Некоторые проблемы подготовки и проведения IPO (реструктуризация бизнеса и структурирование IPO), возникающие в российской правовой системе

Роман БЕЛЕНКОВ,
партнер,
«Линия права»

Роман Беленков — партнер «Линии права». Курирует работу по координации и правовому сопровождению проектов по предложению акций (в том числе IPO) российских компаний в РФ и за рубежом. Консультирует по вопросам реорганизации и реструктуризации компаний, корпоративному праву и корпоративному управлению, антимонопольному регулированию, сделкам M&A, squeeze out, приватизации. Рекомендован изданием Chambers Global 2007.

Александр КУДРИН,
юрист,
«Линия права»

Александр Кудрин — юрист «Линии права». Специализируется в таких областях, как корпоративное право, корпоративное управление, реорганизация и реструктуризация, антимонопольное регулирование, предложение акций (в том числе IPO). Принимал участие в проектах по реструктуризации и предложению акций ряда крупных российских компаний.

Привлечение капитала российскими компаниями в ходе первичного публичного предложения акций (IPO) по своему юридическому содержанию представляет собой сложный комплекс мероприятий (этапов). При этом при подготовке IPO большое значение имеет как структурирование собственно процесса размещения акций инвесторам, так и подготовительные мероприятия, в частности, формирование необходимой корпоративной структуры бизнеса.

Нашей задачей не является всестороннее освещение юридических проблем реструктуризации бизнеса и структурирования IPO. В настоящей статье мы постараемся кратко обозначить только некоторые наиболее, на наш взгляд, актуальные вопросы, прямые ответы на которые нельзя найти в действующем законодательстве и разъяснениях правоприменительных органов, адресованных неопределенному кругу лиц, но которые должны учитываться юридическими консультантами при подготовке и сопровождении сделки IPO. Также в настоящей статье мы остановились на некоторых из тех вопросов, которые не являются проблемными или спорными, но которые должны учитываться при планировании мероприятий в рамках подготовки и проведения IPO.

На этапе реструктуризации перед компанией и консультантами стоит задача сформировать понятную для инвесторов структуру владения бизнесом, обеспечивающую прозрачность системы управления и распределения денежных потоков. Часто в ходе реструктуризации должны быть совершены значительные сделки (операции), связанные с переходом

контроля над юридическими лицами, объединением или разделением компаний, формированием их органов управления, а также сделки непосредственно с активами.

Таким образом, очевидно, что одним из основных вопросов реструктуризации является необходимость соблюдения при совершении соответствующих действий требований законодательства о защите конкуренции.

Прежде всего, хотелось бы обратить внимание на то, что обычно соответствующие мероприятия требуют согласования с Федеральной антимонопольной службой (ФАС), несмотря на то что при подготовке IPO эти мероприятия, как правило, проводятся в рамках одной группы лиц.[1)]

Закон о конкуренции дает возможность осуществлять действия, требующие предварительного согласования, в уведомительном порядке, если эти действия совершаются «внутри» одной группы лиц, однако в рамках специальной процедуры, установленной ст. 31 Закона о конкуренции.

В частности, ст. 31 Закона о конкуренции устанавливает, что действия, требующие согласования ФАС, могут осуществляться в уведомительном порядке при одновременном соблюдении следующих условий:

- сделки, иные действия, требующие согласования, осуществляются лицами, входящими в одну группу лиц;
- перечень лиц, входящих в одну группу, с указанием оснований, по которым такие лица входят в эту группу, был представлен любым входящим в эту группу лицом (заявителем) в ФАС в утвержденной ФАС форме не позднее чем за один месяц до осуществления сделок, иных действий;
- перечень лиц, входящих в эту группу, на момент осуществления сделок, иных действий не изменился по сравнению с представленным в ФАС перечнем таких лиц.

Таким образом, чтобы избежать предварительного согласования с ФАС каждого действия, попадающего в сферу регулирования Закона о конкуренции, совершаемого с участием членов одной группы лиц, необходимо направить в ФАС перечень участников соответствующей группы лиц по утвержденной форме и дождаться опубликования этого перечня на сайте ФАС и истечения месячного срока с момента такого опубликования.

При этом в течение всего этого срока перечень лиц, входящих в группу, не должен измениться.

В этой связи хотелось бы обратить внимание на то, что при формальном толковании Закона о конкуренции «ценность» ст. 31 значительно снижается, поскольку применение уведомительного порядка проведения реструктуризации, сопряженной со значительным количеством разного рода операций, каждая из которых требует согласования с ФАС, даже если они происходят «внутри» одной группы лиц, существенно ограничивается.

Поскольку условием применения уведомительного порядка является неизменность состава группы по сравнению с составом, направленным в ФАС, то прекращение какого-либо юридического лица, входящего в состав группы (в результате ликвидации или реорганизации, осуществленной «внутри» группы), появление новых юридических лиц, изменение состава органов управления юридических лиц при формальном подходе означает, что состав группы лиц изменился.

Приведенные варианты толкования представляются нам совсем не соответствующими целям, которые преследовал законодатель, устанавливая возможность совершения действий «внутри» группы лиц в уведомительном порядке (как мы понимаем, такой целью была минимизация неоправданного вмешательства государства в экономику и снятие административных барьеров в этой сфере).

Применительно к вопросам соблюдения требований антимонопольного законодательства также хотелось бы обратить внимание на то, что с формальной точки зрения Закон о конкуренции зачастую требует согласования с ФАС различного рода действий, которые по своему содержанию вряд ли могут повлиять на ограничение конкуренции и степень экономической концентрации.

[1)] Понятие группы лиц является формально-юридическим. Критерии признания нескольких лиц группой установлены в ст. 9 Федерального закона от 26.07.2006 № 135-ФЗ (далее — «Закон о конкуренции»).

К действиям, требующим согласования с ФАС, относятся в том числе приобретение более 25 (50, 75) процентов акций акционерного общества или более 1/3 (1/2, 2/3) долей в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью, приобретение более 20% основных производственных средств и нематериальных активов юридического лица, приобретение прав, позволяющих осуществлять полномочия единоличного исполнительного органа юридического лица, и т.д.

Указанные действия требуют предварительного согласования с ФАС, если суммарная стоимость активов по последним балансам групп лиц приобретателя и лица, в отношении которого приобретается контроль, превышает 3 млрд руб. (или если их суммарная выручка превышает 6 млрд руб.), и при этом стоимость активов лица, в отношении которого приобретается контроль (или группы, в которое это лицо входит), превышает 150 млн руб.

В этой связи хотелось бы обратить внимание, что при определении балансовой стоимости активов лица, контроль над которым приобретается, также учитывается балансовая стоимость активов группы лиц, в которую входит это лицо на момент приобретения. Это означает, что даже если речь идет о приобретении контроля над компанией, владеющей незначительными по размеру активами (с балансовой стоимостью менее 150 млн руб.) или приобретении более 20% основных производственных средств и нематериальных активов такой компании, получение предварительного согласования ФАС все равно необходимо, если суммарный размер активов группы лиц, в которую входит эта компания и группы лиц приобретателя, превышает 3 млрд руб. или если суммарная выручка этих групп лиц превышает 6 млрд руб.

Наконец, третьим вопросом, на который хотелось бы обратить внимание применительно к соблюдению требований антимонопольного законодательства в ходе реструктуризации бизнеса, является вопрос о полноте раскрытия группы лиц.

Данный вопрос возникает как при обращении в ФАС с ходатайствами о совершении каких-либо действий, так и при опубликовании перечня участников группы на основании ст. 31 Закона о конкуренции. В первом случае, если группа лиц будет раскрыта недостаточно полно, ФАС может запросить дополнительную информацию, приостановив рассмотрение соответствующего ходатайства, во втором — отказать в опубликовании перечня участников группы лиц.

Одной из распространенных проблем является раскрытие в составе группы так называемых «бенефициаров» («собственников» бизнеса) и указание оснований, в силу которых они могут быть включены в соответствующую группу лиц.

Первая проблема, очевидно, может быть связана с конфиденциальностью информации о принадлежности бизнеса. Что касается вопроса об основаниях раскрытия в составе группы «бенефициаров», то он связан с тем, что в структуре владения бизнесом часто есть «иностранный элемент», который предполагает наличие правовых институтов и конструкций, неизвестных российскому праву (во всяком случае, не учитываемых в стандартных формах, которые должны применяться при раскрытии группы).

Поэтому основание признания «бенефициара» участником группы должно анализироваться применительно к каждой конкретной ситуации с учетом имеющейся структуры владения бизнесом.

Еще одним аспектом полноты раскрытия группы является вопрос о раскрытии в составе группы иностранных «номинальных» директоров, широко распространенных в структуре владения российскими компаниями.

С формальной точки зрения, такие лица должны включаться в состав группы лиц. С учетом ограниченности количества «номинальных» директоров в соответствующих юрисдикциях, может оказаться, что группу лиц будут образовывать бизнес-структуры, между собой абсолютно никак не связанные. Однако, по сути, вряд ли можно признать, что подобные директора оказывают какое-либо влияние на деятельность группы, поскольку фактически никаких управленческих решений не принимают.

Вторым блоком вопросов, на котором хотелось бы остановиться, рассматривая этап реструктуризации бизнеса, являются вопросы, которые связаны с вступлением в силу

Федерального закона от 29.04.2008 № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства».

Здесь нам хотелось бы обратить внимание также на несколько моментов.

Во-первых, следует учитывать, что перечень видов деятельности, осуществление которых Законом № 57-ФЗ отнесено к стратегическим, достаточно обширный, при этом указанный закон использует для описания этих видов деятельности собственные формулировки, которые могут отличаться от описания видов деятельности в других нормативных и иных актах (законодательство о лицензировании, различного рода классификаторы и т.п.).

Поэтому для того чтобы понять, осуществляет ли какая-либо компания вид деятельности, перечисленный в ст. 6 Закона № 57-ФЗ, то есть попадает ли компания под действие этого закона, зачастую бывает недостаточно простого анализа имеющихся у компании лицензий. Этот вопрос нуждается в достаточно тщательном исследовании, в первую очередь — специалистами самой компании из соответствующих подразделений.

Также хотелось бы отметить, что согласования в порядке, предусмотренном Законом № 57-ФЗ, требует не только приобретение непосредственно акций (долей в уставном капитале) общества, осуществляющего стратегические виды деятельности, но и приобретение косвенного контроля над таким обществом (подп. 1 п. 1 ст. 7 Закона № 57-ФЗ).

В большинстве случаев этап реструктуризации бизнеса связан с необходимостью реорганизации юридических лиц, а также консолидацией владения акциями (долями в уставных капиталах) компаний холдинга.

Многие возникающие при реорганизации проблемы имеют преимущественно технический характер (необходимость выжидать тридцатидневный срок с момента публикации сообщения о реорганизации перед обращением в органы, осуществляющие государственную регистрацию, необходимость личного присутствия директоров при подаче документов на регистрацию и реорганизацию и т.п.).

Конечно, применительно к реорганизации можно назвать и некоторые сугубо юридические проблемы, но они достаточно традиционны и в большинстве случаев не вызывают сложностей как у юристов компании, так и у привлеченных консультантов, в том числе потому что по ним сформировалась правоприменительная практика.

Мы же хотели бы остановиться на достаточно новых для отечественного законодательства правовых нормах, регулирующих консолидацию контроля над акционерными обществами.

Речь идет о положениях главы 11 ФЗ «Об акционерных обществах», которая устанавливает последствия приобретения крупных пакетов голосующих акций, а также процедуру выкупа всех голосующих акций при приобретении более 95% голосующих акций.

Первым вопросом, на который хочется обратить внимание, является вопрос о том, что считать голосующими акциями в тех случаях, когда обществом размещены привилегированные акции, которые могут стать голосующими в случаях, предусмотренных в ФЗ «Об акционерных обществах».

В соответствующих нормах ФЗ «Об акционерных обществах» (ст. 84.2, ст. 84.8) говорится об обыкновенных акциях и привилегированных акциях, предоставляющих право голоса в соответствии с п. 5 ст. 32 ФЗ «Об акционерных обществах», где установлено, что акционеры – владельцы привилегированных акций определенного типа, размер дивиденда по которым определен в уставе общества, за исключением акционеров – владельцев кумулятивных привилегированных акций, имеют право участвовать в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции, начиная с собрания, следующего за годовым общим собранием акционеров, на котором независимо от причин не было принято решение о выплате дивидендов или было принято решение о неполной выплате дивидендов по привилегированным акциям этого типа.

Очевидно, что приведенные положения ФЗ «Об акционерных обществах» не позволяют однозначно ответить на ряд вопросов, важных при применении главы 11.

В частности, при применении главы 11 ФЗ «Об акционерных обществах» голосующими

можно считать все привилегированные акции, которые потенциально могут стать голосующими в соответствии со ст. 32 ФЗ «Об акционерных обществах» (то есть независимо от того, выплачены по ним предусмотренные уставом дивиденды или нет), либо только те привилегированные акции, которые уже реально предоставляют право голоса.

Также неоднозначным является вопрос о том, распространяются ли правила главы 11 ФЗ «Об акционерных обществах» об обязательном предложении на случаи приобретения косвенного контроля над акционерным обществом, то есть на приобретение участия в уставном капитале юридического лица, которому принадлежат акции общества-цели.

Что касается принудительного выкупа (приобретения акций мажоритарным акционером у миноритарных по требованию самого мажоритарного акционера), то важно иметь в виду, что обязательным условием возникновения права на принудительный выкуп является не просто приобретение более 95% голосующих акций, а приобретение не менее 10% на основании добровольного или обязательного предложения. Смыслом такого ограничения является обеспечение интересов миноритарных акционеров поглощаемого общества (гарантии справедливой цены выкупа).

При этом необходимо напомнить, что исключение из этого правила (о приобретении не менее 10% на основании добровольного или обязательного предложения) действовало только в «переходный период» — до 01.08.2008.

Завершая рассмотрение вопросов, возникающих на этапе реструктуризации бизнеса перед проведением IPO, хотелось бы также обратить внимание, что для компаний, осуществляющих отдельные виды деятельности (кредитные и страховые организации, компании, осуществляющие деятельность в сфере электроэнергетики и т.д.), могут быть установлены особенности правового положения (в том числе связанные с необходимостью получения различного рода дополнительных разрешений и согласований), которые должны учитываться при проведении реструктуризации.

Освещение правовых проблем непосредственно IPO, возникающих в российской части сделки (в правоотношениях, регулируемых российским правом), правильнее будет начать с краткого описания возможной структуры сделки IPO в целом.

Под IPO в целях настоящей статьи мы будем понимать размещение (предложение) акций широкому кругу инвесторов, в результате которого компания-эмитент акций становится публичной.

Проведение IPO может сопровождаться или не сопровождаться эмиссией дополнительных акций российского эмитента. Проведение IPO российских компаний на зарубежных площадках осуществляется в рамках так называемой депозитарной программы, суть которой сводится к тому, что эмитентом финансовых инструментов, удостоверяющих права на акции российского эмитента (ADR, GDR), выступает специальный банк-депозитарий, который учитывает все участвующие в депозитарной программе акции российского эмитента и, с точки зрения российского права, является их владельцем.

Следует обратить внимание, что размещение (как и обращение) ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации может осуществляться только с разрешения ФСФР. При этом данное правило распространяется и на случаи размещения ценных бумаг иностранных эмитентов, удостоверяющих права в отношении ценных бумаг российских эмитентов (ч. 7 — ч. 13 ст. 16 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», Положение о порядке выдачи Федеральной службой по финансовым рынкам разрешения на размещение и (или) обращение эмиссионных ценных бумаг российских эмитентов за пределами Российской Федерации, утв. Приказом ФСФР от 12.01.2006 № 06-5/пз-н).

Выбор той или иной структуры IPO определяется финансовыми, маркетинговыми, налоговыми, организационными и тому подобными аспектами сделки IPO, но далеко не последнюю роль здесь играют и юридические факторы.

Например, от того, используются ли в сделке IPO существующие акции или акции дополнительного выпуска, зависит не только то, кто фактически получит привлеченные средства инвесторов (эмитент или его акционеры),

но и распределение рисков, связанных с регистрацией отчета об итогах дополнительного выпуска (стоит, однако, отметить, что подобные риски сами по себе невелики).

На некоторых проблемах юридического характера, возникающих на этапе структурирования и реализации сделки IPO, мы хотели бы остановиться более подробно.

Использование депозитарной программы при размещении акций российских эмитентов за рубежом неизбежно приводит к возникновению ряда вопросов относительно статуса банка-депозитария с точки зрения российского права.

Очевидно, что в российской правовой системе такой банк формально выглядит как собственник акций, а с точки зрения главы 11 ФЗ «Об акционерных обществах», которая связывает приобретение более 30% голосующих акций общества с возникновением обязанности по направлению обязательного предложения, банк-депозитарий должен направить такое предложение. Однако подобное толкование является формальным и не учитывает реального содержания складывающихся отношений, которое делает возможным и другое понимание статуса банка-депозитария.

Нужно отметить, что проблема применения норм главы 11 ФЗ «Об акционерных обществах» является менее актуальной, поскольку действующее законодательство ограничивает размещение акций российских эмитентов на иностранных биржах (в том числе через депозитарные программы), и количество акций, которые могут участвовать в депозитарной программе, не может составлять более 30%. При этом финансовый регулятор (ФСФР) идет по пути уменьшения этого лимита на практике.

Продолжая рассмотрение правовых проблем проведения IPO, заметим, что если речь идет о приобретении акций обществ, попадающих под действие упомянутого Закона № 57-ФЗ, иностранными инвесторами, то предельное количество акций, в отношении которых может быть выдано разрешение ФСФР, о котором говорилось выше, составляет 25% (5% для обществ, осуществляющих использование участков недр федерального значения).

В этой связи необходимо обратить внимание, что указанные предельные значения при буквальном прочтении упомянутого Положения о порядке выдачи разрешений ФСФР, в отличие от Закона 57-ФЗ, не распространяются на случаи приобретения косвенного контроля, то есть если в депозитарной программе участвуют акции общества, которое владеет акциями (долями в уставном капитале) стратегического общества, то лимит при формальном подходе составляет не 25% и 5%, а 30% (тем не менее, риск существования у правоприменительных органов иной точки зрения по этому вопросу существует).

В ряде случаев при структурировании сделки необходимо учитывать, что размещение акций, с точки зрения российского законодательства, может являться сделкой, в совершении которой имеется заинтересованность (это бывает особенно актуально при необходимости одобрения андеррайтингового соглашения, в котором участвуют акционеры компании, а также договора на размещение акций). Как правило, в этом случае сделка должна одобряться решением общего собрания большинством голосов всех акционеров, не заинтересованных в совершении сделки.

Необходимость одобрения сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, не распространяется на сделки, в которых заинтересованы все акционеры. То есть проблемы с одобрением сделок по размещению акций не возникает, если акции компании-эмитента консолидированы у одного лица (группы лиц).

Если же у такой компании имеются акционеры, не аффилированные с мажоритарным акционером, то фактически одобрение сделки по размещению акций будет зависеть от такого акционера. Либо может сложиться ситуация, когда решение об одобрении сделки фактически не будет принято. Соответствующее решение должно приниматься, напомним, большинством голосов всех акционеров, не заинтересованных в совершении сделки.

Также стоит обратить внимание, что необходимость одобрения сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, определяется на момент совершения сделки. То есть если какое-то время все акционеры общества были заинтересованы в совершении сделки, но к моменту ее фактического совершения у общества появляется хотя бы один незаинтересованный акционер, то совершение этой сделки без

соответствующего одобрения будет противоречить законодательству. При этом нужно учитывать требования к порядку подготовки и созыва общего собрания акционеров — уведомление о проведении внеочередного общего собрания должно быть сделано по общему правилу за двадцать дней до его проведения.

Еще одним важным юридическим аспектом эмиссии акций российского эмитента является определение способа размещения акций (открытая или закрытая подписка).

Способ размещения акций может существенно отразиться на сроках и структуре размещения акций. При открытой подписке все акционеры общества имеют преимущественное право приобретения размещаемых акций независимо от того, участвовали ли они в голосовании по вопросу об увеличении уставного капитала, и если участвовали, то как именно голосовали. В случае с закрытой подпиской, если все акционеры участвовали в голосовании и единогласно проголосовали за увеличение уставного капитала, то преимущественного права приобретения акций не возникает.

В то же время, открытая подписка дает ряд преимуществ, главным из которых является возможность разместить акции любому лицу, при этом Стандарты эмиссии позволяют предусмотреть в эмиссионных документах возможность определения эмитентом лица, которому будут размещаться акции, по своему усмотрению.

Наконец, в завершение краткого обзора некоторых правовых проблем, возникающих при подготовке и проведении IPO, необходимо обратиться к проблеме, связанной с наличием в сделке IPO «иностранного элемента», который, как правило, является ключевым для IPO.

Сделка IPO фактически состоит из нескольких сделок в узком смысле, заключаемых между эмитентом, акционерами эмитента (при использовании соответствующей структуры), банком-депозитарием, организатором IPO, андеррайтером. При этом многие из этих сделок подчинены иностранному праву.

В то же время, эмитент, принимая на себя права и обязанности по подобным сделкам, должен принимать во внимание императивные требования российского законодательства, которые действуют независимо от того, какому праву подчинены соответствующие соглашения. В частности, если речь идет об обязательстве эмитента (акционера или дочернего общества эмитента) возместить убытки андеррайтера, возникшие в связи с предъявлением инвесторами каких-либо требований (indemnity), необходимо учитывать требования российского законодательства относительно порядка совершения крупных сделок и сделок с заинтересованностью несмотря на то, что институт indemnity неизвестен российской правовой системе, и вопрос о том, имеется ли необходимость одобрения подобного соглашения в качестве крупной сделки, неоднозначен.

В качестве обобщения можно отметить, что при подготовке и проведении IPO юридическим консультантам приходится решать множество непростых юридических вопросов, принимая при этом во внимание то, что на многие из них невозможно дать однозначный ответ. При этом на стадии структурирования сделки IPO консультантам важно понимать структуру и содержание всей сделки в целом, а не только той ее части, которая осуществляется в России в соответствии с российским правом.

Также хотелось бы еще раз обратить внимание, что целью настоящей статьи не являлось всестороннее освещение юридических аспектов подготовки и проведения IPO. Мы осветили только некоторые вопросы применения российского права или проблемы, которые кажутся нам наиболее примечательными с юридической точки зрения.