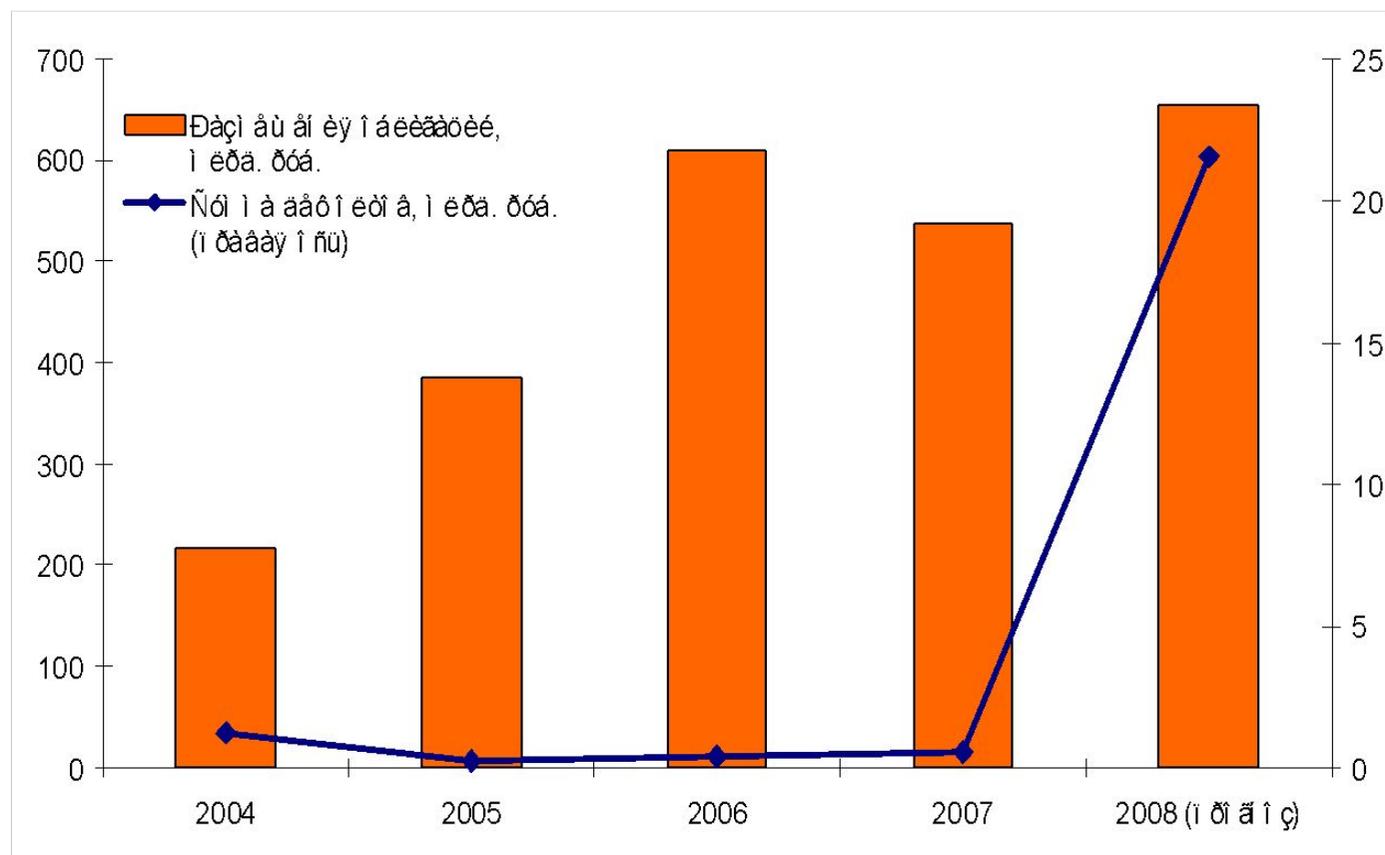




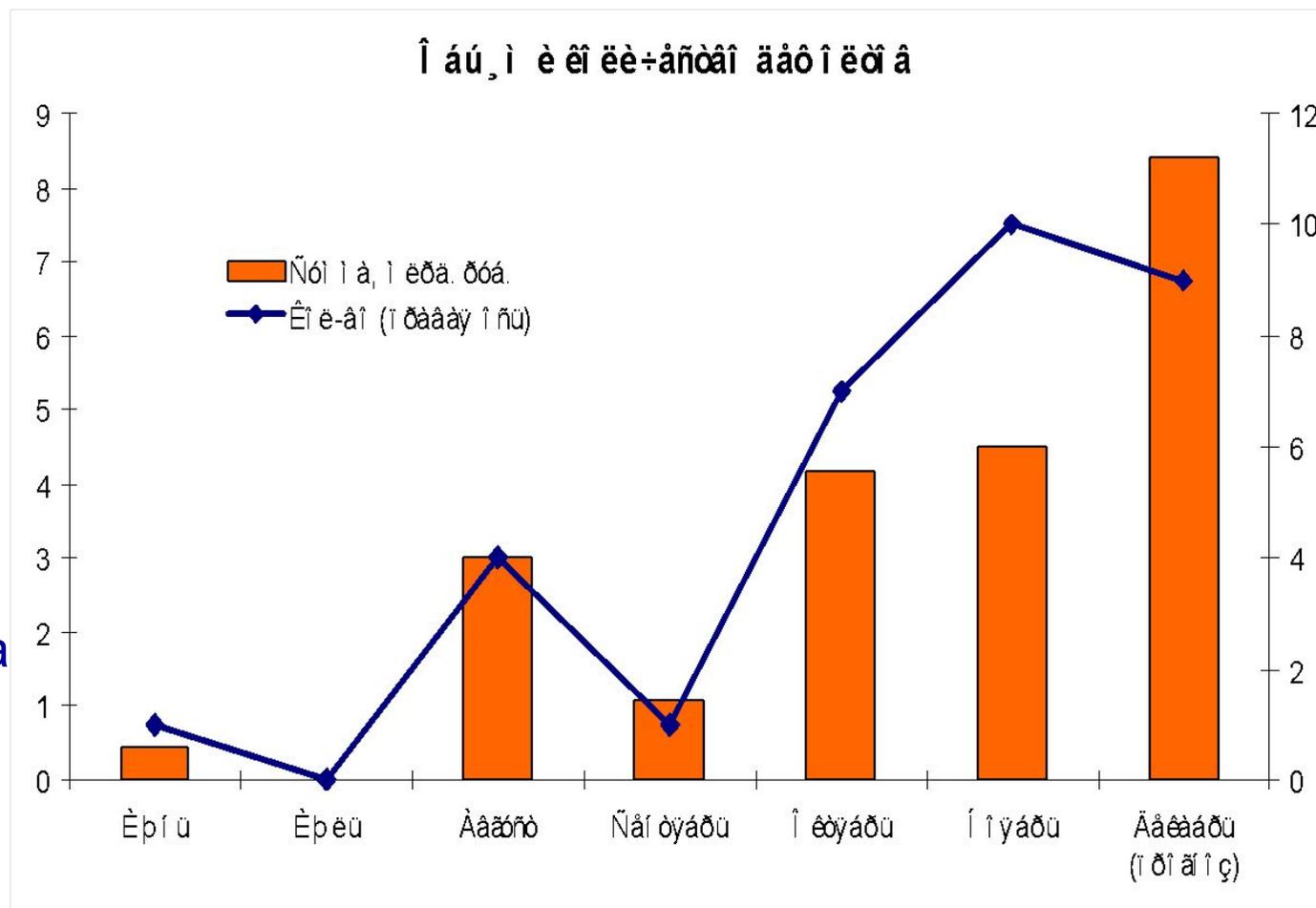
Проверка на честность Кредитные события на рынке облигаций

Банкротство – побочный продукт процветания

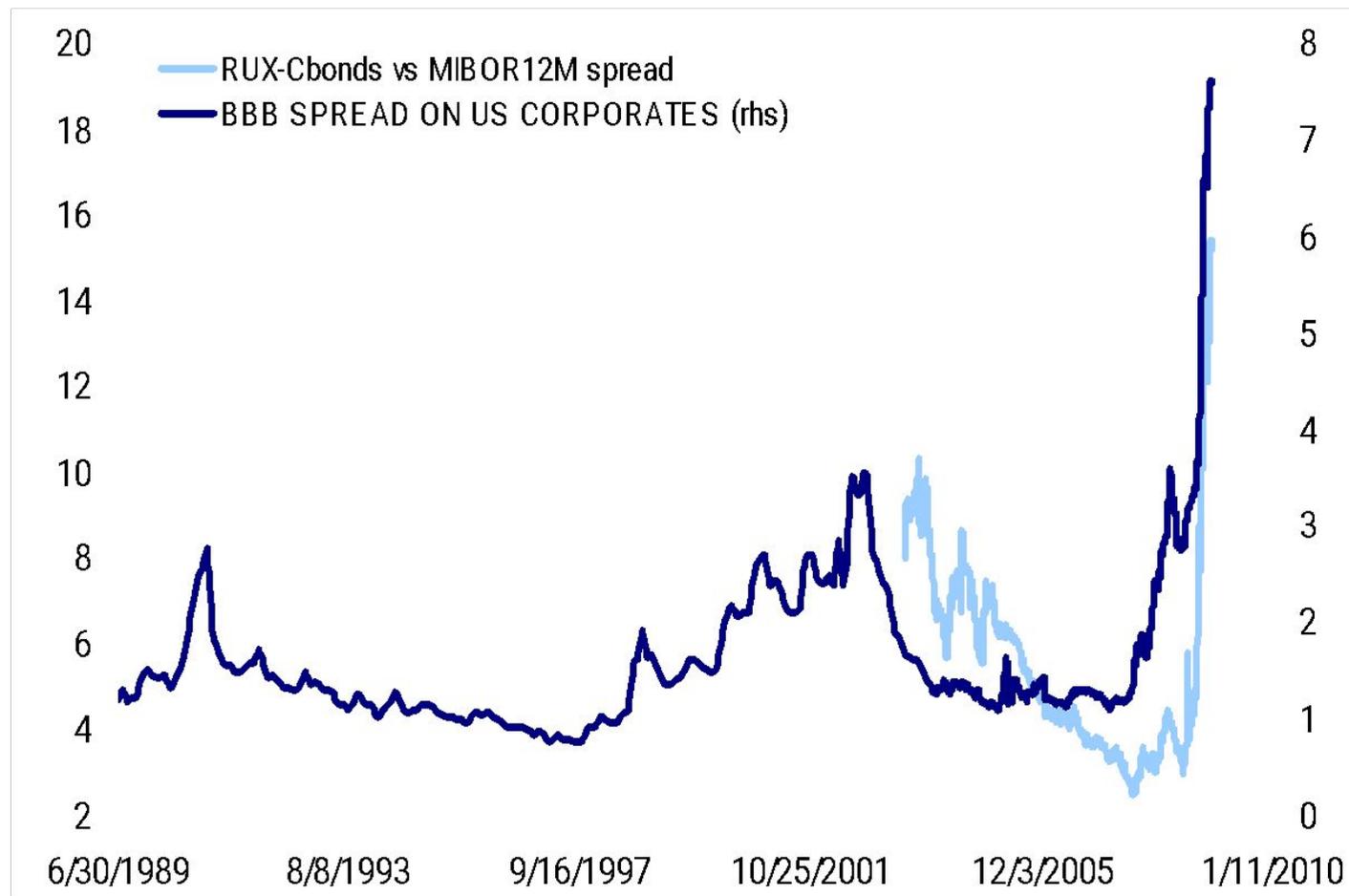
- Дешёвые деньги развратили заёмщиков и отучили инвесторов оценивать риски
- При быстром росте рынка любой эмитент мог рефинансировать долг
- Малейшее замедление роста вызвало серьёзные трудности



- 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

Υπόδειξη	Άρθρο ή Αρτηρίαι έυ	Νομίσματα, ή έι. δόα.	Γένεσις	Όνομα ήτοι υπόδειξη
ή ει γάφει ή ή αι πέα έδπє	16 έρι ύ	469	Δαράε άεϑι άνα ή ή άυ άί έαι ή ή έεί ή ά υή ή δο έάνα	ή ή ή έ έ ά ά έ έ ή ή ή ή
ή άδω ό έ ή ή ή	2 άά άή ά	1 357	× δάϑ ά ά ή ά ύ ά ή έ ά ά ύ ή ά ά ό έ ά, έ ή ό έ έ έ ό- δά έ έ έ έ έ έ	ή ή ή έ έ έ έ έ έ έ έ ή ή ή
Άά άά άά ό έ ή ή ή	7 άά άή ά	504	Άά ά ή έ ά ή ά ύ ό έ ή ή ή ά ά ύ ή ή έ έ έ έ έ, δ ά ϑ ά έ έ έ έ έ έ ή ή ή	ή ά ά ά ή ή ή ή ή ά ή ή έ έ έ έ έ έ έ έ
ΑΕΤ Ε-Εί ά ά π	26 άά άή ά	1 440	× δάϑ ά ά ή ά ύ ά ή έ ά ά ύ ή ά ά ό έ ά, ή έ έ ά ύ ύ ό ά έ έ έ ά ή ή ή ά έ ϑ ά ά	ή ά ά ά ή ή ή ή έ έ έ έ έ έ έ έ, ά ά ή ύ ή ή ά ά έ έ ή ή ή
ΝϚΕΕ ό έ ή ή ή	2 ή ή ή ύ ά ά ύ	1 057	ή ά ά ή έ- έ έ ά ύ ή ή ά έ έ ά έ ϑ ά ά, έ ϑ ά ύ ό ή ή ή έ έ ά έ ά	Δά ή ή ή ά ά ά έ έ έ έ έ έ έ έ
ή ή έ	2 ή έ ύ ά ά ύ	347	ή ά ά έ ή ά ή ή έ έ ά ά έ έ έ ή ή ά έ έ έ έ έ ά	Νό ά ύ ή έ έ ά έ έ έ έ έ έ έ, ά ά ή ύ ή ή ά ά έ έ ή ή ή
Δό ή έ έ ά ή ά ή έ	9 ή έ ύ ά ά ύ	988	Άά ά ή έ ά ή ά ύ ό έ ή ή ή ά ά ύ ή ή έ έ έ έ έ, δ ά ϑ ά έ έ έ έ έ έ ή ή ή	ή ή έ έ έ έ έ έ έ έ έ- ά ή έ ή έ έ ά ά ή ή ή
ΑΙ Ε Α ά έ ά ά	10 ή έ ύ ά ά ύ	1 160	× δάϑ ά ά ή ά ύ ά ή έ ά ά ύ ή ά ά ό έ ά	ή ά ά ά ή ή ή ή ή ά ή ή έ έ έ έ έ έ έ, ή έ έ έ έ έ έ έ έ έ
Αά ή ά ή- ή ά ή ά	28 ή έ ύ ά ά ύ	270	Άά ά ή έ ά ή ή ά δ ά ϑ έ έ έ έ έ ή έ	ή ά ά ά ή ή ή ή ή ά ή ή έ έ έ έ έ έ έ, ή έ έ έ έ έ έ έ έ- ά ή έ ή έ έ ά ά ή ή ή
ΕΑ Αά έ ά ό έ ή ή ή	28 ή έ ύ ά ά ύ	987	ή έ έ ά ύ ύ ό ά έ έ έ ά ή ή ά έ ϑ ά ά, - δάϑ ά ά ή έ έ ά έ ά	ή ά ά ά ή ή ή ή ή ή ή ά ά ά έ έ, ή έ έ ή έ έ έ έ έ έ έ- ά ή έ ή έ έ ά ά ή ή ή
Νή δ ό ή έ ά έ έ έ (ή έ έ ή έ Α1)	6 ή ή ύ ά ά ύ	1 136	ή ά ό ή έ- έ έ ά ύ ή ή ά έ έ ά έ ϑ ά ά	έ ή έ έ έ ή ή ή ή ή έ ϑ ά ή ά ή
Air Union RRJ	20 ή ή ύ ά ά ύ	1 567	ή έ έ ά ύ ύ ό ά έ έ έ ά ή ή ά έ ϑ ά ά, - δάϑ ά ά ή έ έ ά έ ά	Αά έ έ ή ή ή
έ ή ή ή ή (ή έ ή έ Α1)	20 ή ή ύ ά ά ύ	1 131	ή ά ά έ ή ά ή ή έ έ ά έ έ έ έ έ	Ϛά έ έ έ έ έ έ ά ή ή ή ή
Νή ή ή ή ή έ έ Νή έ έ έ	2 άά έ ά ά ύ	1 195	ή ά ά έ ή ά ή ή έ έ ά έ έ έ έ, ά ύ ή έ έ έ ά έ έ	ή ή έ έ έ έ έ ή ή ή ή ή έ ύ

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

- 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 äã > 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!!!

