SPV benefits from CDS premium payments which are not linked to the reference portfolio performance or trade results; TRS terms need to be analyzed in details
 - Protection Buyer perspective: income tax on capital gains/interest flow paid by the Manager; treaty benefits application; beneficiary owner of income
- Management fee payments from the SPV — partially are subject to VAT; transfer pricing matters
- Auxiliary services: reporting/accounting, information processing may potentially be exempt from VAT

Synthetic CDOs.

Tax highlights for other structure features

- Arrangement fee structuring: deductibility; immediate vs. even allocation
- Income on equity tranche held by a Russian party:
 - transfer pricing risks for equity tranche earnings
 - tax impact from risk taking – non receipt of interest income or its decrease
 - write off of accrued interest in the event of risk crystallization
- Risks of recognizing an unjustified tax benefit, requires the support of a business purpose

Synthetic CDOs.

Tax highlights for other structure features

- Arrangement fee structuring: deductibility; immediate vs. even allocation
- Income on equity tranche held by a Russian party:
 - transfer pricing risks for equity tranche earnings
 - tax impact from risk taking – non receipt of interest income or its decrease
 - write off of accrued interest in the event of risk crystallization
- Risks of recognizing an unjustified tax benefit, requires the support of a business purpose

Synthetic CDOs.

Tax highlights for a Russian protection seller

- Including a Russian SPV is not yet possible – no CLN law
- Russian protection seller in a bespoke structure:
 - specific tax regulation of derivatives: non-marketable instruments form a separate tax base; losses exceeding profits are not deductible against the general tax base
 - tax base will be effected by receipt of premium payments under a swap
 - payments under credit events (in CDS) are regarded as expenses
 - in a TRS, floating and fixed legs can be netted
 - revaluation of receivables and payables is required on reporting dates
 - complications: payables under swap can not be estimated/recognized on swap inception

Deloitte.

Deloitte.

Beneficial ownership.

Dennis Hovinga

International Tax

Manager

Deloitte

Audit • Tax • Consulting • Financial Advisory.



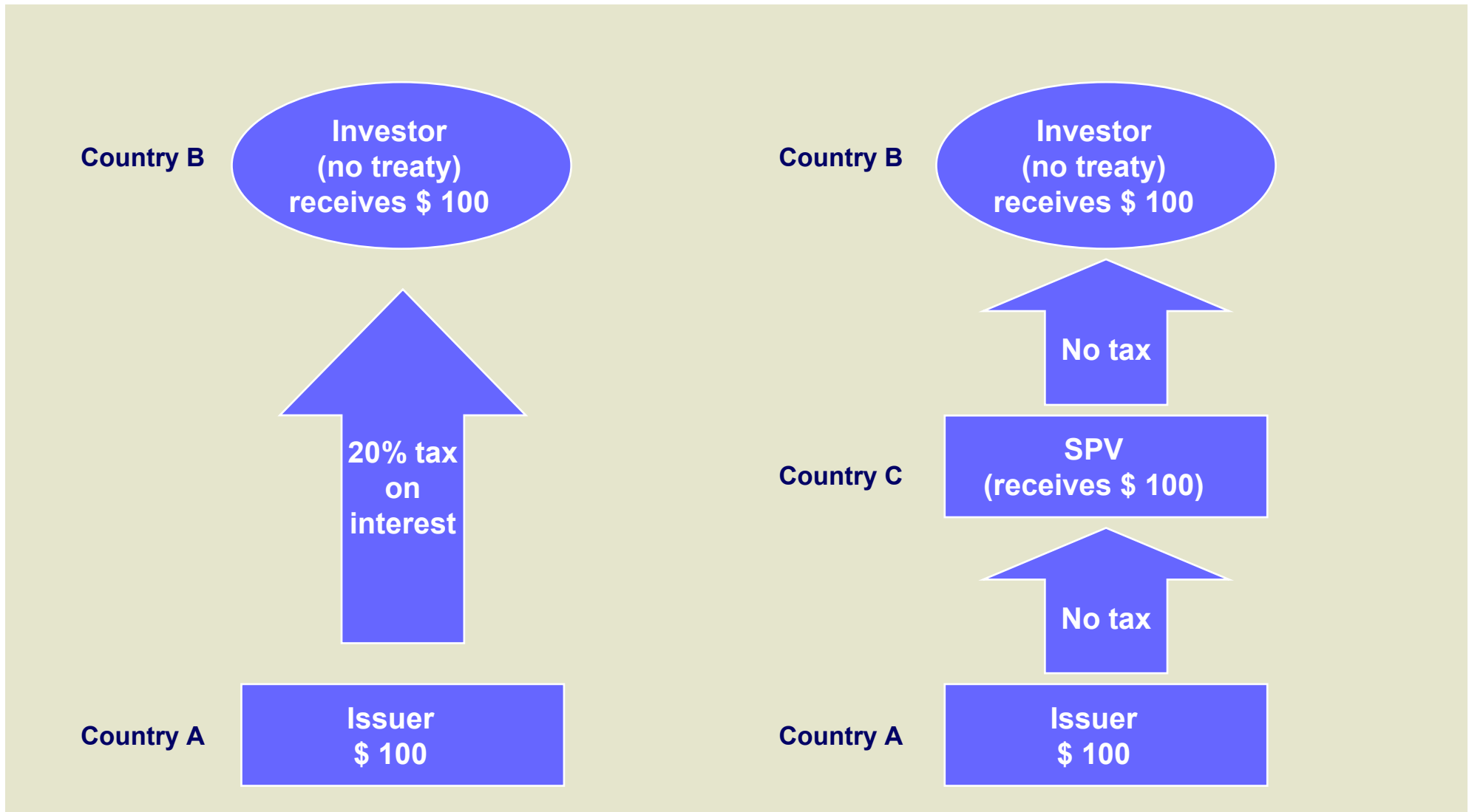
Agenda

- Structuring of CDO – a tax perspective

Specifically: withholding tax on interest payments both at the level of the assets and at the level of the securities

- “Beneficial Ownership” developments
- How does that affect today’s CDO practice?

Beneficial ownership – Treaty Shopping an example



What is beneficial ownership?

- Definition
- “open norm”

Beneficial ownership

- Indofood
- Is this something new?
- Raising the bar?
 - Common standards rising
 - Less tolerance of perceived transactions demonstrated through aggressive attacks on anti-avoidance using Case Law and Tax Law changes.
- Why is this important in a CDO structure?

Beneficial ownership

Where are we now after Indofood?

- HMRC draft Guidance (October 2006)

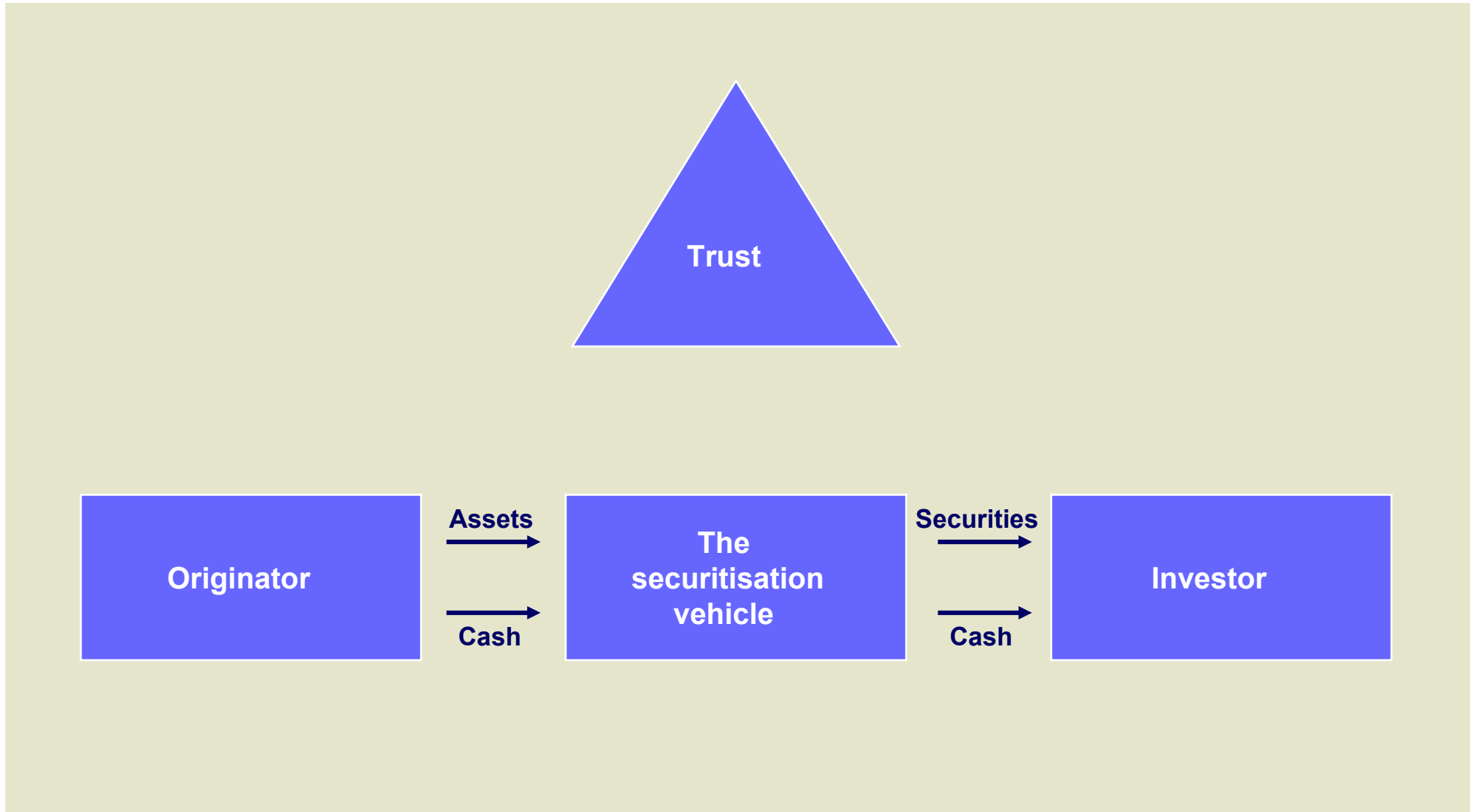
Guidance is helpful in commercial transactions where treaty shopping is not an issue

- International developments:

No overseas tax authority / court case has specifically mentioned Indofood, however,

Increasing focus on Beneficial Owner/Treaty shopping concepts

A basic CDO structure



Beneficial ownership

Regulatory / Legal

| Criteria \ Jurisdiction | Legal forms of SPV | Control mechanisms | Regulatory requirements | Reporting and Supervision requirements | Client acceptance procedures |
|-------------------------|-------------------------------------|---|--|--|------------------------------|
| Holland | Private limited company | Board of Directors/ Service Agreement | Banking license, securities license (investment license may be required) | Exist | Exist |
| Luxembourg | Company, Partnership or Fund | Board of Directors/ Managers/ General partner/ Service Agreement | Securities license | Exist | Exist |
| Ireland | Public limited liability company | Board of Directors/ Service Agreement | Banking license (in case asset-backed securities with a maturity less than 365 days are construed to be taking as a deposit) | If maturity more than 365 days – no reporting requirements. If less – notification requirement. | Exist |

Beneficial ownership

Taxation

| Jurisdiction/ Type of company | Tax neutrality | Tax ruling | Applicability of Double Tax Treaties | Substance requirements | Issues for consideration |
|---|------------------------------------|--|---|-----------------------------|--|
| Holland | | | | | |
| Conduit | Tax neutral | Required | Not applicable | Sufficient risk requirement | WHT can't be settled with corporate tax |
| Orphan company (non-conduit) | Possibility for minor taxable base | Not required | Applicable | Exist | Minor taxable margin to be accrued |
| Related company (non-conduit) | Possibility for a low taxable base | Negotiation of profit level | Applicable | Exist | A higher taxable margin to be accrued |
| Luxembourg | | | | | |
| Luxembourg corporate entity SPV | Statutory taxable margin apply | Required | Applicable | Exist | No legal framework |
| Luxembourg Corporate entity CSV | Nil taxable base is possible | Not required, agreement with tax authorities | Applicable (to investigate on RF side) | Exist | Compartments available; Potential impact of State aid issue |
| Fund FSV | Tax neutral | Agreement with tax authorities | Not applicable | Not applicable | Will be applied by Custodian bank and CSSF |
| Ireland | | | | | |
| Section 110 Qualifying Companies | Nil taxable base is achievable | Notification required | Applicable | Exist | Limited types of assets |

Beneficial ownership

Points to support tax position

- Ensure quality as a “Resident”
- Comply with specific anti-avoidance provisions in treaties
 - LOB articles
 - Purpose articles
- Comply with domestic anti-treaty abuse provisions
 - Financing / licensing structures:
 - avoid blatant “back-to-back”
 - Increase size of rate spread
 - Stagger payment dates
 - Increase equity
 - Other opportunities to “mismatch”

Beneficial ownership

Points to support tax position

- Substance (the basics)

- Local office
- Local knowledgeable directors
- Board meetings held in country
- Sufficient capitalization
- Local bank accounts
- Comply accounting, secretarial and other compliance activities carried on in country

- Substance (additional)

- Additional economic activities carried on or risks assumed
- More than a special purpose holding company

Deloitte.