IPO в новых реалиях: взгляд юриста

Александр КУЗНЕЦОВ,
партнер VERBA LEGAL

За последние два года на российском фондовом рынке наблюдается бум первичных публичных размещений (предложений) акций эмитентами и их акционерами (далее — IPO). В частности, в 2023 году было проведено 11 IPO, а по итогам 2024 года их число может приблизиться к 20. Ажиотаж на рынке акционерного капитала принес новые вызовы для всех его участников, включая юридических консультантов. В данной статье мы хотели бы обратить внимание на несколько аспектов, касающихся роли юридического консультанта, сопровождающего сделки IPO в новых реалиях.

НЕМНОГО ИСТОРИИ

В первую очередь напомним, что до 2022 года большинство IPO сопровождалось наличием в структуре сделок иностранного элемента, в связи с чем, как правило, юридическое сопровождение сделок осуществлялось иностранными юридическими консультантами совместно с российскими юридическими консультантами, при этом последним отводилась роль так называемого специального консультанта, отвечающего за подготовку российского проспекта ценных бумаг и получение листинга акций или депозитарных расписок, удостоверяющих права на акции, на российской бирже.

Опыт 2023–2024 годов показал, что в связи с изменением ландшафта российского фондового рынка сделки IPO по объективным причинам структурируются в соответствии с российским правом. Это привело к тому, что юридические консультанты, сопровождающие такого рода сделки (российские юридические фирмы и «наследники» международных юридических фирм), приняли на себя лидирующую роль в части правового обеспечения подготовки к IPO, что подразумевает участие в работе над всей юридической документацией по сделке, включая проспект ценных бумаг, мандатные соглашения между эмитентом (акционерами эмитента) и банками-организаторами IPO, договоры об ограничении отчуждения акций в течение определенного срока после IPO (lock-up), договоры с брокерами, соглашения, оформляющие стабилизацию цены акций после начала торгов на бирже, маркетинговые материалы.

> Мы наблюдаем своего рода «реинкарнацию» российского проспекта ценных бумаг

ПРОСПЕКТ ЦЕННЫХ БУМАГ

Мы наблюдаем своего рода «реинкарнацию» российского проспекта ценных бумаг. Вслед за вступлением в силу новой формы проспекта, в которой были учтены определенные подходы, применявшиеся при подготовке иностранных проспектов и меморандумов о предложении ценных

бумаг, изменилось и общее отношение участников IPO-процесса к данному документу.

Из формального инструмента раскрытия информации, использовавшегося в основном для целей соблюдения императивных норм законодательства о недопустимости предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц без регистрации проспекта, российский проспект трансформировался в ключевой документ по сделке, который содержит подробное описание бизнеса и ключевых факторов инвестиционной привлекательности, отраслевой информации, факторов риска, связанных с приобретением ценных бумаг, а также операционных и финансовых показателей, привычных для инвестиционного сообщества.

Новое отношение к российскому проспекту потребовало и изменения подхода к работе над ним. В частности, теперь неотъемлемым элементом качественной подготовки к IPO является комплексная юридическая проверка (legal due diligence) группы эмитента, целями которой являются в первую очередь выявление правовых рисков, которые могут препятствовать выходу компании на публичных рынок, а также формирование базы для достоверного и по возможности всеобъемлющего раскрытия факторов риска, с которыми могут столкнуться инвесторы после приобретения ценных бумаг компании (последнее важно в том числе для хеджирования ответственности менеджмента и акционеров компании от рисков предъявления исков инвесторов, основанных на ненадлежащем или вводящем в заблуждение раскрытии информации в проспекте).

МАНДАТНОЕ СОГЛАШЕНИЕ

Мандатное соглашение, или соглашение об организации публичного размещения (предложения) акций, устанавливает объем услуг, которые синдикат банков-организаторов IPO оказывает эмитенту и (или) его акционерам, а также условия оплаты этих услуг.

Отличительной особенностью мандатного соглашения является наличие в нем обязательств эмитента (акционеров эмитента) о возмещении имущественных потерь, которые банки-организаторы могут понести после проведения IPO. Данные обязательства являются аналогом indemnity, свойственного мандатным соглашениям, подчиненным иностранному праву — благо отечественное законодательство содержит надлежащий правовой инструмент для такого рода обязательств: соглашение о возмещении имущественных потерь, предусмотренное статьей 406.1 Гражданского кодекса Российской Федерации. Обязательства о возмещении имущественных потерь призваны обеспечить юридическую защиту банков от исков и претензий со стороны третьих лиц (в том числе регулятора, инвесторов, биржи) в связи с IPO.

Необходимо признать, что формулировки мандатного соглашения о возмещении имущественных потерь традиционно являются ключевым (и зачастую самым чувствительным) вопросом переговоров в ходе подготовки к IPO. Несмотря на разные подходы к возмещению потерь, встречающиеся в рыночной практике, можно констатировать, что необходимость включения соответствующих положений не подвергается сомнению со стороны компаний и их акционеров.

В контексте работы над мандатным соглашением следует учесть недавние разъяснения Банка России: одновременное оказание услуг эмитенту (акционерам эмитента) по мандатному соглашению и услуг по брокерскому обслуживанию клиентов, которым предоставляется возможность участия в IPO, может при определенных обстоятельствах приводить к возникновению конфликта интересов, которым необходимо управлять.

LOCK-UP

Договор об ограничении отчуждения акций в течение определенного срока после IPO (lock-up) — как правило, этот срок составляет 180 дней после IPO — может быть элементом мандатного соглашения или оформляться как side letter.

Вне зависимости от его формы lock-up предусматривает запрет на отчуждение (включая продажу, внесение в уставный капитал, мену), проведение сделок РЕПО, предоставление в заем или в качестве залога или иного обременения в отношении акций компании. Из данного запрета могут быть определенные исключения: сделки между акционерами, продающими акции в процессе IPO, сделки с акциями в рамках программы долгосрочной мотивации менеджмента и других работников компании (ESOP), обеспечительные сделки и сделки РЕПО с участием финансовых организаций, которые приняли на себя аналогичные lock-up обязательства.

На наш взгляд, ключевым вопросом, который предстоит осмыслить российской практике IPO в контексте lock-up, является вопрос обеспечения исполнимости данного соглашения. В настоящее время условия и состав сторон lock-up обязательств (акционеры эмитента и банки-организаторы) публично не раскрываются, в связи с чем инвесторы не имеют эффективной возможности отследить выполнение данных обязательств. Представляется, что регулятор или биржа могут в обозримой перспективе дать участникам рынка рекомендации о раскрытии информации, связанной с lock-up. Однако, на наш взгляд, опубликование состава сторон lock-up обязательств может быть затруднительным ввиду сопутствующих санкционных рисков. В связи с этим одним из механизмов обеспечения выполнения lock-up обязательств могло быть стать заключение трехстороннего соглашения между акционером эмитента, банком-организатором IPO и депозитарием, который учитывает права акционера на принадлежащие ему акции, о блокировке акций на определенный срок. По условиям данного соглашения совершение операций по списанию акций со счета акционера в течение установленного срока могло бы осуществляться только при условии получения согласия банка-организатора IPO.

ПРОМЕЖУТОЧНЫЕ ВЫВОДЫ

В целом можно однозначно констатировать, что увеличение количества IPO на российском фондовом рынке привело к повышению значимости роли российского юридического консультанта на сделке. Вместе с тем потребуется еще не один год, чтобы сформировать практику применения инструментов, привычных для международных сделок IPO (включая indemnity и lock-up), в российском правовом поле. В настоящее время данные инструменты не тестировались российскими судами в контексте сделок IPO, что порождает некоторую неопределенность относительно возможности их эффективного исполнения. Представляется, что было бы полезным инициировать работу по подготовке стандартной (модельной) документации по сделкам IPO, учитывающей лучшие мировые практики, при участии ведущих игроков рынка.