

# ПРЕДСТАВИТЕЛЬ И ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ:

РОЛЬ И ФУНКЦИИ В СЛУЧАЕ ДЕФОЛТА

- ▶ МОДЕЛИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ
- ▶ ПОРЯДОК ДЕЙСТВИЙ
- ▶ ПЛЮСЫ И МИНУСЫ

**МИХАИЛ МАЛИНОВСКИЙ**

ПАРТНЕР LEGAL CAPITAL PARTNERS

# ПОНЯТИЕ ДЕФОЛТА

## ЗАКОН:

- ▶ Просрочка (более десяти рабочих дней)
- ▶ Ухудшение условий обеспечения
- ▶ Событие списания для субординированных облигаций
- ▶ Изменение состояния портфеля для ипотечных облигаций

## МЕТОДОЛОГИИ РЕЙТИНГОВЫХ АГЕНТСТВ:

- ▶ Пропуск или задержка любого платежа
- ▶ Банкротство или любые юридические действия, предоставляющие эмитенту защиту от обязательства совершить платеж в срок (the timely payment)
- ▶ Возникновение ситуации «реструктуризации» – (1) эмитент применяет механизмы реструктуризации, которые могут привести к уменьшению его финансовых обязательств (включая изменение уровня долга, замена долга на акции и т. д.) либо (2) происходит сделка по замене долга на новый долг с целью избежать дефолт

**NB:** при расчете вероятности дефолта некоторые агентства используют исторические данные о предыдущих дефолтах, случаях, когда рейтинг эмитента отзывался, и корреляции в рамках когорты эмитентов

## ДОГОВОР:

Эмиссионная документация может содержать стандартные и специфические условия дефолта, как правило, привязанные к ковенантам. На российском рынке встречаются примеры:

- ▶ Запрет смены контролирующего акционера
- ▶ Ограничение предельной величины финансового долга
- ▶ Запрет на выдачу поручительств / предоставления залогов в пользу третьих лиц
- ▶ Кросс дефолты
- ▶ Запрет на выплату дивидендов, распределение прибыли в пользу третьих лиц в любой форме
- ▶ Запрет на отчуждение активов в пользу третьих лиц
- ▶ Запрет на выдачу займов третьим лицам и любое иное финансовое инвестирование с баланса компании

## ДЕФОЛТ — ЭТО ИГРА

**Она может быть по правилам и не по правилам, с 1000 участников или двумя**

**ЛИБО**

**может быть одновременно 1000 таких игр**

# ЧАСТЬ 1

## РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПУБЛИЧНОГО ДОЛГА —

### КЛАССИЧЕСКИЕ МОДЕЛИ БЕЗ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ

LEGAL  
CAPITAL  
PARTNERS

# ИСТОРИЯ

В рамках подготовки презентации был проанализирован опыт реализации 65 сделок реструктуризации облигационного долга, и большинство из них отличает высокая степень «клубности»:

- ▶ Конвертация облигаций в акции должника (применимо только для конвертируемых бумаг)
- ▶ Заключение мирового соглашения и прекращение процедуры банкротства эмитента в обмен на соблюдение условий реструктуризации долговых обязательств (Амурметалл, Инпром – серия 03)
- ▶ Вход в акционерный капитал новой компании и частичная конвертация долга за счет нового выпуска облигаций (Gallery Media, 2013)
- ▶ Конвертация облигаций в выпуски еврооблигаций\* с различным сроком погашения и обеспеченные активами должника
- ▶ Выкуп облигаций путем передачи векселя эмитента, обеспеченного залогом товаров в обороте (ЛБР-Интертрейд, 01)
- ▶ Конвертация половины долга в пользу двух облигационеров в акции дополнительной эмиссии головной компании с условием вхождения в органы управления
- ▶ Аккумуляция на балансе сторонней кипрской компании (техническая компания), входящей в состав группы, выпуска новых LPN и облигаций нового рублевого займа, обмен данных инструментов на дефолтные облигации (Мирекс Групп, 2011)
- ▶ Обмен облигаций на облигации с структурным элементом (cash sweep, залоги, в том числе иностранные – Нутритек, РБК)
- ▶ Новация долгового обязательства (Аркада)

\* При наличии риска дефолта по комплексу обязательств эмитента (корпоративные облигации, еврооблигации, кредиты и займы) возможно проведение «зеркальной реструктуризации»

# КЛАССИЧЕСКИЕ МОДЕЛИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ РОССИЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ

## РАССРОЧКА ПЛАТЕЖА — ДОГОВОРНАЯ НОВАЦИЯ

Одна из самых простых моделей структурирования сделок реструктуризации – эмитент и владельцы облигаций заключают соглашение (двух- / многостороннее).

Условия могут предусматривать дополнительные основания расторжения договора (например, разовое нарушение графика платежей, запрет уступки, предоставление дополнительного обеспечения, запрет предъявления облигаций к выкупу на условиях уже существующей оферты в пользу владельцев облигаций и прочее).

Соглашение заключается через механизм публичной оферты либо через составление единого документа (в некоторых случаях мирового соглашения).

### + ПЛЮСЫ:

- ▶ Простота процедуры
- ▶ Минимальные сроки реализации
- ▶ Если предполагает выкуп, он регулируется федеральным законодательством и проходит на прозрачных условиях

### - МИНУСЫ:

- ▶ Происходит замена публичного инструмента (облигации) на неликвидный долг эмитента
- ▶ С 2014 года – оплата облигаций (в случае выкупа) должна осуществляться деньгами

# КЛАССИЧЕСКИЕ МОДЕЛИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ РОССИЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ

## «ОБМЕН» ОБЛИГАЦИЙ НА ОБЛИГАЦИИ НОВОГО ВЫПУСКА («ПЕРЕУПАКОВКА»)

В рамках данной модели возможно осуществить «обмен» облигаций дефолтного выпуска на обеспеченные или необеспеченные ценные бумаги, такие как:

- ▶ облигации самого эмитента
- ▶ облигации аффилированного (неаффилированного) с эмитентом лица
- ▶ облигации, выпускаемые за рубежом
- ▶ облигации с дополнительным обеспечением

### + ПЛЮСЫ:

- ▶ Происходит замена публичного инструмента (облигации) на публичный инструмент
- ▶ Высокая проработанность инструмента – рынку известно несколько успешно закрытых сделок такого типа
- ▶ Возможность фиксации ковенантов

### - МИНУСЫ:

- ▶ Если не происходит замена эмитента, облигации продолжают рассматриваться как реструктурированный долг
- ▶ Требуется участие дорогостоящей инфраструктуры
- ▶ Высокий срок реализации – от момента согласования условий нового выпуска до размещения может потребоваться 2-3 месяца
- ▶ Юридические риски признания размещения «техническим»

# КЛАССИЧЕСКИЕ МОДЕЛИ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ РОССИЙСКИХ ОБЛИГАЦИЙ

## ОБРАТНЫЙ ВЫКУП

Как правило, выкуп осуществляется **в дату наступления основания исполнения обязательств** (например, выкуп по требованию владельцев при наступлении события-триггера, реализации put option или оферты (в случае если обязательство было обеспечено офертой эмитента или третьего лица) на условиях обязательной обратной покупки долга инвесторами).

Прохождение такой реструктуризации позволяет сохранить высокую ликвидность долгового инструмента – облигации возвращаются на баланс владельцев облигаций в дату исполнения сделки.

Модель предполагает простую выплату премии за пролонгацию долга.

### + ПЛЮСЫ:

- ▶ Не происходит замена публичного инструмента (облигации) на неликвидную форму обязательства эмитента, как в предыдущем случае
- ▶ Высокая проработанность инструмента – рынку известно несколько успешно закрытых сделок такого типа

### - МИНУСЫ:

- ▶ Ограниченный набор условий, которые могут быть предоставлены в пользу инвесторов
- ▶ Плата за реструктуризацию осуществляется только в денежной форме (премия выплачивается как разница между встречными сделками)
- ▶ Подходит для ограниченного перечня дефолтов (не решает вопрос реструктуризации дефолта по погашению облигаций)

# ЧАСТЬ 2

## ПРЕДСТАВИТЕЛЬ И ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ —

### НОВАЯ ПУБЛИЧНАЯ ФОРМА РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

LEGAL  
CAPITAL  
PARTNERS



# ПРЕДСТАВИТЕЛЬ И ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ В СЛУЧАЕ ДЕФОЛТА

## ВОПРОСЫ, КОТОРЫЕ ЕЩЕ ТРЕБУЮТ ОТВЕТА:

- ▶ Действительно ли нас заботит реструктуризационный механизм на момент размещения?
- ▶ Полностью и одинаково ли все инвесторы понимают предложенные условия реструктуризации (исторически, в классических моделях реструктуризации 2008 - 2010 юридическое заключение просилось в одной из десяти реструктуризаций)?
- ▶ Может ли оговорка о коллективных действиях (= представительство) изменить пропорцию инвесторов на рынке (привлечь фонды, которые будут стремиться аккумулировать 10% - 25% портфели, частных инвесторов, которые ожидают *pari passu* принципа и т. д.)?
- ▶ Поможет ли, в свою очередь, убрать проблему «mad bondholders» - шантаж со стороны владельцев маленьких пакетов с целью получить лучшие условия?
- ▶ Представитель появился вместе с (1) правом предоставлять залоги - важное коллективное право - и (2) ограничением на выкуп облигаций «по внеэмиссионной процедуре». Могут ли залоговые механизмы создать предпосылки:
  - ▶ для создания новых продуктов,
  - ▶ поиска новых эмитентов, качество которых может быть повышено на счет залогового обеспечения?

# ОБЯЗАННОСТИ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ В СЛУЧАЕ УГРОЗЫ ДЕФОЛТА

## РАБОТАТЬ С ДЕФОЛТОМ В ИНТЕРЕСАХ СТОРОН СДЕЛКИ

### 1. Транспарентность

- ▶ Возможность понять ситуацию и логику работы инструмента в случае дефолта
- ▶ Представитель обеспечивает транспарентность сделки в случае риска дефолта путем публикации информации в сети Интернет
- ▶ Может наделяться эмиссионной документацией контрольными функциями – отслеживание ковенантов – и в рамках этих полномочий наделен определенными правами

### 2. Оперативные действия (immediate actions). Представитель обязан принимать меры, направленные на защиту прав и законных интересов владельцев облигаций

### 3. Представитель обязан выявлять обстоятельства, которые могут повлечь за собой нарушение прав и законных интересов владельцев облигаций

### 4. Дает возможность избежать технического дефолта. Представитель имеет право давать согласие от имени владельцев облигаций на внесение эмитентом изменений в решение о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций и (или) в проспект облигаций:

- ▶ если такие изменения не связаны с объемом прав по облигациям (manifest error – когда риск дефолта (несвоевременность платежа) не связан с кредитным качеством эмитента, но связан с объективными событиями),
- ▶ а также на внесение эмитентом иных изменений, *если такое право предоставлено представителю владельцев облигаций решением общего собрания владельцев облигаций*

# ДЕЙСТВИЯ ПРЕДСТАВИТЕЛЯ ЕСЛИ ДЕФОЛТ НАСТУПИЛ

## ДЕЙСТВИЯ:

- ▶ Если принято решение об обращении взыскания – обращает взыскание на обеспечение
- ▶ Может требовать созыва общего собрания владельцев облигаций
- ▶ Если принято решение обратиться в суд и оплачены расходы, заявляет требование от имени владельцев облигаций
- ▶ Если принято решение об изменении условий выпуска, дает согласие на это от имени владельцев облигаций
- ▶ Если начинается процедура банкротства эмитента или представителя, заявляет требование от имени владельцев облигаций

- ▶ Все полученные представителем деньги в рамках его требований к эмитенту должны быть в течение трех дней зачислены на специальный счет в НРД
- ▶ Компетенция и порядок действий представителя могут быть расширены условиями выпуска

# ИЗМЕНЕНИЕ УСЛОВИЙ ЧЕРЕЗ ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ

## НОВЫЙ ВИД (1) ПУБЛИЧНОЙ И (2) РЕГУЛИРУЕМОЙ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ

### До 1 июля 2014 г.:

Внесение изменений в условия размещенных выпусков облигаций и биржевых облигаций было невозможно

### После 1 июля 2014 г.:

- ▶ Внесение изменений в решение о выпуске облигаций осуществляется по решению общего собрания владельцев облигаций
- ▶ Если представитель владельцев облигаций избран (назначен), он имеет право давать согласие на изменение условий выпуска облигаций
- ▶ Представитель владельцев облигаций имеет право выполнять функции управляющего залогами, если это необходимо для усиления кредитного качества сделки
- ▶ Для внесения изменений в эмиссионную документацию, связанных с объемом прав по облигациям, необходимо  $\frac{3}{4}$  голосов, которыми обладают лица, имеющие право голоса на общем собрании владельцев облигаций) (пункт 4 статьи 29.8 ФЗ «О рынке ценных бумаг»)
- ▶ **ПРИ ЭТОМ** эмитент облигаций, к которому права на облигации перешли в порядке их приобретения или по иным основаниям, а также аффилированные с эмитентом владельцы облигаций, не обладают правом голоса на общем собрании владельцев облигаций
- ▶ Общее собрание владельцев облигаций должно быть проведено не позднее 20 рабочих дней со дня предъявления соответствующего требования (пункт 2 статьи 29.9 ФЗ «О рынке ценных бумаг»)

# РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ЧЕРЕЗ ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ ВЛАДЕЛЬЦЕВ

Общее собрание владельцев облигаций проводится эмитентом облигаций по его решению либо по требованию представителя / владельцев облигаций.

Если в течение трех дней эмитент не созывает собрание – оно проводится представителем владельцев облигаций либо лицом (лицами), имеющим пакет не менее 10% находящихся в обращении облигаций соответствующего выпуска.

При наличии одобрения  $\frac{3}{4}$  общего собрания владельцев облигаций возможно внесение изменений в эмиссионную документацию для целей реструктуризации в части:

- ▶ увеличения срока обращения бумаг
- ▶ изменения графика выплаты дохода
- ▶ изменения купонного периода
- ▶ изменения ставки купона
- ▶ амортизационного погашения основного долга
- ▶ установления периодичности досрочного погашения
- ▶ внесения ковенантов
- ▶ предоставления залогов
- ▶ фиксации корпоративного контроля

**Stand by, если решение об изменении условий выпуска не принято, требует 9/10 голосов**

## + ПЛЮСЫ:

- ▶ Прозрачность процедуры реструктуризации для рынка и регулятора
- ▶ Реструктуризация затрагивает всех владельцев облигаций, что увеличивает шансы на успех, так как исчезают риски миноритарных кредиторов на несправедливые условия
- ▶ Подходит для всех видов дефолтов
- ▶ Снимает проблему кредитора, пытающегося заработать на реструктуризации и разрушающего сделку (mad bondholder)

## - МИНУСЫ:

- ▶ Срок реализации и формализованность процедур (необходимость регистрации изменений в ЦБ РФ)

# ВИДЫ ВОЗМОЖНЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ (КОВЕНАНТЫ)

## В УСЛОВИЯ ВЫПУСКА МОГУТ ВКЛЮЧАТЬСЯ УСЛОВИЯ:

- ▶ Запрет смены контролирующего акционера
- ▶ Отсутствие дефолта по другим обязательствам компании
- ▶ Ограничение предельной величины финансового долга
- ▶ Ускоренное погашение долга в случае привлечения дополнительного финансирования (свыше установленной предельной величины финансового долга)
- ▶ Запрет на выдачу поручительств / предоставления залогов в пользу третьих лиц
- ▶ Запрет на выплату дивидендов, распределение прибыли в пользу третьих лиц в любой форме
- ▶ Запрет на отчуждение активов в пользу третьих лиц
- ▶ Запрет на выдачу займов третьим лицам и любое иное финансовое инвестирование с баланса компании
- ▶ Запрет на выпуск / авалирование / приобретение векселей
- ▶ Установление предельной величины инвестиций
- ▶ Запрет на изменение долей участия в уставных капиталах третьих лиц (путем покупки, взноса или отчуждения любыми способами долей или акций)
- ▶ Запрет на уменьшение уставного капитала, реорганизацию, добровольную ликвидацию и банкротство
- ▶ Составление ежеквартального отчета о финансовых потоках для определения возможности и суммы дополнительного погашения
- ▶ Привлечение кредитов и (или) займов сверх существующего кредитного портфеля компании, получение компанией финансовой помощи от государства, продажа акций или иных активов дочерних компаний – 50% привлеченных денежных средств направляется на досрочный выкуп облигаций

# КЛУБНАЯ СДЕЛКА

## «ПЕРЕУПАКОВКА» В ОБЛИГАЦИИ СФО - СДО

- ▶ СФО является 100% SPV – налоговая нейтральность, обособление активов должника
- ▶ Владельцы облигаций СФО могут обладать большим набором полномочий – использование СФО позволяет структурировать управляемую сделку (manageable transaction) – ряд решений принимается только с согласия владельцев облигаций или их представителя
- ▶ СФО является «новым» эмитентом (должником) с точки зрения оценки ссудной задолженности
- ▶ Устав СФО содержит указание на пределы ограничения его правоспособности

### + ПЛЮСЫ:

- ▶ Происходит замена публичного инструмента (облигации) на публичный инструмент
- ▶ Высокая проработанность инструмента – рынку известно несколько успешно закрытых сделок такого типа
- ▶ Возможность фиксации ковенантов
- ▶ СФО является «новым» эмитентом (должником) с точки зрения оценки ссудной задолженности
- ▶ Отсутствуют риски признания эмиссии «технической»

### - МИНУСЫ:

- ▶ Относительно высокий срок реализации – от момента согласования условий нового выпуска до размещения может потребоваться 2-3 месяца

# ЧАСТЬ 3

LEGAL CAPITAL PARTNERS  
LEGAL CAPITAL INVESTOR SERVICES

УСЛУГИ И ОБШИРНЫЙ ОПЫТ  
КОМАНДЫ

LEGAL  
CAPITAL  
PARTNERS



# ПРАВОВАЯ ПОДДЕРЖКА

## ПРАВОВАЯ ПОДДЕРЖКА РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ ВКЛЮЧАЕТ:

- ▶ Общее консультирование компаний по реструктуризации займа, структурирование сделки (правовая оценка выбранной модели реструктуризации, поиск оптимальных решений)
- ▶ Подготовка проектов договоров, корпоративных решений, необходимых для реструктуризации займа
- ▶ Составление эмиссионных документов (изменений в эмиссионные документы), работа с инфраструктурными площадками (НРД, ЗАО ФБ ММВБ, Банк России), полное сопровождение процедуры выпуска нового долгового инструмента, дополнительной эмиссии акций, внесения изменений в условия обращающихся выпусков облигаций
- ▶ Сопровождение регистрационных процедур в Банке России, ЗАО ФБ ММВБ
- ▶ Разработка соглашения о реструктуризации задолженности по облигациям
- ▶ Проведение общих собраний владельцев облигаций
- ▶ Иная правовая поддержка, необходимая для успешной реструктуризации займа

# ОПЫТ КОМАНДЫ **LEGAL** CAPITAL PARTNERS

## СОПРОВОЖДЕНИЕ ПРОЕКТОВ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ФИНАНСОВОГО ДОЛГА\*



\* Несколько проектов на данный момент находятся в активной стадии реализации

# LEGAL CAPITAL INVESTOR SERVICES

## — ПРЕДСТАВИТЕЛЬ ВЛАДЕЛЬЦЕВ ОБЛИГАЦИЙ

Независимый проект, созданный высокопрофессиональной командой юристов и инвестиционных банкиров, обладающих уникальным опытом на российском долговом рынке, для целей представления интересов владельцев облигаций и защиты их интересов по публичным долговым инструментам.

Наша команда работает на российском долговом рынке и рынке капитала с 2003 года и обладает уникальным опытом по успешному размещению более 150 выпусков облигаций на общую сумму свыше 20 миллиардов долларов США.

Наша команда обладает беспрецедентным опытом по реструктуризации выпусков облигаций – более 15 сделок.

90% сделок, проведенных командой, завершилось полным исполнением обязательств эмитентом перед инвесторами.

Наша команда, работая на российском долговом рынке, реализовала большое количество инновационных для рынка сделок, таких как: размещение МФИ, размещение иностранного эмитента, выпуски облигаций со встроенными опционами, выпуски облигаций с плавающей ставкой, структурированные облигации и многое другое.

Наша команда обладает обширным комплектом наград по версии информационного агентства Cbonds: Лучший агент по реструктуризации, Лучшая юридическая фирма, Лучшая команда DCM, Лучшая сделка на рынке облигаций.

Наш приоритет – это защита интересов инвесторов. Мы всегда выступаем на стороне инвесторов, в отличие от банков, для которых приоритетным клиентом остается эмитент. Сохранение и поддержание долгосрочных отношений с инвесторами имеет для нас первостепенное значение и является стратегической целью.



**СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!**

**LEGAL  
CAPITAL  
PARTNERS**



A white lighthouse with a glass-enclosed lantern room stands on a rocky island. The lighthouse has a small door at the base and a spiral staircase on the side. The island is surrounded by large, grey rocks and some sparse vegetation. The sky is a clear, light blue.

119019 МОСКВА,  
УЛИЦА ВОЗДВИЖЕНКА, ДОМ 9

ТЕЛ. +7 (495) 122-05-17

[LECAP@LECAP.RU](mailto:LECAP@LECAP.RU)

[WWW.LECAP.RU](http://WWW.LECAP.RU)

