

24 МАРТА 2017 ГОДА

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПУБЛИЧНОГО ДОЛГА: РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ VS ЕВРООБЛИГАЦИИ



LEGAL
CAPITAL
INVESTOR SERVICES

ЧАСТЬ 1

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПУБЛИЧНОГО ДОЛГА: СТОРОНЫ ИГРАЮТ КЛЮЧЕВУЮ РОЛЬ



РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОГО ДОЛГА

► ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА ПРОЦЕСС

ПРИЧИНЫ ФИНАНСОВЫХ ПРОБЛЕМ

- экономический цикл/конъюнктура
- ошибки менеджмента
- форс-мажор

ГЛУБИНА ФИНАНСОВЫХ ПРОБЛЕМ

- разрыв ликвидности
- долговое бремя
- необходимость реструктуризации бизнеса

СТРУКТУРА АКЦИОНЕРОВ

- публичная/непубличная компания
- концентрация акционеров

СТРУКТУРА ОБЯЗАТЕЛЬСТВ КОМПАНИИ

- соотношение публичного и непубличного долга
- количество кредиторов

Несмотря на равнозначность всех факторов, именно структура обязательств зачастую определяет способ, сроки и условия реструктуризации

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОГО ДОЛГА

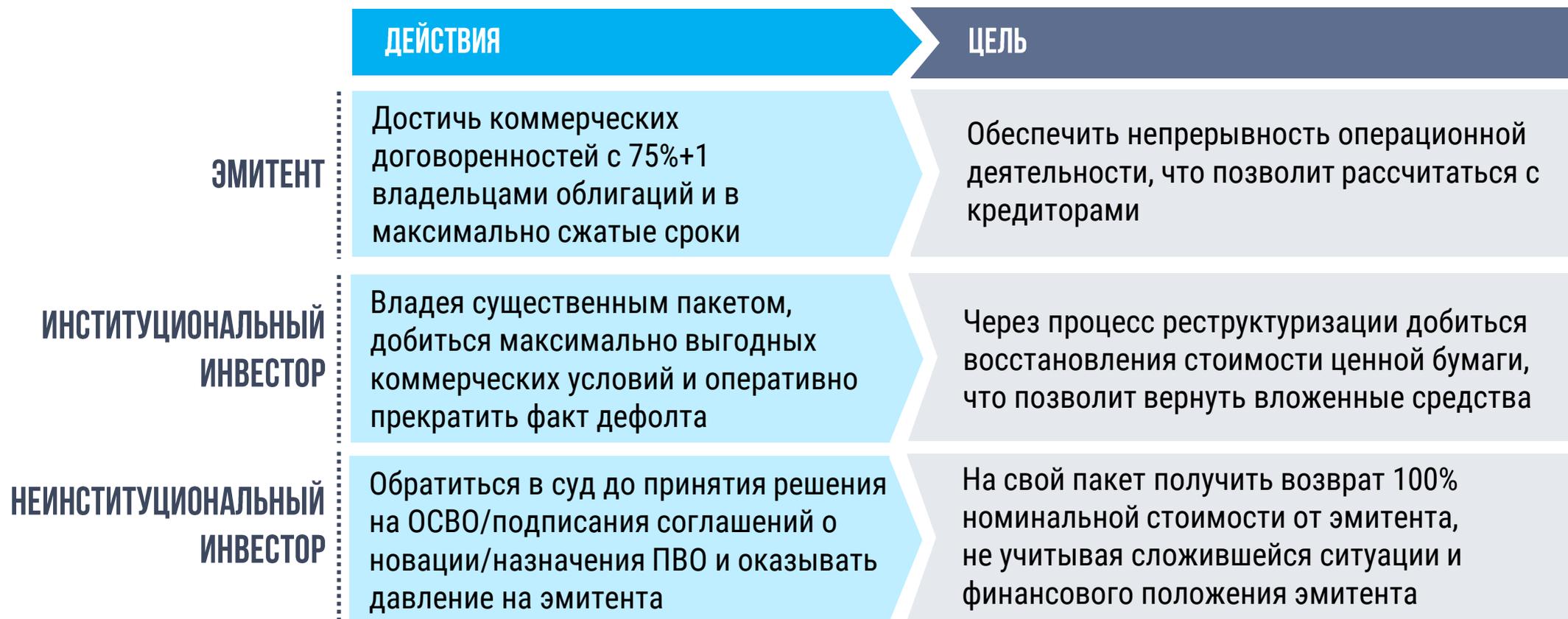
▶ СТОРОНЫ ПРОЦЕССА НА МЕЖДУНАРОДНОМ РЫНКЕ



- Обеспечение непрерывности операционной деятельности и комфорт коммерческих кредиторов
- Роль финансовых кредиторов существенно увеличивается
- Акционерная стоимость компании стремится к нулю
- Текущие акционеры либо поддерживают компанию, либо теряют контроль

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ФИНАНСОВОГО ДОЛГА

▶ СТОРОНЫ ПРОЦЕССА НА РУБЛЕВОМ РЫНКЕ



- Интересы эмитента и институциональных инвесторов при достижении коммерческих договоренностей совпадают
- Действия неинституциональных инвесторов негативны для стоимости ценной бумаги и институциональных инвесторов

ЧАСТЬ 2

РУБЛИ VS ЕВРОБОНДЫ: НАЙДИ 10 ОТЛИЧИЙ



РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОБЛИГАЦИЙ

▶ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ VS ЕВРООБЛИГАЦИИ

	РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ	ЕВРООБЛИГАЦИИ
СРОКИ	1-2 месяца – реальный срок	3-6 месяцев минимум, на практике может длиться годами
РАСКРЫТИЕ	Ключевые инвесторы получают доступ к неограниченному объему информации	Раскрытие информации только специально созданным комитетам основных кредиторов в равном объеме
ИНВЕСТОРЫ	Первоначальные институциональные инвесторы + физические лица	Круг инвесторов существенно меняется, особую роль приобретают инвесторы в distressed активы, появление внешних интересантов
ОГРАНИЧЕНИЕ ПО ТОРГОВЛЕ	Отсутствуют	Условие получения информации и вхождения в комитеты, подписание non-trading agreement
ПРОЦЕСС	Инвесторы не объединяются, каждый сам за себя	Инвесторы обычно объединяются для целей защиты своих интересов
РАСХОДЫ	Низкая стоимость инфраструктурных расходов	Высокая стоимость
СПИСАНИЕ ЗАДОЛЖЕННОСТИ	Редко и без equity upside	В обмен на акции, equity upside, увеличение контроля над компанией

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОБЛИГАЦИЙ

▶ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ VS ЕВРООБЛИГАЦИИ В 2016 ГОДУ

	УКРУПНЕННЫЙ КЕЙС ДЛЯ ЛОКАЛЬНОГО РЫНКА	УКРУПНЕННЫЙ КЕЙС ДЛЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ
ДОЛЯ ПУБЛИЧНОГО ДОЛГА	10-20%	60-70%
БАНКОВСКИЙ ДОЛГ	Российские банки, международные синдикаты	Банковский долг несущественен
ПРОЦЕСС	Сначала договориться с бондхолдерами, потом с банками, в любом случае процессы разделяются	Долгосрочная дискуссия в отношении списания, конвертации в акционерный капитал и пр.
РЕЗУЛЬТАТ	В основном все реструктуризации проведены без дефолтов, идут постепенные выплаты в пользу инвесторов	Длительные переговоры, в итоге предложение о выкупе/списании, которое инвесторы не приняли
ВОССТАНОВЛЕНИЕ СТОИМОСТИ	Стоимость облигаций постепенно восстанавливается, идут выплаты купонов и амортизация	Стоимость ценных бумаг восстанавливается..., но...
ПРИМЕРЫ	Мечел, НК, Геотек	Brunswick, ДВМП

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

▶ КЕЙС OI SA

О КОМПАНИИ

OI SA – это Бразильский «Ростелеком», крупнейший оператор с сфере фиксированной связи, мобильный оператор №4, крупнейший провайдер платного телевидения. Клиентская база более 80 млн человек

ФИНАНСОВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ

Высокая долговая нагрузка ND/EBITDA -5.00X, существенные обязательства по концессионным соглашениям с государством, падение платежеспособного спроса и экономики в Бразилия в целом. Долговая нагрузка была представлена на 70% публичными долговыми инструментами

ДОСТАТОЧНАЯ ТЕКУЩАЯ ЛИКВИДНОСТЬ

На момент обсуждения реструктуризации на счетах компании было около 2 млрд долл., что было достаточно для расчетов по финансовому долгу в течение 1,5 лет



Высокая доля публичного долга и недоговоренность в отношении 150 млн евро заставили менеджмент и акционеров запустить процесс банкротства, который идет уже около 9 месяцев

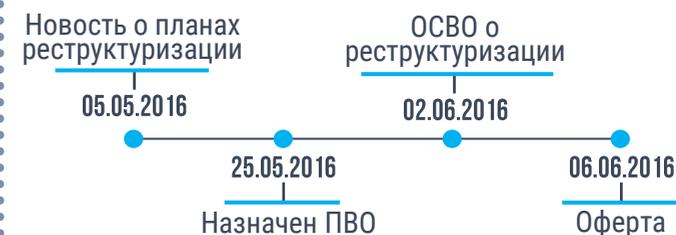
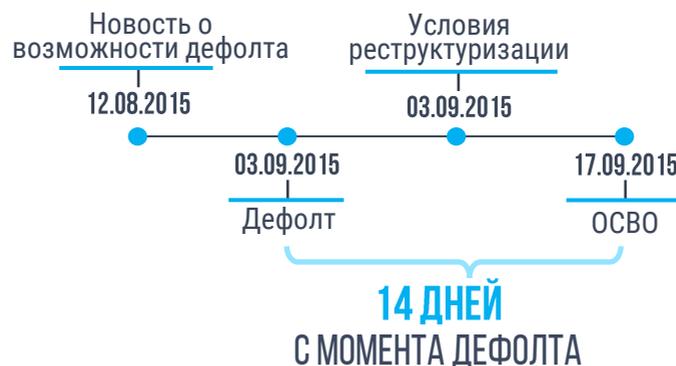
РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОБЛИГАЦИЙ

2009 ООО «ГАЗ-ФИНАНС»
СЕРИЯ 01

2015 ПАО «МЕЧЕЛ»
СЕРИИ 13 И 14

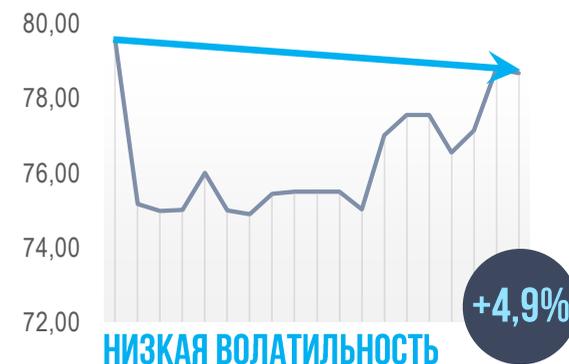
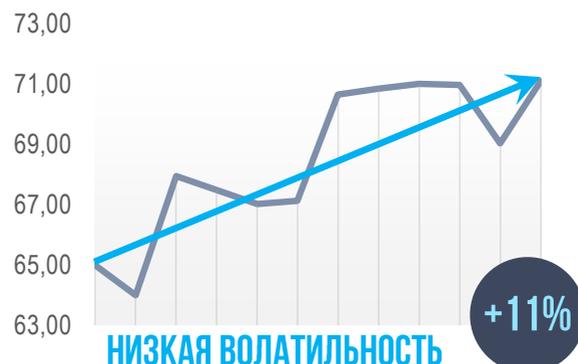
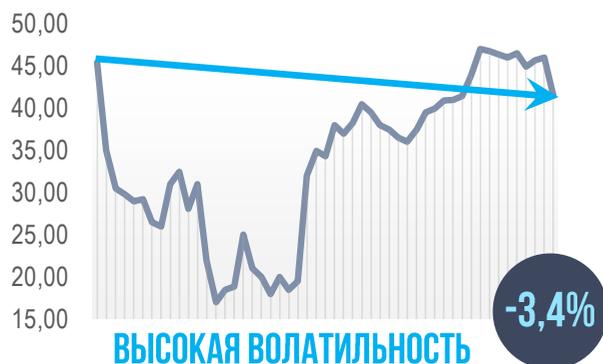
2016 ПАО «МЕЧЕЛ»
СЕРИИ 17 И 18

ДЛИТЕЛЬНОСТЬ ПРОЦЕССА



УРЕГУЛИРОВАНИЕ
БЕЗ ДЕФОЛТА

ДИНАМИКА КОТИРОВОК В ПРОЦЕССЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ



РЕЗУЛЬТАТ

80% ОБЛИГАЦИЙ РЕСТРУКТУРИРОВАНО,
ФАКТ ДЕФОЛТА НЕ ПРЕКРАЩЕН

100% ОБЛИГАЦИЙ РЕСТРУКТУРИРОВАНО,
ФАКТ ДЕФОЛТА ПРЕКРАЩЕН

100% ОБЛИГАЦИЙ РЕСТРУКТУРИРОВАНО,
ФАКТ ДЕФОЛТА НЕ НАСТУПИЛ

ЧАСТЬ 3

БАНКОВСКИЕ ОБЛИГАЦИИ: ЕСТЬ ШАНС НА RECOVERY?



РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОБЛИГАЦИЙ БАНКОВ

▶ ЕСТЬ ШАНС НА RECOVERY?

СВЯЗНОЙ БАНК—2015

.....

Инвесторам была предложена 3-х летняя реструктуризация, включая 15% downpayment. Инвесторы не приняли условия. Но Банк погасил облигации, а впоследствии был лишен лицензии

РУССКИЙ СТАНДАРТ—2015

.....

Банк предложил инвесторам реструктуризацию субординированного выпуска еврооблигаций на 550 млн долл. на следующих условиях: 18% downpayment, 13% PIK по облигациям SPV, 49% залог акций. Банк договорился и в итоге восстановил капитал на 450 млн долл., а новые облигации постепенно восстанавливаются в цене

ПЕРЕСВЕТ—2017

.....

Реструктуризация находится на финальной стадии, вопрос о recovery остается открытым...



- Реструктуризация банковского долга – это всегда прецедент
- Шансов на восстановление стоимости намного меньше
- За исключением критических случаев суборды могут существенно облегчить жизнь

РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ОБЛИГАЦИЙ БАНКОВ

▶ СТРУКТУРА БАНКОВСКОГО КАПИТАЛА – БАЗЕЛЬ 3

СТАРШИЙ ДОЛГ	КАПИТАЛ ВТОРОГО УРОВНЯ	КАПИТАЛ ПЕРВОГО УРОВНЯ – ГИБРИДНЫЙ ДОЛГ
Обеспеченные обязательства	Облигации, субординированные к старшему долгу (фиксированный срок погашения, обязательные купоны)	Гибридные облигации (вечные облигации, условные и неаккумулялируемые купоны)
Депозиты и деривативы	КоКосы (Contingent Convertibles) Loss-absorbtion и списание/конвертация	КоКосы (Contingent Convertibles) Loss-absorbtion и списание/конвертация
Необеспеченные обязательства		



- Субординированные облигации – источник банковского капитала
- Расширяют инструментарий с повышенной доходностью
- Упрощают процесс реструктуризации в случае необходимости

ЧАСТЬ 4

НОВОЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВО В ПРОЦЕССЕ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ



СЛОЖНОСТИ В РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ПО НОВОМУ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВУ

▶ ВОПРОСЫ К ОБСУЖДЕНИЮ

- Отсутствие возможности вносить изменения в повестку дня и документы, выносимые на ОСВО после объявления ОСВО
- Длительный срок на получение списка владельцев
- Ограниченная закрытая компетенция ОСВО
- Отсутствие возможности внесения изменений в обеспечительные оферты от третьих лиц
- Сложности в добавлении поручительства в эмиссионную документацию
- Формирующаяся судебная практика



УСЛОЖНЯЕТ И УДЛИНЯЕТ ПРОЦЕСС РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ