

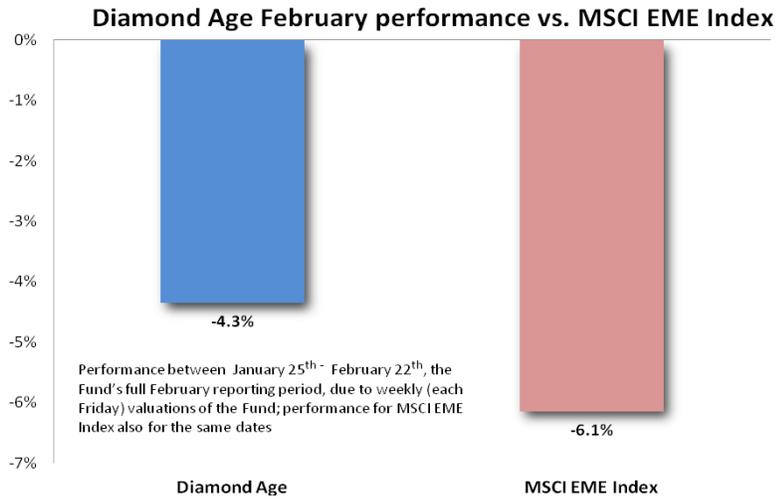


Monthly Letter to Investors – February 2013

In February, the Fund had a negative performance of -4.34%, although it was a significantly better result than that of a general “market” amidst the backdrop of a -6.14% free-fall of MSCI EME Index (its main comparative benchmark).

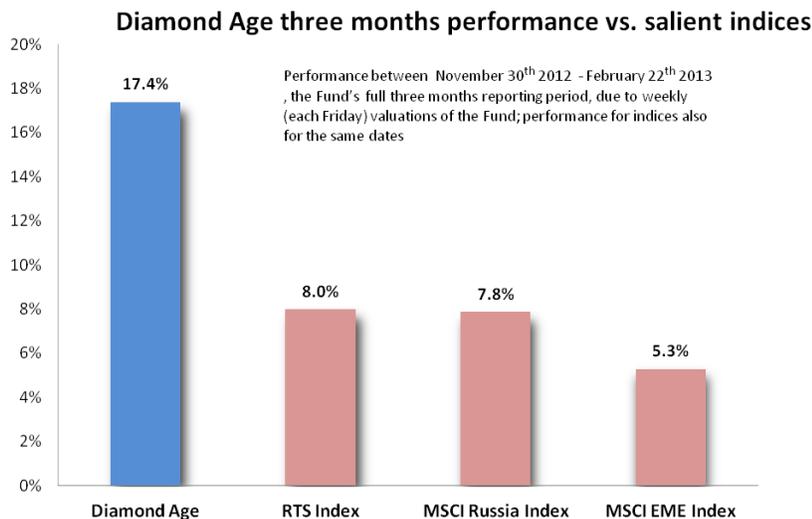
International Business Partners and Terms		Historical Performance									
<i>Investment Advisor</i>	<i>Diamond Age Capital Advisors Ltd.</i>		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Administrator</i>	<i>CIBC Bank and Trust Co. (Cayman) Ltd.</i>	Jan	-	13.67%	1.29%	-10.44%	-11.34%	-0.79%	0.50%	20.43%	12.19%
<i>Russian Custodian</i>	<i>Citigroup – ZAO Citibank (Russia)</i>	Feb	2.24%	2.73%	5.70%	2.75%	-11.37%	0.03%	-3.09%	2.83%	-4.34%
<i>Auditors</i>	<i>Deloitte – Cayman Islands</i>	Mar	-0.27%	4.05%	-0.29%	-3.48%	20.53%	11.16%	1.30%	-3.75%	
<i>Tax Consultants</i>	<i>Ernst & Young – Russia and Cyprus</i>	Apr	-2.54%	8.80%	1.88%	3.03%	20.86%	1.02%	2.42%	-3.62%	
<i>Legal Counsel</i>	<i>Campbells – Cayman Islands</i>	May	-0.51%	-3.78%	-0.71%	9.17%	18.71%	-21.49%	-13.14%	-21.98%	
<i>Base Currency</i>	<i>US Dollar</i>	Jun	1.84%	-1.67%	2.88%	-7.02%	-3.28%	-2.00%	-4.88%	0.42%	
<i>Advisory Fee</i>	<i>2% per annum</i>	Jul	7.77%	0.37%	1.75%	-13.09%	3.37%	7.72%	6.17%	0.38%	
<i>Performance Fee</i>	<i>20% of profits above hurdle rate</i>	Aug	8.76%	2.33%	-4.69%	-8.69%	1.93%	-4.96%	-26.65%	-2.52%	
<i>Hurdle Rate</i>	<i>US Dollar 3-month LIBOR + 50 bps</i>	Sep	12.64%	0.01%	5.07%	-10.76%	18.41%	12.14%	-30.60%	2.13%	
<i>Inception Date</i>	<i>18 February 2005 at US\$100 per share</i>	Oct	-6.56%	3.70%	4.99%	-35.75%	10.24%	6.31%	22.32%	-1.85%	
<i>Dealing Day</i>	<i>Friday</i>	Nov	7.49%	5.36%	-2.96%	n/a	3.66%	-0.13%	-22.84%	-1.76%	
<i>Subscriptions</i>	<i>Weekly</i>	Dec	7.33%	9.49%	0.80%	n/a	8.34%	16.66%	4.55%	9.38%	
<i>Redemptions</i>	<i>Monthly, 14-day notice</i>	Year	43.27%	53.70%	16.26%	-57.73%	103.00%	21.92%	-55.48%	-5.12%	7.32%
<i>Min. Subscription</i>	<i>US\$100,000</i>	NAV Data, Current Asset Allocation									
<i>ISIN</i>	<i>KYG2863P1090</i>	Fund Price (W/Avg), Main Class		Bid \$121.06; Offer \$121.40							
<i>CUSIP</i>	<i>G2863P 10 9</i>	Designated Investment Share Class		\$65.06							
<i>Bloomberg Ticker</i>	<i>DIAMRUS KY <Equity> <Go></i>	Total Fund Assets (AUM)		\$12,969,440							
		Total Firm AUM		\$232,135,523							
		Long		106.2%							
		Short		9.6%							
		Gross		115.7%							
		Net		96.6%							
		Leverage		15.7%							





Sector Allocation	
Metals and Mining	22.77%
Financials	18.24%
Oil - Integrated	8.29%
Chemicals	7.64%
Agriculture	7.36%
Conglomerate	6.10%
Coal	5.89%
Media	3.97%
Fisheries	3.79%
Industrials	3.75%
Consumer Durables	3.59%
Retail	3.47%
Construction/Infrastructure	2.90%
Electrical Utilities	2.23%
Total	100%

Nevertheless, the Fund had generated a stellar +17.38% performance for the full three months of December, January and February combined, outperforming the RTS Index, the MSCI Russia Index and the MSCI EME Index by 9,414 basis points, 9,541 basis points and 12,122 basis points respectively during the same period.



Geographic Dispersion	
Russia	48.14%
Kazakhstan	13.28%
Ukraine	12.18%
Georgia	8.82%
South Korea	6.41%
Thailand	3.79%
Turkey	2.90%
Singapore	1.96%
Guinea	1.36%
China	1.15%
Total	100%

In terms of current global fundamentals, the medium- to long-term market direction should be bullish for equities, with the forward 12 month earnings yield for the SPX versus the 10 year Treasury yield standing at 7.4% versus 1.93%.

Finally, the Investment Advisor would like to share an interesting article on Cyprus, which Slava Rabinovich wrote for the private wealth management magazine SPEAR'S Russia. The article is only available in Russian so far. The Q&As between SPEAR'S Russia and Slava Rabinovich provided a road map to the current situation in Cyprus, which is of course developing further every day, and its implications for the "new world" of "broken taboos". Here it is below.

Ситуация на Кипре.

Комментарий Славы Рабиновича для статьи в журнале SPEAR'S Russia.

Можно ли было предвидеть такой поворот событий?

Острейший финансовый кризис, разразившийся на Кипре именно в такой форме, в форме «нарушений всех табу», оказался полной неожиданностью для всего мира. Однако катастрофы такого рода в экономических системах не происходят внезапно. События, которые привели к плачевному состоянию дел в экономике островного государства, начали развиваться задолго до того, как переговоры с международными кредиторами о предоставлении финансовой помощи стали публичными.

Кипр присоединился к Европейскому Союзу в 2004 г., а через четыре года киприоты получили возможность расплачиваться в евро. Местные банки стали более привлекательными для размещения капитала нерезидентами. Несмотря на кризис в 2008-2009 гг., когда Кипр столкнулся с оттоком ликвидности, с 2010 г. крупнейшие банки страны возобновили практику активного привлечения вкладов от иностранцев, в числе которых было много обеспеченных россиян. Вкладчики в банках острова получали процент по депозитам выше среднеевропейского. Одновременно Кипр развивался как удобный и безопасный оффшорный центр, являясь точкой притяжения для международного капитала. По данным Businessweek, за последние 5 лет депозиты нерезидентов выросли более чем на 60%.

Кипрские банки, имея значительный приток ликвидности, ослабили требования по кредитованию. Второй крупнейший банк Laiki вел себя особенно агрессивно, пытаясь догнать своего ближайшего конкурента, самого крупного банка Кипра – Bank of Cyprus. Бывшие топ-менеджеры Laiki были обвинены в выделении необеспеченных кредитов структурам, аффилированным с материнским банком. С учетом принятого финансовыми властями в 2007 г. решения об ограничении кредитования на внутреннем рынке, во избежание «надувания пузыря» и усиления инфляции, кредитные учреждения Кипра увеличили долю внешних кредитов (по которым ограничений не было). Весомая часть их пришлась на Грецию. Банки Кипра охотно покупали греческие государственные облигации и другие ценные бумаги с повышенным риском. К началу острой фазы кризиса активы банковской системы Кипра превышали ВВП страны в 8 раз.

Начиная с осени 2011 г. Кипр начал испытывать трудности с привлечением финансовых ресурсов на международных рынках капитала, в первую очередь, из-за возросших процентных ставок. В октябре того же года реструктуризация греческого долга обернулась масштабными убытками для кипрских банков. По некоторым оценкам, на «стрижке» облигаций Греции банки острова потеряли до 4 млрд. евро. Страна вынуждена была обратиться за помощью к России, которая в январе 2012 г. выделила ей 2,5 млрд. евро сроком на 4,5 года. Наконец, в середине 2012 г. Кипр запросил поддержку у Европейского фонда финансовой стабильности и Европейского стабилизационного механизма, и на протяжении всей второй половины прошлого года Никосия вела переговоры с «Тройкой» (Еврокомиссия, Европейский центральный банк и Международный валютный фонд) об условиях предоставления финансовой помощи. 30 ноября 2012 г. эта информация стала достоянием общественности.

Утром в понедельник 25 марта министры финансов стран еврозоны (Еврогруппа) подтвердили намерение выделить Кипру стабилизационный кредит в размере 10 млрд. евро. Соглашение о финансовой помощи республике предполагает, в частности, что крупнейший банк страны, Bank of Cyprus, должен быть реструктурирован, а второй по размеру банк страны - Laiki - полностью закрыт. Депозиты меньше 100 тысяч евро будут выведены из него в Bank of Cyprus - на его базе будет создан «хороший» банк. Депозиты на сумму больше 100 тысяч евро в обоих банках будут заморожены. Их используют для решения долговых проблем Laiki и рекапитализации Bank of Cyprus. Около \$4,2 млрд. плохих активов Laiki переведут в «плохой» банк —

это означает, что они, скорее всего, уже потеряны для вкладчиков, как минимум на существенную часть. Ожидается, что крупные вкладчики Bank of Cyprus в качестве компенсации получат долю в его капитале.

О нарастающих проблемах в банковской системе Кипра можно судить по динамике котировок акций Bank of Cyprus и Cyprus Popular Bank (Laiki Bank). С мая 2011 г. по февраль 2013 г., т.е. до того, как стали известны условия спасения Кипра, включающие введение единого налога на депозиты, акции банка Laiki рухнули на 94%, а акции Bank of Cyprus – на 87%.

Таким образом, теоретически, специалист, внимательно мониторящий ситуацию с банками Кипра, должен был начать задавать вопросы относительно устойчивости финансовой системы и возросших рисков банкротства крупнейших финансовых институтов со всеми вытекающими последствиями. Но, с практической точки зрения, предсказать подобные кризисы чрезвычайно сложно, хотя бы потому, что, в большинстве случаев, затруднительно предугадать момент возникновения острых проблем с ликвидностью у банков.

Что такое «нарушение всех табу», о которых я написал в самом начале? Послание владельцам активов всех видов (не только банковских депозитов, но и держателям облигаций, и т.д.) – «Вас могут заставить помогать «выкупать» проблемные страны, и когда вы вкладываете деньги в такие юрисдикции, как Словения, Италия, Испания или Греция, то вы – на крючке.» Как будет материализовываться этот риск на рынках капитала? Когда какая-нибудь страна обращается за помощью, будут провоцироваться ещё большие «набеги» на банки со стороны вкладчиков, и будут провоцироваться ещё большие падения котировок облигаций. Добро пожаловать в новый мир, с новыми правилами. И кто-то из финансовых органов Евросоюза может говорить, что Кипр – это отдельный случай, но Греция тоже была таким «отдельным» случаем. Например, можно один миллион раз повторить мантру о том, что застрахованные банковские вклады, например, до 100 тысяч евро, являются неприкосновенными... но кто же им поверит, в этом новом мире «нарушения всех табу»?

Теперь не только на Кипре, но и в остальных странах Еврозоны, банки будут более осторожны, потребители более экономны, банковские вкладчики более напуганы, и, таким образом, экономический рост в Европе будет ещё медленнее, чем даже раньше.

Кипрская сага также может дать больше амуниции различным популистским лидерам во всей южной Европе, которые говорят о том, что политические элиты, занимающиеся управлением кризиса, не заботятся о простых людях, подвергая экономики этих стран драконовским мерам и усугубляя рецессию.

Что делать частному инвестору, пострадавшему от событий на Кипре?

Вкладчику с остатками на счетах до 100 тысяч евро волноваться особенно не стоит – такие депозиты подпадают под действие страхования вкладов. С другой стороны, клиенты банков, имеющие на депозитах больше 100 тысяч евро, скорее всего, понесут серьезные потери. Убытки для отдельных групп вкладчиков могут составить 30% и более от суммы вклада.

Этим инвесторам, когда появится такая возможность, стоит серьезно подумать о полном выводе денежных средств из локальных банков и продаже кипрских финансовых обязательств, поскольку всегда в будущем будет существовать вероятность повторения кризиса на Кипре. Предпринимателям, ведущим бизнес на острове, также стоит рассмотреть альтернативные варианты обслуживания в других банках Европейского Союза.

Можно попытаться судиться с кипрскими банками. Как показывает судебная практика некоторых стран, важно быть в числе первых истцов.

Тем, кто собирается купить недвижимость на Кипре, сейчас не стоит торопиться. Через год-полтора квартиры и дома скорее всего могут быть приобретены с существенным дисконтом.

Какой урок из этого можно извлечь?

Решение по «стрижке» депозитов, превышающих 100 тысяч евро, беспрецедентно, но абсолютно логично для Евросоюза. По данным аналитического агентства BCA Research, гарантировать все депозиты «математически невозможно». Правительства Еврозоны собирают примерно \$4,5 триллиона доходов в год против приблизительно \$8 триллионов депозитов. Совершенно очевидно, что такая мера может быть использована в отношении банковских вкладчиков правительствами любых стран с проблемной финансовой системой. Особенно уязвимы владельцы крупных депозитов. Соответственно, при выборе страны, где будут размещаться денежные средства, следует тщательно анализировать состояние ее финансов и банковской системы, а также диверсифицировать вклады по нескольким банкам и странам.

Опыт Кипра и Исландии показывает, что даже самые крупные, системообразующие банки могут обанкротиться, когда у государства нет ресурсов для их поддержки, а внешняя помощь предоставляется в ограниченном режиме.

Характерная черта кризиса на Кипре – непредсказуемое наступление его острой фазы, сопровождающейся шоком и паникой у населения. В такой ситуации кредитные учреждения не могут нормально функционировать, вводятся ограничения на движение капитала и снятие наличных. Ответственность за происходящее должны нести только сами киприоты, а не Европа или международная «Тройка» кредиторов, выдвинувшая предложение о «конфискации» части депозитов. Поскольку именно Центральный банк Кипра и демократически избранное правительство отвечали за плохо управляемую банковскую систему, разросшуюся до гипертрофированных размеров. Чтобы предотвратить подобные кризисы в странах, где ключевую роль играет финансовый сектор, требуется усиление контроля со стороны как локальных регуляторов, так и общеевропейских.

Существуют ли еще юрисдикции, безопасные для частного инвестора?

Полностью безопасных юрисдикций не существует. Тем не менее, у частного инвестора есть большой выбор юрисдикций со стабильной политической и экономической системой, незыблемым правом собственности, сильным и независимым судом. К таким относятся, прежде всего, Швейцария, Нидерланды, Великобритания, Люксембург, Лихтенштейн, Сингапур, Гонконг, США.

По Вашему мнению, Кипр полностью себя дискредитировал как офшор?

К сожалению, Кипр дискредитировал себя как офшорный финансовый центр. В считанные дни было потеряно доверие инвесторов, которое создавалось десятилетиями. Но проблемы Кипра на этом не закончились. По мнению Moody's, риск дефолта Кипра и выхода страны из состава Еврозоны будет сохраняться в течение длительного периода времени. По словам экспертов этого международного рейтингового агентства, Кипру грозят серьезные экономические последствия в связи с «непоправимым ущербом, нанесенным репутации финансового сектора страны». На сегодняшний день около 70 процентов ВВП Кипра обеспечивал сектор финансовых услуг. В свете последних решений, эта часть экономики сократится в несколько раз и приведет к глубокой рецессии.

«Более того» – считает партнер консультационной компании Direct Capital Solutions, Александр Кочергин – «в результате заявлений Европейских чиновников, растражированных СМИ, Кипр сейчас еще более сильно ассоциируется в международных финансовых кругах с «грязными российскими деньгами». Значит российским бизнесменам следует ожидать возможных проблем с расчетами по счетам своих кипрских компаний в других странах ЕС и Северной Америки, «отчетов о подозрительных сделках» банков-контрагентов и других барьеров к ведению нормального бизнеса, которые быстро сведут на нет экономию от

работы через кипрские офшоры». Уже сейчас ЕС требует, чтобы Кипр кардинальным образом усилил регулирование индустрии регистрации и администрации компаний и противодействие отмыванию денежных средств. Пока этого не будет сделано, кипрские компании останутся под подозрением.

Даже договор между Кипром и Россией об избежании двойного налогообложения может быть изменен. События последних недель показывают, что при необходимости политики ЕС готовы пренебречь интересами «периферийных» членов Евросоюза, а также третьих стран, таких как Россия.

Для многих российских компаний Кипр в течение последних лет был относительно недорогим «окном в Европу», и своего рода международным расчетным центром, через который они работали с Евросоюзом и другими странами. Теперь для этих целей, скорее всего, придется использовать другие юрисдикции, где издержки на структурирование холдингов и налогообложение будут выше, чем на Кипре.

В связи с последними событиями Дмитрий Медведев, премьер министр России, предложил создать собственный оффшор на территории Дальнего Востока. Он сделал предположение, что «часть наших денег, которая на Кипре, а также в других зонах, которые сейчас не упоминаются по понятным причинам, типа Британских Виргинских островов и других оффшорных зон, к нам вернется». В его предложении, действительно, есть рациональное зерно – снижение налогов в специальной юрисдикции будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности Дальнего Востока для бизнеса. И все же, ввиду коррупции, отсутствия защиты прав собственности и плохого делового климата в России вряд ли внутренний оффшор сможет успешно конкурировать за капитал с Люксембургом или Голландией.

Какие наиболее вероятные сценарии развития событий вы можете назвать?

В рамках принятых правительством Кипра условий спасения «Тройкой» от неминуемого дефолта, Кипру необходимо будет полностью пересмотреть свою экономическую модель и сделать это придется в условиях глубочайшего экономического спада. В этой ситуации Кипру, скорее всего, еще не раз придется обращаться за финансовой помощью к «Тройке», как это произошло в Греции. Требования Тройки изменить структуру экономики Кипра явно не ограничатся повышением налогов на прибыль корпораций с 10% до 12,5% и введением налога на доходы от банковских вкладов.

Совершенно очевидно, что Кипр столкнется с масштабным оттоком капитала. Крупные вкладчики банков будут искать кредитные учреждения в других странах мира, отвечающие критериям безопасности и надежности. Власти островного государства это прекрасно понимают и уже ввели на законодательном уровне ограничение на вывоз капитала, которое может сохраняться годами. Это, по сути дела, создает параллельный «кипрский евро» с ограниченной конвертацией, который будет стоить меньше общеевропейского. В этих условиях можно предположить, что крупные вкладчики будут стремиться вывести с Кипра все средства, которые им удастся спасти, используя все доступные для этого методы.

Кроме того, безусловно, значительная часть предпринимателей будет реструктурировать холдинги, перенося бизнес в более надежные юрисдикции с точки зрения финансовой и политической стабильности.

«Что касается холдинговых компаний, мы рекомендуем клиентам выводить их в другие более стабильные юрисдикции, например Голландию или Люксембург;» – говорит Кочергин, – «будущее холдингов на Кипре сейчас сложно прогнозировать и никто не даст гарантии, что через какое-то время киприотам не придется ввести новые налоги в отношении таких компаний, особенно если им придется еще раз идти к Тройке за деньгами. С другой стороны, выводя бизнес с Кипра в другие юрисдикции, многим придется серьезно озаботиться логичностью и прозрачностью корпоративных структур, а также созданием настоящего бизнес-наполнения в новых юрисдикциях, т.е., по определению, финансовые затраты на содержание зарубежных холдинговых структур ощутимо возрастут».

Можно уверенно прогнозировать серьезный экономический спад в стране. Произойдет так называемая внутренняя девальвация, чтобы экономика смогла частично восстановить конкурентоспособность. В отличие от внешней девальвации, как это было с Исландией, Кипр не может девальвировать свою валюту (валюта Кипра – евро). Внутренняя девальвация выражается в стабилизации экономической системы посредством снижения издержек на трудовые ресурсы. Опыт Греции и Латвии показывает, что это происходит крайне болезненным для экономики путем: резко растет безработица и существенно сокращается ВВП.

Кипр стоит перед фактом создания новой экономической модели, и делать это придется если не с нуля, то, во всяком случае, с существенно более низкого уровня.

Disclaimer: This material is for information purposes only and does not constitute an offer to sell, nor a solicitation of an offer to buy shares in the Diamond Age Russia Fund (the "Fund") in any jurisdiction to any person to whom it is unlawful to make such an offer or sale. Subscriptions will only be received and shares issued on the basis of the current Offering Memorandum for the Fund, and prospective investors should carefully consider the extensive risk warnings and disclosures for the Fund set out therein. Investors should also consider any other factors that may be relevant to their circumstances, including tax considerations, before making an investment. An investment in the Fund is speculative and is not intended as a complete investment program.

© 2013 Diamond Age Capital Advisors Limited. All rights reserved. No part of this material may be reproduced or transmitted in any form or by any means – electronic, mechanical, electro-optical or otherwise – without the prior written permission of the copyright holder for which written application should be made.