

КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО

mail: eg@ekonomika.ru
тел. (499) 152-68-65

Структурирование сделок M&A: российские особенности

Углубление интеграции и подготовка к вступлению России в ВТО в условиях глобализации, улучшение отечественного инвестиционного климата и укрепление конкурентоспособности национальных компаний на локальном и международном уровнях ведут к закономерному развитию процессов слияний и поглощений (M&A). Основные схемы, применяемые в проектах M&A, и способы их документального оформления приобрели международный (до некоторой степени унифицированный) характер, поэтому можно говорить о национальной специфике их использования в отношении активов, находящихся в России. О том, почему отечественные компании вынуждены применять иностранные правовые порядки, пойдет речь в сегодняшнем выпуске.

Точка зрения

Основным фактором, который необходимо учитывать при структурировании таких сделок в отношении российских активов, является, с одной стороны, жесткость, с другой — фрагментарность регулирования гражданских институтов, в особенности корпоративных институтов российского права. Анализ сделок слияний и поглощений, совершенных за последние годы компанией АБ «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры», выявил проблему неразвитости национального правового регулирования на фоне зарубежной практики сделок M&A, и вынужденном в этой связи использовании хозяйствующими субъектами законодательства зарубежных юрисдикций.

Рассмотрим ряд основных сложностей, с которыми можно столкнуться при структурировании сделок M&A в России.

Выкупай и властвуй

1. Формализованность процедуры вытеснения миноритарных акционеров.

Для завершения консолидации акций и получения полного контроля над компанией-целью используются различные правовые конструкции, позволяющие крупному акционеру выкупить оставшиеся акции миноритариев. Наиболее широко распространение среди таких механизмов получил предусмотренный законодательством ряда стран¹ принудительный выкуп акций (squeeze-out), который предполагает обязательную продажу акций миноритариев без их согласия мажоритарии посредством добровольного или обязательного предложения.

Пороговым значением для такого выкупа устанавливается наличие пакета акций от 90 до 95% уставного капитала компании². Относительно недавно имело место заимствование из западного корпоративного права, когда в 2006 г. российское акционерное законодательство предоставило лицам, которым принадлежит 95% акций ОАО, право выкупить у владельцев акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в такие акции, указанные ценные бумаги.

Однако для исполнения данной процедуры, направленной, прежде всего, на защиту прав миноритариев от давления со стороны покупателей, а также на уменьшение рисков и расходов крупного акционера после приобретения контроля над компанией³, главой XI.1.1 Федерального закона от 26.12.95

№ 208-ФЗ «Об акционерных обществах»⁴ (далее — Закон об АО) предусмотрен ряд особенностей, которые необходимо учитывать при планировании и проведении сделок, связанных с принудительным выкупом акций.

В соответствии с положениями п. 1 ст. 84.7, п. 1 ст. 84.8 Закона об АО правом требовать выкупа акций⁵ обладает лицо, которое стало владельцем более 95% общего количества акций ОАО в результате добровольного или обязательного предложения, причем количество акций целевой компании, приобретенное в результате такого предложения, должно превышать 10% (абз. 2 п. 1 ст. 84.8 Закона об АО).

Таким образом, для осуществления принудительного выкупа необходимо структурировать сделку с учетом указанных требований. Как правило, технически это делается через «резервирование» части имеющегося пакета на неаффилированное лицо. Привлечение последнего является страховочной мерой, поскольку судебной практикой однозначно не определено, вправе ли аффилированное лицо мажоритария осуществить принудительный выкуп свыше 10% акций компании-цели (squeeze-out).

Договорные нюансы

2. Необходимость заключения «local agreement» (отдельного соглашения) для соблюдения требований, установленных Федеральным законом от 30.12.2008 № 312-ФЗ «О внесении изменений в часть первую Гражданского кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации»⁶.

Вступившая в силу в 2008 г. новая редакция ст. 21 Федерального закона от 08.02.98 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»⁷ (далее — Закон об ООО) содержит новеллу, согласно которой сделка, направленная на отчуждение доли или части доли в уставном капитале общества, подлежит нотариальному удостоверению, а несоблюдение нотариальной формы влечет недействительность такой сделки.

В этой связи дополнительным фактором, который необходимо учитывать при структурировании сделки M&A в отношении российского актива в форме ООО, является подготовка отдельного соглашения, касающегося доли в обществе, и его нотариального заверения, а также подчинения данного соглашения российскому праву.

Поскольку соглашение является техническим инструментом, оформляющим сделку с долей российского ООО, его часто называют «local (contribution, sale and purchase) agreement». Важно соблюдать требование нотариального удостоверения договора при структурировании сделки M&A, поскольку нотариусы (возможно, из-за относительной новизны указанной нормы) весьма формальны в своих требованиях к содержанию рассматриваемого договора.

Необходимо иметь в виду потенциальную проблему идентичности предметов договоров по иностранному праву и локального договора купли-продажи доли в ООО по российскому праву. Особое внимание следует уделить документу, который будет являться приоритетным в случае спора, а также месту рассмотрения возможных споров. Кроме того, важно определить порядок исполнения договора (осуществления платежа) — в частности, по какому договору будет производиться оплата. С целью минимизации рисков предлагаем формулировать предмет договора по иностранному праву шире, нежели российский local agreement.

«Подстелить соломки...»

3. Реализация стандартных механизмов защиты интересов акционеров: выход из бизнеса и решение тупиковых ситуаций.

Для построения дальнейшей схемы управления совместным бизнесом, а также урегулирования вопросов выхода из компании широко используются такие известные инструменты как право drag along, в рамках которого продавец акций третьему лицу вправе требовать, чтобы и другие акционеры продали этому лицу свои акции на тех же условиях, а также право tag along, согласно которому при продаже одним из акционеров пакета акций третьему лицу остальные акционеры вправе требовать выкупа продавцом и их акций на тех же условиях.

Несмотря на распространенность указанных инструментов в сделках с российскими активами на практике часто возникают препятствия, связанные с одобрением условий сделки, не исключающим необходимости последующего одобрения в связи с ее фактической реализацией (например, продажа акций на условиях уведомления о drag along). При этом методы преодоления указанных преград во многом зависят от обстоятельств сделки.

Тупиковой ситуацией (dead lock) является невозможность сторон достигнуть согласия

по важному для компании вопросу. Можно выделить ряд способов, позволяющих выйти из тупиковой ситуации:

1. применение механизмов, в результате которых акционеры остаются в совместном бизнесе (решающий голос председателя, голосование только независимыми директорами, привлечение эксперта или посредника, внутренний совет экспертов по рассмотрению споров);

2. меры, в результате которых компания прекращает существовать в качестве совместной (call (put) option⁸, shoot-out, «русская рулетка» (Russian roulette), «техасская (мексиканская) перестрелка» (Texas (Mexican) shoot-out), «голландский аукцион» (Dutch auction), справедливые закрытые торги (fairest sealed bid), сдерживающий метод (deterrent approach));

3. механизмы, в результате которых компания либо продается третьему лицу, либо прекращает существовать как субъект права (dissolution или winding up). Данный вариант не столь распространен и используется в случае, когда ни один из акционеров не заинтересован в том, чтобы другой акционер остался владельцем актива.

Существует позиция, согласно которой механизм разрешения тупиковой ситуации не прописывается заранее в соглашении акционеров, а согласовывается сторонами, когда такая ситуация возникла. На практике акционерное соглашение предусматривает сочетание разрешительных механизмов и механизмов выхода.

Одна из основных проблем прямой имплементации⁹ механизмов drag (tag) alone и способов выхода из dead lock — отсутствие судебной практики. Нормы российского законодательства, регулирующие акционерные соглашения, хоть и предоставляют определенную степень свободы в заключении соглашений, но не находят практического применения, поскольку акционеры не готовы рисковать и создавать прецедент собственным примером. По этой причине такие инструменты, как правило, подчиняются праву Англии, где практика защиты прав акционеров при нарушении акционерных соглашений давно сформировалась.

Еще одна существенная проблема связана с излишней императивностью отечественного законодательства. В случае с акционерными соглашениями императивность касается не содержания соглашения и объема предоставляемых им прав, а процедурных моментов. Так, на-

пример, соглашение может быть заключено только в отношении всех акций акционера, либо его нельзя заключить в будущий период между потенциальными акционерами и т.д.

Обобщая изложенное, можно утверждать, что в поиске четких и предсказуемых механизмов защиты участникам рынка приходится уводить сделки в иностранную юрисдикцию. В случае если применение последней невозможно в связи с императивными требованиями российского законодательства, сделки M&A структурируются с оглядкой на описанные выше и многие другие особенности.

На наш взгляд, перечисленные процессы ведут к непопулярности российской юрисдикции среди участников рынка. Ситуация требует срочного реформирования национального права и судебной системы. Основные меры при этом должны быть направлены на стимулирование свободного развития бизнеса путем отказа от излишней императивности законодательства, а также на эффективную защиту участников правоотношений путем повышения качества работы судов.

Артур Дьяченко,
Роман Барабаш,
юристы АБ «Егоров, Пугинский,
Афанасьев и партнеры»

¹ В частности, в США, Великобритании, Франции, Германии, в том числе в Директиве 2004/25/ЕС Европейского Парламента и Совета от 24 апреля 2004 г. «О сделках поглощения» (Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of April 21, 2004 on takeover bids).

² Конкретные значения устанавливаются законодательством страны, применяющей данный механизм. В частности, в Германии этот порог составляет 95%. Следует отметить, что установление порогового значения ниже 90% для активизации данного механизма целесообразно с точки зрения ограничения злоупотреблений со стороны мажоритариев, поскольку чем ниже его доля, тем больше возможностей для злоупотребления корпоративным контролем.

³ Определениями Конституционного суда РФ от 03.07.2007 № 681-О-П, 713-О-П, 714-О-П, от 23.03.2010 № 334-О-О право мажоритарного акционера на выкуп акций у миноритариев было признано соответствующим Конституции РФ.

⁴ СЗ РФ. 01.01.96. № 1. Ст. 1.

⁵ Здесь и далее имеются в виду также эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в акции.

⁶ СЗ РФ. 05.01.2009. № 1. Ст. 20.

⁷ СЗ РФ. 16.02.98. № 7. Ст. 785.

⁸ Call option — право (но не обязанность) купить в будущем определенное количество ценных бумаг по заранее определенной фиксированной цене, причем продавец, получив требование о продаже, не может от него отказаться или изменить заранее оговоренные в договоре условия; put option — аналогично, но уже право продавца, при котором продавец вправе требовать от покупателя покупки определенного количества ценных бумаг по заранее определенной фиксированной цене, причем покупатель, получив требование о покупке, не может от него отказаться или изменить заранее оговоренные в договоре условия.

⁹ Имплементация (от англ. implementation — «осуществление», «выполнение») — фактическая реализация международных обязательств на внутригосударственном уровне, а также конкретный способ включения международно-правовых норм в национальную правовую систему.