Роль юристов в подготовке к IPO

Константин МИНЕЕВ,
партнер,
«Рыбалкин, Горцунян, Дякин и Партнеры»

Дмитрий ЛИСОВ,
юрист, «Рыбалкин, Горцунян, Дякин и Партнеры»

Катерина МАНОВА,
советник, «Рыбалкин, Горцунян, Дякин и Партнеры»

После недолгого перерыва первичные публичные размещения акций на бирже, или IPO, снова набирают популярность. Так, количество компаний, вышедших на биржи, стало столь существенным, что это дало повод говорить о настоящем буме IPO. При этом изменение инвесторской базы и снижение роли международных инвесторов привело к значительному повышению значимости российских площадок организованных торгов, в частности Московской биржи, далее, соответственно, российского права и, как следствие, российских юристов в подготовке к IPO.

Впрочем, несмотря на популярность и большой потенциал для отечественного рынка сделки IPO продолжают оставаться новинкой, поэтому до полной прозрачности и рутинизации процессов еще далеко, а роль экспертов, в том числе юристов, возрастает в разы. Не секрет, что подготовка и проведение IPO — это сложный процесс, требующий слаженной работы целого ряда участников. Поскольку структура IPO может быть разной, роль юристов также может отличаться в зависимости от собственной экспертизы компании, участия в процессе инвестиционных банков.

Не секрет, что подготовка и проведение IPO — это сложный процесс, требующий слаженной работы целого ряда участников

Ранее существовавшая международная инвесторская база предполагала листинг акций на одной из основных иностранных бирж — в частности, в Нью-Йорке, Лондоне, Дублине, Люксембурге. В результате инвесторы могли опираться на крайне детальный и полный проспект, который должен был составляться в соответствии с требованиями законодательств США, Великобритании, Ирландии или других стран в зависимости от места листинга предлагаемых ценных бумаг, а также требований соответствующей иностранной биржи. С учетом изменений инвесторской базы российских IPO необходимость в проспекте, составленном в соответствии с иностранным регулированием, отпала, однако не отпала потребность инвесторов в получении детализированной, полной и достоверной информации о бизнесе и перспективах эмитента, а также параметрах сделки. При этом ранее проспект, составленный в соответствии с требованиями российского права, был переполнен технической информацией об эмитенте, а описание бизнеса эмитента далеко не всегда было субстантивным.

Изменение инвесторской базы с точки зрения ее странового происхождения, перенос фокуса на российские биржи в качестве главных площадок обращения ценных бумаг российских компаний, появление новых российских фондов, инвестирующих в компании на стадии IPO, развитие базы российских ритейл-инвесторов повысили необходимость в более полном, точном и достоверном раскрытии информации об эмитенте, его результатах и бизнесе в российском правовом поле, что вынуждает эмитентов менять

подход к российскому проспекту. Так, в настоящий момент по сравнению с периодом до 2022 года в российский проспект включается все больше подробной и существенной информации о бизнесе эмитента и его финансовых результатах и перспективах, снижается количество технической информации, которую предоставляют инвесторам, увеличивается количество информации о целях предложения акций. Вместе с тем остаются проблемы, в том числе регуляторного характера, не позволяющие приблизить российский проспект акций к международным стандартам. В частности, текущие регуляторные требования к содержанию проспекта остаются довольно скудными, техническими и формальными, и нет дополнительных детальных разъяснений от регулятора или российских бирж о том, что и в каком объеме и свете они бы хотели видеть в российском проспекте. В результате, как правило, получаются ограниченные и формальные по содержанию проспекты, которые не могут выполнять роль маркетингового документа, в отличие от международных проспектов.

В связи с этим важным развитием практики становится подготовка отдельного документа, в котором изложены основные параметры предложения акций, а возможно, также данные об эмитенте и его бизнесе, — меморандума о предложении. Также важным прецедентом является подготовка меморандума в отношении особых случаев предложения акций (например, обмен акций компании Headhunter). Помимо доступа к подробной и детальной информации о предложении акций, важность развития этой практики заключается в возможности использовать ее и при осуществлении эмитентом SPO: в рамках SPO не всегда может возникать регуляторная обязанность подготовить проспект. Хотя компании, осуществляющие SPO, имеют обязанность по раскрытию информации, и считается, что инвесторы имеют достаточное количество информации для принятия инвестиционного решения, полагаем, что консолидация информации о сути предложения, обновленная информация о рисках и иных существенных условий SPO сделки, а также о бизнесе и финансовых результатах эмитента в одном документе может создать дополнительную ценность для инвесторов и, как следствие, компании.

Написание как проспекта акций, наполненного существенной информацией, так и меморандума о предложении повышает значимость российских юристов в процессе подготовки к IPO.

Другим важным направлением, в котором юристы могут помочь компании в подготовке к IPO, является работа над транзакционной документацией. В текущих реалиях транзакционная документация, которая ранее была подчинена преимущественно иностранному праву, подчинена российскому праву. В связи с этим для российских юристов открываются новые возможности использования опыта работы над международными сделками для применения в России — соглашения о стабилизации, мандатное соглашение и соглашение об имущественных потерях (т. н. indemnity) в рамках него, соглашения об ограничении на сделки эмитента и его акционеров с бумагами эмитента на определенный период (т. н. lock-up). В такой конфигурации IPO, когда есть ряд соглашений между эмитентом (или продающим акционером) и банками-организаторами в связи со сделкой, может возникать конфликт интересов юридического консультанта, если такой консультант — единственный на сделке. При этом такой конфликт интересов может быть эффективно решен вовлечением отдельных юридических консультантов на стороне эмитента и на стороне банков-организаторов.

Еще одной функцией юристов в подготовке к IPO является осуществление юридической проверки не только эмитента, но и группы эмитента, ее подготовка к IPO. Помимо довольно стандартных процедур осуществления реструктуризации группы компаний или реорганизации эмитента, необходимо также осуществлять подготовку к сделке дочерних компаний эмитента, имеющих для него существенное значение, — наличие миноритарных акционеров, недостаточная консолидация владения дочерними компаниями и недостаточное управление дочерними компаниями могут стать большой неприятностью для эмитента и его будущих акционеров. Для этого важно качественно осуществлять процедуру юридического Due Diligence перед сделкой, а также работу по юридическому контролю за дочерними компаниями.

В целом, проведение юридического Due Diligence при подготовке к IPO является важной частью процесса подготовки к сделке, которая, впрочем, не всегда реализуется. При этом мы убеждены в том, что потребность в осуществлении такой процедуры будет возникать не только у эмитентов, но и у инвесторов. Подтверждением качественного проведения юридического Due Diligence может стать аналог распространенного в США 10b-5 Letter от юридического консультанта, которое повысило бы надежность и уверенность инвесторов в сделке. В этом инструменте внешний и независимый юридический консультант сообщает, что, по его мнению, в проспекте ценных бумаг не содержится информации,

Написание как проспекта акций, наполненного существенной информацией, так и меморандума о предложении повышает значимость российских юристов в процессе подготовки к IPO

которая в существенной степени была бы неверной или некорректной. При этом, в отличие от международных сделок IPO, российские сделки в текущий момент не включают андеррайтинг, в первую очередь по причине отсутствия регулирования андеррайтинга в российском праве, а 10b-5 Letter или его аналог работает именно как элемент андеррайтинга. Это как раз тот случай, когда перенять международные практики было бы полезно.

Помимо подготовки к классическим IPO, у компаний может возникать потребность в осуществлении re-IPO, связанных с редомициляцией. В таких случаях команда эмитента вместе с внешними юристами проводит сделку, как правило, без вовлечения инвестиционного банка. Такая ситуация выглядит возможной, если команда эмитента уже знакома с проектами на рынках капитала. Зачастую речь идет об опыте работы на иностранных и российских рынках депозитарных расписок или евробондов. Значимость внешних юридических консультантов в данном случае существенно повышается, так как обычно сделки re-IPO предполагают решение большого количества кросс-юрисдикционных правовых вопросов, а также вопросов смежных практик — вопросов коммерческого права (вопросы индустрий при переезде из одной юрисдикции в другую), корпоративного структурирования, регуляторных вопросов, иногда вопросов санкционного регулирования. В таком случае на юристах также лежит часть организационных функций, которые обычно выполняют банки-организаторы. В частности, это может быть координация сделки с биржей и регулятором, получение листинга акций, работа с IR-функцией (юристы с опытом могут помочь проконсультировать IR по вопросами корректного изложения в документации необходимой для IR информации), функция прогнозирования лучшего момента для IPO с точки зрения юридической и регуляторной конъюнктуры, структурирование сделки под специфику группы с учетом редомициляции эмитента. А все эти факторы, безусловно, влияют на рынок и, как следствие, на успех re-IPO.

Отдельно хотелось бы сказать о том, что IPO может предшествовать сделка pre-IPO, популярность которых также набирает оборот. Сделки pre-IPO можно осуществлять через инвестиционные платформы, классические сделки слияний и поглощений (M&A) или структурные продукты (например, в оболочке структурных облигаций). Однако при осуществлении такой сделки важно иметь в виду и последствия ее совершения — возможность заключения и корректной настройки условий корпоративного договора с учетом возможного будущего публичного статуса, необходимо корректно детализировать условия таких условий и понимать все многообразие путей осуществления IPO или квази-IPO сделки для точного срабатывания условий таких соглашений, с чем также могут помочь юристы с опытом сопровождения сделок IPO. При этом и обратное влияние сделок pre-IPO на сделку IPO будет иметь значение. По мере развития рынка pre-IPO условия сделок, заключенных на этой стадии, могут оказать влияние на характер IPO сделки, что также увеличит значимость юристов.