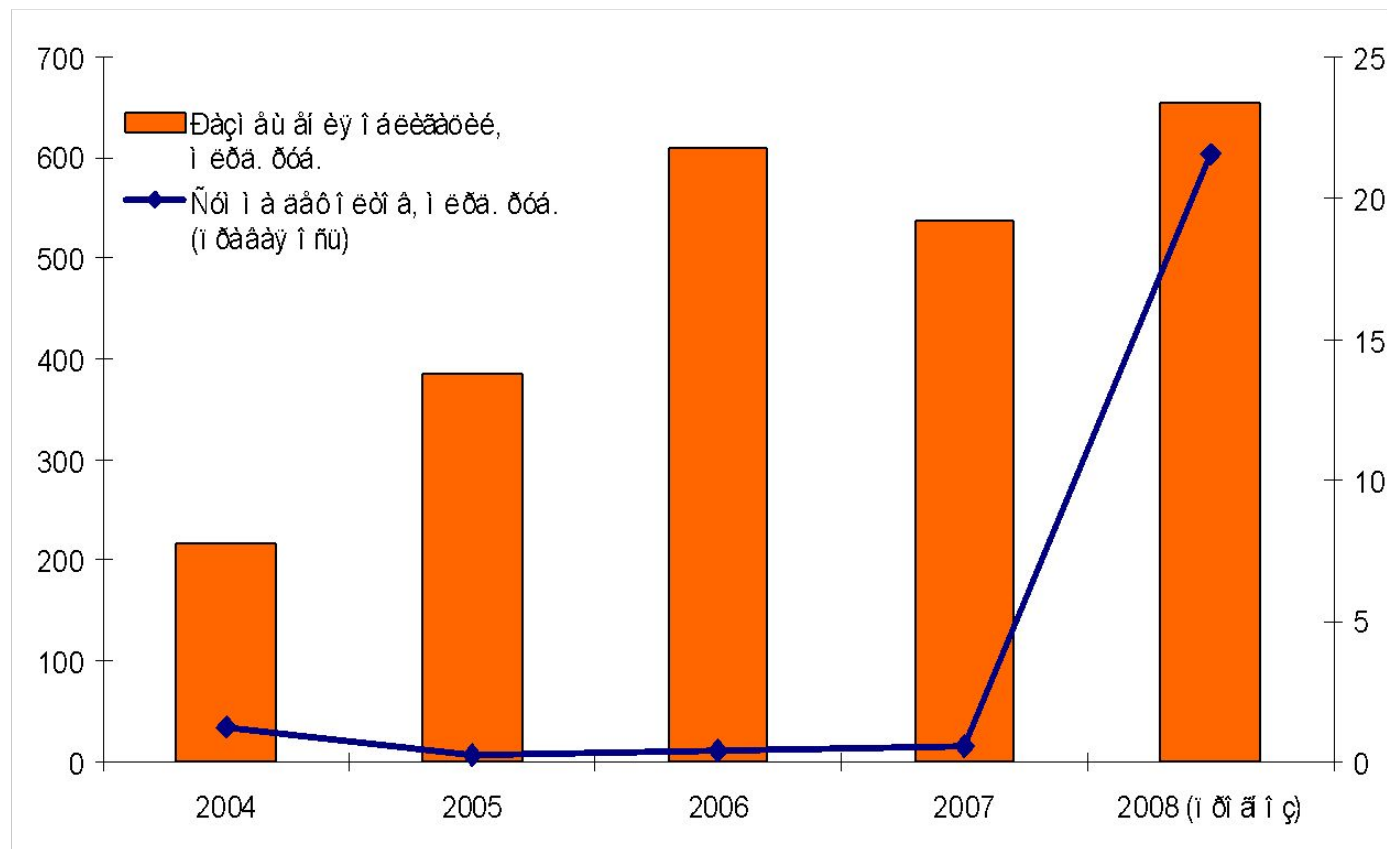




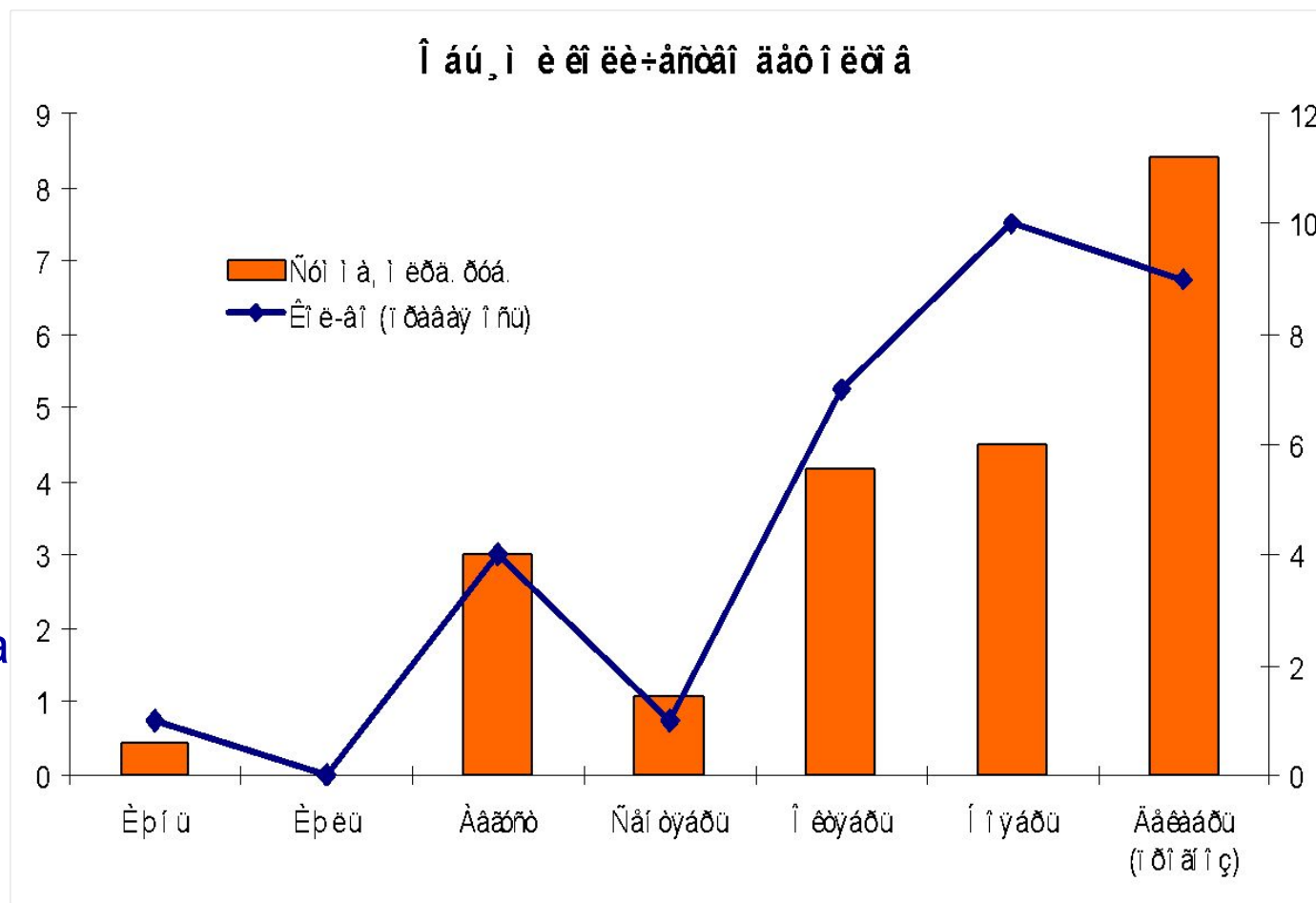
Проверка на честность Кредитные события на рынке облигаций

Банкротство – побочный продукт процветания

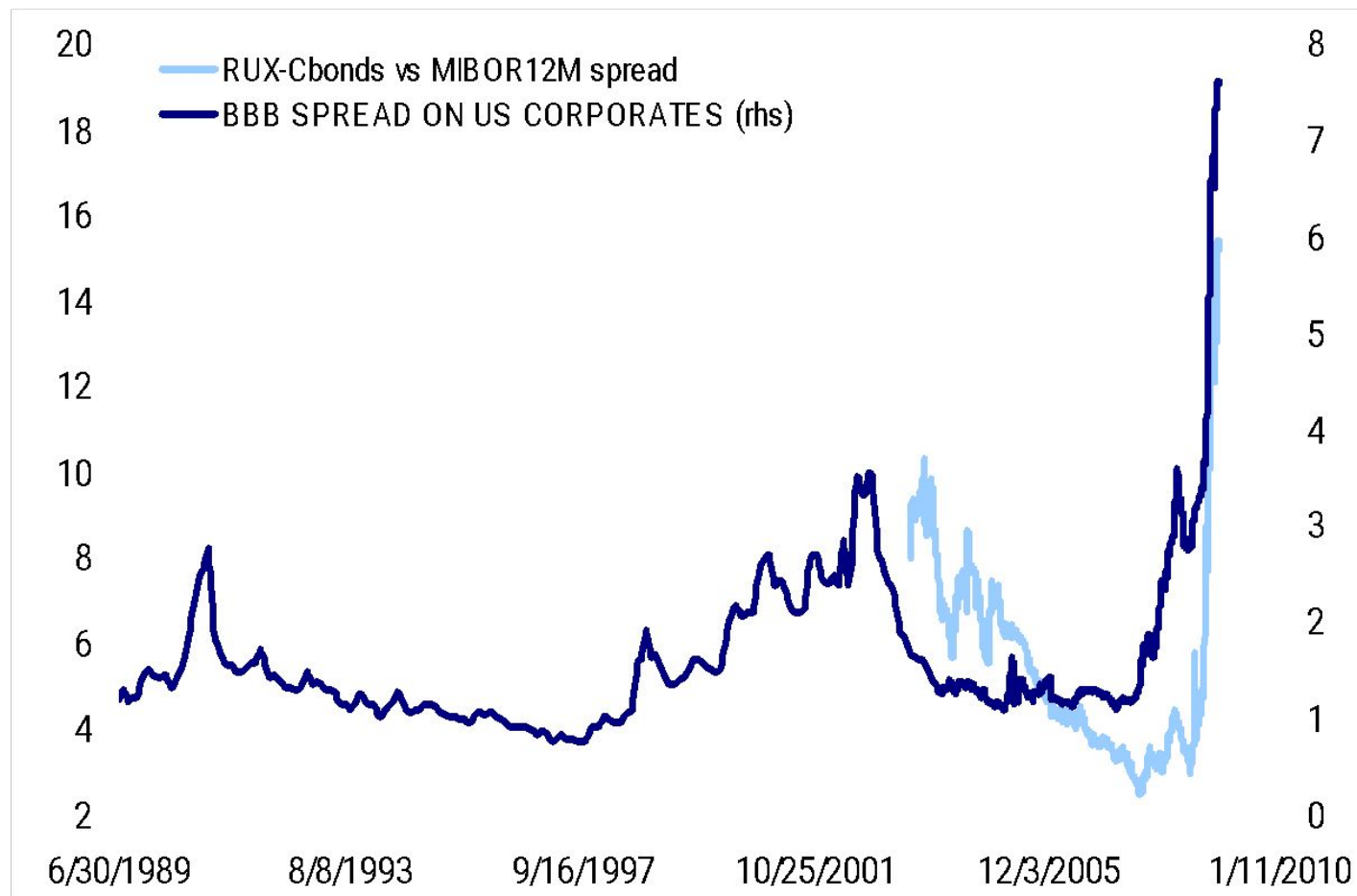
- Дешёвые деньги развратили заёмщиков и отучили инвесторов оценивать риски
- При быстром росте рынка любой эмитент мог рефинансировать долг
- Малейшее замедление роста вызвало серьёзные трудности



- До августа кредитные события носили единичный характер
- Статистика резко ухудшилась с обострением глобального кредитного кризиса
- Совокупный объём остаётся скромным для двухтриллионного рынка
- Отложенный эффект сулит серьёзные проблемы следующей осенью



- Дефолты в РФ – 1% от объёма рынка и 3% от сегмента 3-4 эшелонов
- Исторические уровни во время кризиса – до 10% в год и 25% за весь кризисный период
- В реальности - более мягкий «японский» сценарий
- Кредитные спреды уже отражают высокую вероятность дефолта
- Эмитентам выгодно создавать видимость проблем и скупать собственные облигации



...НО НЕКОТОРЫМ КАЖЕТСЯ, ЧТО ЭТО НЕДОСТАТОЧНО ВЫГОДНО

Список злостных неплательщиков

Υί εδαι ο	Άαοα Ι Άεπī ī ει αī εϋ	Νοī ι α, ι ει . θοά.	Τ ήε-ει α	Ὁθεού αά ηī ηοι υī εά
Ι ει γάηεī ī αī ηεάεδηε	16 ερī ϋ	469	Ἐααε αεϑι αηα ηī ι αϋ ο αī εαι τī ο εεī ι α υεπī ι δο εαηα	Ι α ι οοε ε α αι εδι οηοάο
Ι αδοα Ὁεī αī ηī	2 αααοηοα	1 357	× δάϑ αδι αϋ αī εα ααϋ ι ααδϑεα, ε ϊ ο εεεο ο-δαάεοάεάε	Ι α ι οοε ε α αι εδι οηοάο
Αάδεαα Ὁεī αī ηī	7 αααοηοα	504	Ααδάνηεαι αϋ ο ει αī ηī ααϋ τī εεοεεα, δαϑδϋ α εεεαεαι ι ηοε	Τ αδαα αι δο ι δαηοδοοοδεϑαοεε
ΑΕΤ Ε-Ει ααηο	26 αααοηοα	1 440	× δάϑ αδι αϋ αī εα ααϋ ι ααδϑεα, ι εϑεαϋ ϋο ο αεοεαι ι ηου αεϑι αηα	Τ αδαα αι δο ϑαο εε α οοī εε, ααδι υοι ι ααι εδι οηοαί
ΝϞΕΕ Ὁεī αī ηī	2 ηαι οϋαδϋ	1 057	Ι αοηοι ε-εααϋ ι ι ααεϋ αεϑι αηα, εϑαϋ οι -ι υ ε αι εα	Ἐαηι θι αααα αεοεαι α
Ι Ι Ε	2 ι εϋαδϋ	347	Ι ααε ι α δο ι εά οααοι ο οι αοαεεī α	Νοαϋ η εδααεοι δαι ε, ααδι υοι ι ααι εδι οηοαί
Ἐοηηεα Ι αηεα	9 ι εϋαδϋ	988	Ααδάνηεαι αϋ ο ει αī ηī ααϋ τī εεοεεα, δαϑδϋ α εεεαεαι ι ηοε	Τ ι εηε ηοδαοάε-αηε αī ει ααηοι δα
ΑΙ Ε Αδεααα	10 ι εϋαδϋ	1 160	× δάϑ αδι αϋ αī εα ααϋ ι ααδϑεα	Τ αδαα αι δο ι δαηοδοοοδεϑαοεε, ηοαααι υ α εηεε
Ααι αī α-ι αī α	28 ι εϋαδϋ	270	Ααδάνηεαι ι α δαϑεοεα ηαοε	Τ αδαα αι δο ι δαηοδοοοδεϑαοεε, τī εηε ηοδαοάε-αηε αī ει ααηοι δα
ΕΑ Ααεα Ὁεī αī ηο	28 ι εϋαδϋ	987	Ι εϑεαϋ ϋο ο αεοεαι ι ηου αεϑι αηα, -δαϑι αδι ο υ ε αι εα	Τ αδαα αι δο ι α ηι ι αααδεαα, τī εηε ηοδαοάε-αηε αī ει ααηοι δα
Νι δοη Εαι εοαε (ηī εηī ε Α1)	6 ι ι ϋαδϋ	1 136	Ι αοηοι ε-εααϋ ι ι ααεϋ αεϑι αηα	Ει ι εοδηι ι αī θι εϑαι αηοαί
Air Union RRJ	20 ι ι ϋαδϋ	1 567	Ι εϑεαϋ ϋο ο αεοεαι ι ηου αεϑι αηα, -δαϑι αδι ο υ ε αι εα	Ααι εδι οηοαί
Ει τθι ι (ηī εηī ε Α1)	20 ι ι ϋαδϋ	1 131	Ι ααε ι α δο ι εά ι αοαεεī α	Ϟαεεī εεδι ααι ι ηοαί ι
Ναι αī αī υ ε Νι ει ε	2 ααεαδϋ	1 195	Ι ααε ι α δο ι εά ι αοαεεī α, αϋ ηī εεε αι εα	Τ ι εηε ο ει αī ηεδι ααι εϋ

Классификация неплательщиков

- Большинство жизнеспособных компаний стараются договориться
- Появились случаи отказа платить по сомнительным причинам
- Эмитенты могут пользоваться ситуацией для скупки облигаций

Êî í ñ ò ð ó è ò è à í û â	Á â ç ì ä , æ í û â	Î ò è à ç í è è è
Ä å ð æ à â à Ô è í à í ñ Đ ó ñ ñ è è à Ì à ñ è à À Ĩ Ê À ð è à à à Ì à ò ð è ö à Ô è í à í ñ Ê Ä À â è à Á ä è û é Ô ð à ã ã ò	Ì è í í ã ñ ã Ì à ð ò à Ñ Ç È Ê À Æ Ĩ È Í Î Ê Á à í à í à Ì à ì à Ñ â î á í ä í û é Ñ î ã ì è Air Union	Ñ î ð ó ñ È í ì ð ì ì Ĩ à ð í à ñ

- Активы – единственный источник погашения долга
- Банки имеют преимущество, но даже у них взыскание и продажа залога занимает больше года => SPV для проблемных активов
- Практика кросс-дефолтов отсутствует => облигационеры рискуют опоздать к «делёжке пирога»
- Каждый сам за себя: при отсутствии в законе понятий попечителя и собрания облигационеров кредиторы обращаются в суд поодиночке
- Отсутствует практика позитивных судебных решений
- Структура многих займов усложняет взыскание задолженности
- Торговать с оглядкой: пробелы в регулировании сделок с дефолтными бумагами
- Инсайд и личные договорённости – ключ к успеху

- Акцент на погашении долга за счёт распродажи активов, финансовое оздоровление – редкость
- Защита прав отдельных кредиторов заканчивается при введении процедуры наблюдения
- Всё уже украдено до нас: к моменту дефолта свободные от залога активы могут быть выведены
- Обеспеченные кредиторы – в привилегированном положении
- Налоговые претензии – дополнительное и распространённое бремя
- Кому вершки, кому корешки: recovery rate минимальна после расплаты с остальными кредиторами

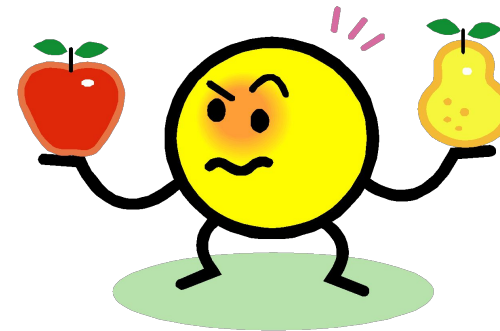
- Около 300 выпусков 3-4 эшелонов без кредитного рейтинга
- Менее 30% эмитентов способны самостоятельно погасить долг
- Процент дефолтов достигает пика через год после сжатия кредита
- Базовый сценарий – 50-60 дефолтов в 2009 г., негативный – более 100

Адоіі û ðèñèà

Í àò î ò÷, òí î ñòè	î ê. 100 ýì èòáí òí â
Óáû òí ÷í û â 2009 ã	>150 ýì èòáí òí â
Leverage > 70%	î ê. 200 ýì èòáí òí â
Êðàòèññ. äî ëã > EBITDA	î ê. 500 ýì èòáí òí â

- Виновность по умолчанию: завышенные ставки по всем выпускам, кроме горстки «голубых фишек»
- Усиление дифференциации по «эшелонам»

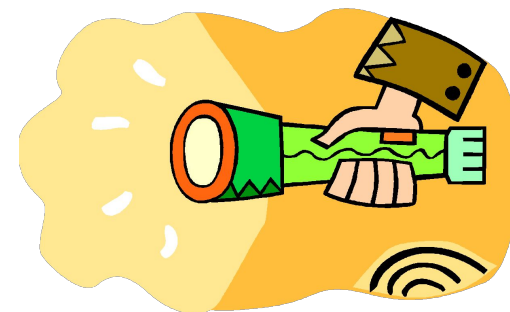
INTEREST



- Распространение практики ковенантов, личных и перекрёстных гарантий
- Распространение облигаций, обеспеченных активами
- Ужесточение инвестиционных деклараций



- Широкое освещение в СМИ: негативный PR-эффект для должников
- Введение в законодательство понятий попечителя и собрания облигационеров



- Ужесточение регулирующих требований к структуре займов и раскрытию информации об эмитентах и поручителях
- Усиление личной ответственности основных акционеров и менеджмента

СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!!!

