

# Обзор VIII Ежегодного национального форума «Слияния и поглощения в России»

05.03.2012

НОВОСТИ КОМПАНИЙ

22 февраля 2012 года в Москве прошел VIII Ежегодный национальный форум «Слияния и Поглощения в России». Мероприятие было организовано журналом «Слияния и поглощения» и посвящено анализу состояния рынка M&A в России: его законодательному и макроэкономическому аспектам, вопросам активности рынка и инвестиционного климата в России, проблемам применения M&A технологий, а также корпоративным спорам и, отчасти, корпоративным конфликтам в 2011-2012 годах.

Данный форум в Москве проходит регулярно, он призван характеризовать рынок в целом, поэтому неизбежно, на таких площадках докладчики дают оценки тем или иным институтам, которые уже неоднократно обсуждались в течение всего года, однако, даже на таком «общем», обзорном мероприятии время от времени возникают темы, которые интересны не только для слушателя случайного, но и для завсегдатая таких собраний. Поэтому, несмотря на разгар рабочего сезона, «усталость» русских юристов от извечных тем и классических схем M&A, и, казалось бы, стремление многих юридических фирм поискать новые поля для деятельности, в связи с тем, что рынок M&A в последние годы перестал приносить «тучные прибыли», в кулуарах сплошь люди на рынке хорошо известные — Сергей Войтишкин, Алан Карташкин, Владимир Елизаров, Андрей Глушецкий.

Если кратко охарактеризовать общее мнение участников форума о рынке M&A в 2011 году, то несмотря на некоторую вариативность ответов, в целом всеми было отмечено, что «позитивный толчок», данный «раскачкой» рынка M&A в первом полугодии 2011 года имел свои положительные плоды, следствием которых было совершение ряда успешных сделок

(присоединение ОАО «РТС» к ММВБ, ОАО «Сильвинит» к ОАО «Уралкалий», IPO Yandex, инвестиционная активность в нефтегазовом секторе). Второе полугодие 2011 года имело свои проблемы и ряд крупных IPO и SPO были отложены, однако не смотря на это, многие сделки были доведены до логического конца, что само по себе дало основания всем участникам рынка не поддаваться панике, а «продолжать поступательно работать в том же направлении». Обсуждение двух тенденций стало лейтмотивом многих выступлений на форуме:

## **I. Концентрация в различных секторах экономики (банки, телекоммуникации, нефтегазовый сектор) и стремление рынка к транспарентности, большему раскрытию информации.**

### **A. Тема концентрации**

Если говорить, о юридическом аспекте консолидации различных секторов экономики, то здесь выделялись доклады представителей регуляторов Михаила Сухова, Заместитель Председателя, член Совета директоров, Банк России и Сергея Максимова, Зам. Начальника правового управления ФАС России.

М.Суховым было отмечено, что концентрация банковского сектора — тренд последних 10 лет, сохранившийся в прошедшем 2011 года и текущем 2012. Косвенным результатом такой концентрации и повышения требований к размеру собственного капитала кредитных организаций, по мнению представителя ЦБ РФ, будет то, что банки будут вынуждены либо выходить на рынки капитала либо приходить к реструктуризации собственных активов, де-факто, будут вынуждены реструктуризируя активы, продавать лучшие, а не худшие из них. Не исключено, что ряд банков переведут часть своих активов в небанковский сектор (вероятно в ПИФы).

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]В целях обеспечения интересов клиентов кредитных учреждений национальные регуляторы уделяют особое внимание к размеру собственных средств банковских институтов. В соответствии со ст. 11.2 Федерального закона «О

банковской деятельности» от 2 декабря 1990 года № 395-1 (в деств. ред.) минимальный размер собственных средств (капитала) устанавливается для банка в сумме 300 миллионов рублей. Банк, имевший на 1 января 2007 года собственные средства (капитал) менее 180 миллионов рублей, вправе продолжать свою деятельность при условии, если размер его собственных средств (капитала) не будет уменьшаться по сравнению с уровнем, достигнутым на 1 января 2007 года. Размер собственных средств указанных выше банков, с 1 января 2010 года должен быть не менее 90 миллионов рублей, с 1 января 2012 года — не менее 180 миллионов рублей, с 1 января 2015 года — не менее 300 миллионов рублей. Прямым следствием указанного регулирования является сегментирование рынка на банки, которые могут осуществлять публичную банковскую деятельность и кэптивные банки, которые с течением времени должны так или иначе либо пытаться перейти в первую категорию, либо присоединиться к более крупным банковским институтам, либо изменить свой статус на небанковскую организацию, либо, прекратить свое существование по иным основаниям (банкротство, отзыв лицензий).

[/sws\_blue\_box]

В развитие темы консолидации, докладчиком, была затронута тема малых банков. Согласно представленным на форуме данным 296 существующих в настоящее время банков располагает капиталом менее 300 млн. рублей – планка к которой нужно приблизится к 2015 года. Для них характерна более низкая рентабельность на капитал, соответственно, они менее эффективны. По мнению ЦБ РФ, вероятно, следует повышать планку и далее (*чтобы в отрасли остались наиболее надежные и рентабельные институты –L.i.*).

Отдельное внимание в докладе представителя регулятора было уделено теме **участия иностранного капитала в банковском секторе**. В контексте достаточно широко обсуждаемой в прессе темы вывода денег иностранными инвесторами из российской экономики, было отмечено, что, несмотря на то, что снижение доли иностранного капитала есть, оно не является существенным с 28,1 % (начало 2011) до 27,7% (начало 2012). Это падение связано не только с выходом реальных иностранцев с рынка, а с совершением значительной сделки на внутреннем рынке — приобретением группой ВТБ Банка Москвы,

объем же реального иностранного участия («чистые нерезиденты, контролируемые нерезидентами же») изменился не значительно 20,6 % (начала 2011) до 20,4 % (начало 2012). Заметно выросло только количество банков, которые контролируются российскими резидентами через иностранных нерезидентов – с 18 до 22 штук. Вероятно, по мнению М.Сухова, это подготовка к последующей продаже.

В связи с темой участия иностранного капитала в банковском секторе, главным редактором журнала «Слияния и Поглощения» А.Смирновым, был задан вопрос, о том, **как ЦБ РФ оценивает результаты ограничений допуска иностранных инвесторов в банковский сектор РФ, особенно в свете вступления России в ВТО**. Также был задан вопрос о том, не считает ли ЦБ РФ ошибкой такую «закрытость» от иностранного капитала, отсутствие которой привело в странах Восточной Европы к активному инвестированию западного капитала в банковский сектор.

По мнению М. Сухова, сравнение России и Восточной Европы по указанному показателю должно производиться с существенной оговоркой. Емкость рынка для банковского сектора в странах Восточной Европы достаточно невелика – в отдельных странах не превышает пределов от одного до нескольких десятков миллионов человек, соответственно базово не во всех из указанных стран были предпосылки для формирования национальных банковских институтов, просто в силу экономико-географического фактора. В России существовали базово посылки для образования национальных банковских институтов (большое количество розничных клиентов, большая филиальная сеть и т.п.). Кроме того, существовали фактические предпосылки для такой ситуации в странах Восточной Европы — быстрая приватизация банковского сектора привела к высокой роли иностранного капитала в нем (*так как своего капитала в странах тогда не было –L.i.*). В России национальные крупные банковские институты в существенной степени контролируются государственным капиталом, но сейчас они уже в существенной степени контролируются частным капиталом, с известными перспективами роста доли иностранного капитала. Это процесс, по мнению представителя ЦБ РФ объективный и со вступлением в ВТО пока ничего (с точки зрения

объемов вливаний иностранного капитала) не изменилось. Условия вступления в ВТО России предполагают наличие нескольких ограничений: (а) невозможность создания филиалов иностранных банков в России. Это предложение зафиксировано и принято нашими партнерами, (б) возможность России установить квоту участия иностранного капитала, если его реальная доля участия превысит 50 %.

На сегодняшний день каких-то экономических условий для возникновения ситуации для введения указанной квоты нет (доля иностранного капитала чуть больше 20 %). Имеющаяся доля иностранного капитала в уставном капитале российских банков – та, которую выработал сам рынок естественным образом, поэтому, условия вступления в ВТО имеют под собой реальную экономическую основу, по мнению докладчика.

В связи с темой **концентрации рынков как среды для M&A сделок** невозможно было «пройти мимо» вступившего в силу **«III антимонопольного пакета»**, так как сфера концентрации в отдельных отраслях напрямую регулируется данным законодательством. Свои комментарии к произошедшим изменениям в законодательстве о конкуренции на форуме дал С.Максимов, Зам. Начальника правового управления ФАС России.

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]«III антимонопольным пакетом» принято называть два основных федеральных закона:

Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «О защите конкуренции» и отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 6 декабря 11 года № 401-ФЗ, вступивший в силу 6 января 2012 года;

Федеральный закон «О внесении изменений в Кодекс Российской Федерации об административных нарушениях» от 6 декабря 2011 года № 404-ФЗ, вступивший в силу 7 января 2012 года.

Сам по себе III антимонопольный пакет – отдельная тема для обсуждения и, сложно было бы представить, чтобы на таком «общем» мероприятии можно было бы о нем подробно

поговорить. Поэтому, неизбежно, обсуждение свелось к представлению наиболее болезненных вопросов, связанных с введением данного пакета.

[/sws\_blue\_box]

Можно выделить три основных момента, которые были отмечены докладчиком:

### **1. Попытка введения универсальной юрисдикции в отношении нарушений антимонопольного законодательства**

В соответствии с новой редакцией п. 2 ст. 3 Федерального закона «О защите конкуренции» положения данного закона применяются к достигнутым за пределами территории Российской Федерации соглашениям между российскими и (или) иностранными лицами либо организациями, а также к совершаемым ими действиям, если такие соглашения или действия оказывают влияние на состояние конкуренции на территории Российской Федерации.

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]Предыдущая редакция указанного положения ст. 3 закона гласила:

*«2. Положения настоящего Федерального закона применяются к достигнутым за пределами территории Российской Федерации соглашениям между российскими и (или) иностранными лицами либо организациями, а также к совершаемым ими действиям, если такие соглашения достигнуты и действия совершены в отношении находящихся на территории Российской Федерации основных производственных средств и (или) нематериальных активов или в отношении акций (долей) хозяйственных обществ, прав в отношении коммерческих организаций, которые осуществляют деятельность на территории Российской Федерации или оказывают иное влияние на состояние конкуренции на территории Российской Федерации.»*

[/sws\_blue\_box]

В качестве комментария представителя ФАС России к указанным изменениям было отмечено следующее: данное изменение уточняет сферу действия указанного закона и

фактически вводит режим универсальной юрисдикции в отношении нарушений антимонопольного законодательства. Данный шаг связан с тем, что режим взаимопомощи по двусторонним соглашениям с различными странами был не достаточен для полноценной реализации указанного закона в отношении антиконкурентных соглашений, достигаемых в отношении российского рынка за рубежом. Сейчас активно идет заключение международных соглашений ФАС РФ, которые бы обеспечили возможность реализации такой универсальной юрисдикции наиболее эффективно.

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]Информация о международном сотрудничестве выложена на официальном сайте ФАС РФ в сети Интернет по адресу:

[http://fas.gov.ru/tags/tags\\_45.html?num=71](http://fas.gov.ru/tags/tags_45.html?num=71).

[/sws\_blue\_box]

Аудиторию интересовал вопрос о действенности озвученных двусторонних международных отношений, а именно, позволяют ли они сделать так, чтобы правонарушитель из-за рубежа мог быть «достан». По мнению представителя ФАС России, межведомственные соглашения решают преимущественно вопросы информационного обмена между соответствующими службами различных стран, реализация же универсального режима, все-таки вопрос комплексных международных отношений.

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]Вероятно здесь в том числе подразумевалась необходимость признания решений государственных судов, органов юстиции на территории других стран и возможности их исполнения на территории других стран, с рядом которых у РФ нет заключенных международных соглашений о взаимном признании и исполнении решений органов юстиции. **Об исполнении российских судебных решений за рубежом, говорилось на форуме неоднократно, чем указывалось на необходимость разрешения данного вопроса для улучшения инвестиционного климата в РФ.**

[/sws\_blue\_box]

## **2. Изменение ряда основных понятий в антимонопольном законодательстве**

Таких изменений в категорийном аппарате было сделано много: в отношении понятий

хозяйствующего субъекта, группы лиц, вертикальных соглашений, критериев определения монопольно высокой цены, введения уточнений в отношении состава форм злоупотребления доминирующим положением, перечня антиконкурентных соглашений и т.д.

При этом, отдельный акцент был сделан на некоторых понятиях. Так, в новой редакции Федерального закона «О защите конкуренции» значительно расширено понятие **хозяйствующих субъектов**. *В данное понятие были включены иные физические лица, не зарегистрированные в качестве индивидуального предпринимателя, но осуществляющие профессиональную деятельность, приносящую доход, в соответствии с федеральными законами на основании государственной регистрации и (или) лицензии, а также в силу членства в саморегулируемой организации. По мнению С. Максимова данное положение должно задеть интересы частнопрактикующих юристов, а также членов саморегулируемых организаций. Последние, по мнению ФАС России могут стать базой для нарушения конкуренции, поэтому они были включены в сферу регулирования специально.*

Новой редакцией закона уточнены **критерии определения монопольно высокой цены**. По данному вопросу С. Максимов сделал следующее важное замечание. В соответствии с п.8 ст. 6 Федерального закона «О защите конкуренции» в новой редакции установлено, что при определении монопольно высокой цены товара в соответствии с положениями настоящей статьи учитываются биржевые и внебиржевые индикаторы цен, установленные на мировых рынках аналогичного товара. По мнению докладчика, от применения биржевых и внебиржевых показателей, вероятно придется в ряде случаев отказываться, так как правовой механизм их формирования таков, что он не гарантирует той степени непредвзятости, которая всегда устраивала бы ФАС России с точки зрения антимонопольного контроля. Что, вероятно, означает, что антимонопольные органы досконально будут разбираться с порядком формирования указанных индексов.

Существенное изменение претерпело понятие **группа лиц**. С. Максимов, в частности, обратил отдельное внимание, что теперь появляется несколько различных понятий группы лиц, в частности для целей предупреждение необоснованной экономической концентрации – другое понятие группы лиц по сравнению с общим, которое определено в статье 9 Федерального закона «О защите конкуренции».

Понятие «группы лиц», также вызвало вопросы и у аудитории, в частности В.Елизаров, Старший юрист КПМГ, задал вопрос о разъяснении содержания новой редакции пп. 4 п.1 ст.9 Федерального закона «О защите конкуренции».

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]В действующей редакции указанной статьи содержится следующая формулировка:

*Группой лиц признается совокупность физических лиц и (или) юридических лиц, соответствующих одному или нескольким признакам из следующих признаков хозяйственное общество (товарищество, хозяйственное партнерство), в котором более чем пятьдесят процентов количественного состава коллегиального исполнительного органа и (или) совета директоров (наблюдательного совета, совета фонда) составляют одни и те же физические лица.*

Такая формулировка в полной мере не дает представление о том, что именно является в данном случае группой лиц. Ранее формулировка, содержащая сходную лексику содержалась в предыдущей редакции пп. 11 п. 1 ст. 9 Федерального закона «О защите конкуренции»: *группой лиц признавалась совокупность физических лиц и (или) юридических лиц, соответствовавших одному или нескольким признакам из следующих признаков: хозяйственные общества, в которых более чем пятьдесят процентов количественного состава коллегиального исполнительного органа и (или) совета директоров (наблюдательного совета) составляют одни и те же физические лица.*

Новая формулировка звучит иначе и по большому счету такая юридическая неясность приводит к невозможности либо неопределенности ее применения.

[/sws\_blue\_box]

По мнению С. Максимова в указанной формулировке, видимо все же есть юридико-техническая ошибка (пропущен союз, запятая и т.п.), которая будет устранена, видимо в правоприменительной практике.

### **3. Задача «III антимонопольного закона»**

Задачей «III антимонопольного закона», по мнению ФАС России является повышение эффективности антимонопольного контроля, и введенный ст. 25.7. Федерального закона «О защите конкуренции» **институт предостережения о недопустимости нарушения антимонопольного законодательства** призван решать именно эту задачу.

Не все идеи удалось реализовать, указал представитель ФАС России, что породило миф о неизбежном «IV антимонопольном пакете». По его мнению, это не совсем «пакет», но в связи с существующими потребностями, возник проект федерального закона о внесении дополнительных изменений в ряд законодательных актов, в частности, он будет касаться внесения изменений в главу 5. Федерального закона «О защите конкуренции», в целях придания «прозрачности предоставления государственных преференций с помощью общедоступных электронных ресурсов». Этот микро-пакет опубликован на сайте ФАС РФ в Интернете для антикоррупционной экспертизы по адресу: [http://fas.gov.ru/legislative-acts/legislative-acts\\_50871.html](http://fas.gov.ru/legislative-acts/legislative-acts_50871.html).

### **Б. Тема транспарентности**

Вообще **тема транспарентности**, открытости информации на рынках капитала, в деятельности государственных органов, отдельной информации, касающейся доходов менеджмента крупных компаний звучала весь 2011 год, как и, справедливости ради, на протяжении предыдущих 10 лет. Прозвучала она и в различных аспектах на проведенном форуме.

Возвращаясь к докладу М.Сухова, Зам. Председателя Банка России, отметим несколько

важных моментов, которые, по мнению ЦБ РФ должны привести к большей прозрачности в сфере M&A сделок и увеличению числа сделок M&A в банковском секторе. ЦБ РФ в 2012 году планирует предпринять действия в целях увеличения открытости информации в отношении основных владельцев банков и доходов менеджмента банков для неограниченного круга лиц (потенциальных инвесторов).

М.Сухов констатировал, что для реализации указанной цели, Совет директоров ЦБ РФ одобрил поправки в стандарты раскрытия информации неограниченному кругу лиц банками – участниками системы страхования вкладов. Ранее было де-факто два стандарта раскрытия информации, пояснил М.Сухов: один — для банков, которые добровольно раскрывают информацию на сайте ЦБ РФ (297 банков – участников системы страхования вкладов), путем представления информации о полной структуре собственности со всеми звеньями, включая доли участия в уставном капитале свыше 1 %, другой — для банков, которые раскрывают информацию на своем собственном сайте. Позиция ЦБ РФ в том, что выбор места раскрытия – вопрос информационной политики банка, вопрос только в том, чтобы стандарты раскрытия были единые. Многие банки, которые раскрывали информацию только на своих сайтах ограничивались лишь упоминанием конечных бенефициаров, не раскрывая структуру своей собственности. После регистрации и вступления в силу указанных поправок – все банки – участники системы страхования вкладов должны будут раскрыть всю структуру собственности, то есть все промежуточные компании через которые они (*конечные бенефициары –L.i.*) владеют банком, так как это делает треть банков – участников системы страхования. Данные требования будут касаться и российских компаний и оффшорных компаний. ЦБ РФ планирует внедрить указанную систему к лету 2012 года.

Другой важный момент, отмеченный представителем ЦБ РФ, — необходимость регулирования системы оплаты труда в банковском секторе. В частности, было указано, что международное сообщество в последние годы пришло к осознанию, что система мотивации труда в банках должна в серьезной степени учитывать результаты и характер управления рисками в банке и банкиры, которые допускают серьезные убытки и нарушение работы со

стандартами управления риска не должны благополучно «отъезжать раньше времени на пенсию на Лазурный Берег». Правовые возможности в регулятивной деятельности ЦБ РФ здесь ограничены, но есть возможность дополнить указание о системе оценки показателей деятельности банков (**Указание Банка России от 30 апреля 2008 года № 2005-У «Об оценке экономического положения банков» — L.i.**) новым показателем – показателем системы оплаты труда. Результаты оценки указанного показателя будут использоваться при определении режимов надзора ЦБ РФ за банками: при критических показателях ЦБ РФ планирует вводить соответствующие требования по резервированию. Одновременно планируется провести работу по включению в законодательство вопросов, расширяющих полномочия регулятора по определению стандартов оплаты труда в банках в рамках контроля за эффективностью внутреннего контроля. Основная задача данного действия – стимулирование мотивации банкиров в управлении рисками, усиление контроля советов директоров банков за указанной деятельностью и обеспечение прозрачности информации в отношении наиболее крупных выплат менеджменту (раскрытие такой информации).

Проект указанного положения выложен на сайте ЦБ РФ для получения отклика банковского сообщества [http://www.cbr.ru/analytics/standart\\_acts/projects/120221\\_41.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/standart_acts/projects/120221_41.pdf).

## **II. Применение норм российского законодательства при определении цены акций в ходе сделок M&A.**

В докладе А.Карташкина «Юридические аспекты сделок M&A публичных компаний: уроки 2011 года и новые тенденции» помимо филигранного «великого и могучего» русского языка важно было бы почерпнуть, несколько моментов.

В качестве тенденции посткризисного рынка отмечено стремление использовать «безденежные» схемы M&A, в том числе были названы (1) обмен акций компании — приобретателя контроля на основной пакет акций компании-цели, (2) реорганизация путем слияния или присоединения. В числе последних были названы две крупнейшие сделки года:

присоединение ОАО «Сильвинит» к ОАО «Уралкалий», присоединение ОАО «РТС» к Группе ММВБ.

Помимо указанных способов получения контроля над публичной компанией были названы: (а) добровольное предложение, (б) приобретение контрольного пакета акций с последующим обязательным предложением и принудительным выкупом, (в) приобретение контрольного пакета акций посредством добровольного предложения с последующим принудительным выкупом. Приобретение контрольного пакета акций с использованием таких институтов как добровольное и обязательное предложение были охарактеризованы докладчиком как наиболее жестко регулируемое предложение.

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]Приобретение крупных пакетов акций акционерных обществ требует в соответствии с Главой XI.1 Федерального закона «Об акционерных обществах» соблюдения ряда обязательных процедур, в частности:

добрoвольного предложения всем акционерам голосующих акций ОАО о приобретении их акций, от имени лица, которое имеет намерение (само и/или совместно с аффилированными лицами) стать владельцем более 30 % голосующих акций такого ОАО (далее – ДП),

обязательного предложения всем акционерам голосующих акций ОАО о приобретении их акций, если указанное лицо (само и/или совместно с аффилированными лицами) приобрело более 30 % голосующих акций ОАО (далее – ОП),

выкупа у всех акционеров голосующих акций, если лицо в ходе реализации обязательного или добровольного предложения приобрела более 95 % акций ОАО (далее – ПВ).

Очевидно, что сделки, по приобретению контрольных пакетов акций ОАО неизбежно сталкиваются с необходимостью реализации той или иной процедуры.

Обязательства покупателя акций по выкупу акций в ходе ДП и ОП или осуществления выкупа

по требованию акционеров должны быть обеспечены банковской гарантией на всю сумму выкупа.

В процедурах ОП и ДП существенным образом различаются требования к порядку формирования цены выкупаемых акций. Так, при ОП установлено требование, что цена приобретаемых ценных бумаг на основании обязательного предложения не может быть ниже их средневзвешенной цены, определенной по результатам торгов организатора торговли на рынке ценных бумаг за шесть месяцев, предшествующих дате направления обязательного предложения в федеральный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг (которое осуществляется в установленном порядке). В случае, если ценные бумаги не обращаются на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг или обращаются на торгах организаторов торговли на рынке ценных бумаг менее чем шесть месяцев, цена приобретаемых ценных бумаг не может быть ниже их рыночной стоимости, определенной независимым оценщиком. При этом оценивается рыночная стоимость одной соответствующей акции (иной ценной бумаги). Также законом установлен ряд других уточняющих вопросов в части определения цены. В случае ДП таких жестких требований к определению цены выкупаемых акций не установлено.

[/sws\_blue\_box]

Докладчик обратил внимание, на то, что до сих пор не решен вопрос с тем как совместить дополнительную эмиссию акций с тем, как провести добровольное и обязательное предложение. При структурировании сделки с использованием института добровольного предложения есть возможность расплатиться акциями за выкупаемые акции (*n. 2 ст. 84.1. Федерального закона «Об акционерных обществах» — L.i.*), при этом, видимо, по мнению А.Карташкина, законодатель имел ввиду именно существующие акции, а не вновь выпускаемые. На практике, по данным докладчика, уже структурировали несколько таких сделок (*по совмещению дополнительно эмиссии и процедуры добровольно выкупа – L.i.*), судов пока нет.

Тема необходимости **банковской гарантии** для обеспечения обязательств покупателя в

ходе обязательного и добровольного предложения. На Западе такого вида обеспечения в рамках рассматриваемых процедур нет, пояснил А. Карташкин. Необходимость банковской гарантии по российскому праву на практике является большим препятствием для осуществления сделок с акциями публичных компаний, кроме того есть ограничения банковского законодательства по установлению риска на одного заемщика, которые затрудняют выдачу гарантии на такую существенную сумму, которая требуется для выкупа акций публичного АО. Вероятно, по мнению докладчика, стоило все же установить некие другие механизмы, связанные с правильным процессом *settlementa* — передачи акций против денег, вероятно эскроу и т.п.

Помимо чисто организационных проблем структурирования сделки с помощью описанных выше институтов, ОП и ДП требуют наличия денег на их осуществление. В этой связи реорганизация, по мнению А.Карташкина, рассматривается как более удачный вариант осуществления сделок M&A в кризис, когда денег как таковых нет. Помимо указанного плюса, по мнению докладчика существует ряд других преимуществ: (а) нет необходимости добровольного и/или обязательного предложения, (б) более гибкое определение цены выкупа акций у акционеров, голосовавших против, (в) нейтральность с налоговой точки зрения, (г) оптимальная корпоративная структура (в идеале миноритариев, голосовавших против реорганизации не должно остаться, так как их акции выкупаются).

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]Последнее утверждение не всегда исполняется, так как в соответствии с п. 5 ст. 76 Федерального закона «Об акционерных обществах» общая сумма средств, направляемых обществом на выкуп акций, не может превышать 10 процентов стоимости чистых активов общества на дату принятия решения, которое повлекло возникновение у акционеров права требовать выкупа обществом принадлежащих им акций. В случае, если общее количество акций, в отношении которых заявлены требования о выкупе, превышает количество акций, которое может быть выкуплено обществом с учетом установленного выше ограничения, акции выкупаются у акционеров пропорционально заявленным требованиям.

Соответственно, те акции, которые не будут выкуплены у заявивших свои требования акционеров, будут конвертированы в акции АО, к которому осуществляется присоединение (или в акции, АО, создаваемого в результате слияния). Кроме того, всегда могут остаться акционеры, которые, будучи независимыми просто одобряют реорганизацию и не будут требовать выкупа их акции, акции таких акционеров тоже будут конвертироваться.

[/sws\_blue\_box]

В качестве минусов реорганизации были названы процедурные (инвентаризация, налоговая проверка, право кредиторов, требовать досрочного исполнения) *(необходимо отметить, что недооценивать данные вопросы вовсе не стоит, тем более, когда речь идет о публичных компаниях, размер активов, налоговой и долговой нагрузки которых значителен. — L.i.)*.

Процедуры реорганизации публичных компаний требуют более тщательного подхода к вопросу получения реорганизуемыми обществами подтверждения того, что реорганизация была осуществлена на условиях, максимально справедливых для всех акционеров таких обществ. По мнению докладчика, привлечение независимого оценщика необходимо для определения цены сделки при реорганизации. Формально, цена сделки определяется по решению совета директоров, но отсутствует требование заключения независимого оценщика. Такое заключение важно для дальнейшей перспективы, в том числе в случае дальнейшего судебного оспаривания. Дополнительно, по мнению А. Карташкина, лучше иметь заключение иностранного банка по вопросу справедливости сделки для всех акционеров.

Отдельно был рассмотрен вопрос о необходимости, в случае, если имеются иностранные акционеры у российского эмитента, в том числе, владельцы иностранных депозитарных расписок, чтобы все обязательные документы, которые оформляются в ходе ОП и ДП, а также в ходе реорганизации, а также все факты раскрытия информации по форме соответствовали требованиям стандартов раскрытия информации на иностранных биржах.

В целом, лейтмотивом доклада представителя Debevoise&Plimpton LLP было указание на

«осложненность» совершения сделок по приобретению контрольного пакета акций у публичных компаний процедурами ОП, ДП и ПВ, а главное, вопросами определения цены выкупа в указных сделках.

Вопросы правоприменения в сфере выкупа акций у публичных компаний – тема наболевшая и, поэтому, к ее обсуждению участники конференции возвращались на всем ее протяжении. В частности, были задеты некоторые вопросы, уже в отрыве от темы M&A.

Так Владимира Елизарова в частности интересовало мнение А. Карташкина по вопросу условий buy-backa, акций ОАО «ВТБ», размещенных в свое время в ходе «народного IPO».

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]Напомним, что в связи со значительным снижением цены акций ОАО «ВТБ» на торговых площадках по сравнению со ценой первичного размещения в ходе «народного IPO», рассматривается возможность выкупа акций у всех лиц, приобретших их в свое время в ходе размещения по цене размещения.

[/sws\_blue\_box]

По мнению А.Карташкина, любая процедура buy-backa должна быть структурирована крайне аккуратно. Выкуп должен быть в интересах всех акционеров и все акционеры по идее должны участвовать в нем на равных условиях, а не только определенная категория, и соответственно, не совсем корректно предлагать выкупать по льготной нерыночной цене акции только у тех, кто приобрел их в ходе IPO.

Отдельного внимания в ходе конференции удостоился вопрос определения цены акций в рамках процедуры ПВ. В отношении данного вопросы высказался в своем докладе

**Разрешение корпоративных споров, вытекающих из M&A сделок (case-study)** Сергей Ковалев, Партнер Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры». Им был проведен анализ сентябрьского постановления Президиума ВАС РФ № 443/11 от 13.09.2011 года по делу № А 08-2788/2008-21, затрагивающего права миноритарных акционеров. В указанном постановлении делается анализ мнения ВАС РФ по вопросу о порядке определения стоимости акций в процедурах принудительного выкупа. При проведении

оценки акций для целей выкупа независимые оценщики использовали понижающие коэффициенты, с учетом размера выкупаемого пакета, так как меньший пакет сам по себе предоставляет меньшие возможности участия в управлении обществом.

ВАС РФ сделал вывод о несправедливости применения понижаемых коэффициентов, указав, что *«... из смысла ст. 84.8 ФЗ «Об акционерных обществах» рыночная стоимость одной акции должна определяться как цена одной акции в составе 100%-ного пакета без корректировки на миноритарный или мажоритарный характер пакета, в составе которого проводится оценка... Применение оценки, где цена приобретаемых акций общества определяется в составе пакета акций миноритарных акционеров, противоречит нормам ФЗ «Об акционерных обществах», а также нарушает законные интересы миноритарных акционеров, противоречит нормам ФЗ «Об акционерных обществах», а также нарушает законные интересы миноритарных акционеров, имеющих право на справедливую компенсацию в связи с принудительным выкупом принадлежащих им акций».* Указанный здесь тезис был оценен докладчиком, как сделанный в пользу миноритариев.

Однако, в том же самом деле Президиум ВАС РФ указал: *«При этом суду следует учесть, что результат его оценки стоимости акций не может существенно отличаться от цены акций, сформировавшейся в результате ранее заключенных сделок с акциями на рынке ценных бумаг и выкупа акций на основании обязательного и добровольного предложения».* Комментарий докладчика в отношении указанного выше тезиса заключался в том, что порядок определения цены при осуществлении процедуры добровольного предложения более демократичный, нежели при процедуре обязательного предложения, и мажоритарные акционеры, делая добровольное предложение, как правило, несколько занижают цену. Когда делают обязательное предложение – требования закона более жесткие, соответственно, цена более приближена к реальной рыночной. Такое указание ВАС РФ нивелирует плюсы, первого утверждения. Так, суды теперь могут выбрать цену добровольного или цену обязательного предложения, а эти цены могут сильно отличаться, и, как следствие, миноритарии могут получить решение суда, которое не вполне устроило

бы их на старте борьбы за «денежные знаки». По мнению докладчика данное решение представляет собой очередной казус, который встречается время от времени в правоприменительной практике. Следующая тема, которая в том или ином контексте звучала на форуме:

### **III. Необходимость совершенствования исполнительного и корпоративного законодательства в сфере реализации положений законов об акционерных соглашениях, заключаемых по российскому праву.**

Тема акционерного соглашения, является отчасти – более широкой, чем просто тема сделок M&A, так как к его заключению акционеры могут прийти и не в связи с новой сделкой, а в ходе функционирования внутри уже сложившегося состава акционеров, но отчасти – она может стать частью сделки M&A, так как в том случае, если в компании-цели сохраняются по итогам сделки другие акционеры, существует необходимость урегулирования отношений между ними и новыми инвесторами. Правда, почти все участники форума отмечали, что предлагаемая русским правом конструкция акционерного соглашения не всегда удобна и на практике необходимые договоренности не всегда облачаются в их форму.

Проблемам правоприменения Федеральных законов «Об акционерных обществах» и «Об обществах с ограниченной ответственностью» был посвящен доклад Александра Безбородова, Партнера БАЙТЕН БУРКХАРДТ, Москва.

**Общий посыл – соглашения акционеров, заключенные по российскому праву, приживаются плохо. Основных причин несколько:**

1) Предлагаемые ст. 32.1. Федерального закона «Об акционерных обществах» и ст. 8 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» формулировки не представляют возможностей для полноценной судебной защиты интересов акционеров (участников), права которых нарушены. Так, по мнению докладчика, при голосовании на

собрании акционеров в нарушение условий соглашения, можно будет заявить требование об установлении компенсации, возмещения убытков, неустойки, но при этом, все же не понятно как защитить то право, которое интересует акционера – право на участие в управлении.

Проблемным является именно исполнение обязательств в натуре. В соответствии с п. 4 ст. 32.1 Федерального закона «Об акционерных обществах» *«акционерное соглашение является обязательным только для его сторон. Договор, заключенный стороной акционерного соглашения в нарушение акционерного соглашения, может быть признан судом недействительным по иску заинтересованной стороны акционерного соглашения только в случаях, если будет доказано, что другая сторона по договору знала или заведомо должна была знать об ограничениях, предусмотренных акционерным соглашением. Нарушение акционерного соглашения не может являться основанием для признания недействительными решений органов общества»*. Соответственно, требование понудить голосовать определенным образом может быть распространено только на будущее время.

Данные условия, установленные в целях обеспечения стабильности оборота, и в целом разумные, на практике приводят к тому, что сторона такого акционерного соглашения испытывает массу неудобств. Как следствие – соглашения, заключенные в соответствии со ст. 32.1. Федерального закона «Об акционерных обществах», встречаются крайне редко.

2) Необходимость фактического дублирования в уставе хозяйственного общества условий положений соглашения, что нивелирует его самостоятельную природу.

В качестве примера было приведено широко известное «Дело Верного знака» (Определение ВАС РФ от 12 сентября 2011 г. № ВАС-10364/11 и Постановление ФАС МО от 30 мая 2011 г. № А 40- 140918/09-132-894), в котором суды сочли необходимым соответствие условий соглашений участников хозяйственного общества условиям устава, что де-факто означало необходимость дублирования соответствующих положений в этих двух документах.

3) Судебные решения государственных арбитражных судов РФ не признаются половиной мира, при этом, споры из акционерных соглашений рассматриваются как корпоративные споры, находящиеся в компетенции государственных арбитражных судов РФ, и не подлежат передаче в третейские суды, решения которых могут быть исполнены в большем числе стран.

Вопрос о невозможности подчинения корпоративных споров третейским судам ставился в «деле НЛМК» (Определение ВАС РФ от 30 января 2012 г. по делу ВАС-15384/11), где суд пришел к выводу, что именно российские государственные арбитражные суды вправе рассматривать такие дела.

[sws\_blue\_box box\_size=»580″]На сегодняшний день Россия является участницей **Конвенции ООН о признании и приведении в исполнение иностранных арбитражных решений** (Принята в Нью-Йорке в 29.12.1958 г.), регулирующей порядок взаимодействия стран по вопросам исполнения решений иностранных арбитражных (третейских) судов. Участниками указанной конвенции являются многие страны мира, поэтому, включение в ряд трансграничных сделок соответствующих третейских оговорок дает возможность исполнения законных решений третейских судов иностранных государств на территории РФ, и, соответственно, третейских судов в России на территории иностранных государств – участников конвенции.

В отношении признания и исполнения решений государственных судов, Россия заключает, как правило, двусторонние соглашения, по которым существует возможность признания решений государственных судов других стран и, соответственно, решений российских судов за рубежом. Таких соглашений не много (чуть больше 30), что приводит к проблемам, связанным с исполнением указанных решений государственных судов.

[/sws\_blue\_box]

**Второй посыл: сохраняется актуальность применения иностранного права при заключении акционерных соглашений.**

Российские арбитражные суды по указанному вопросу высказывались неоднократно, в том числе, что применение иностранного права при заключении акционерных соглашений акционерами российских АО невозможно:

Дело «Русского Стандарта» (Решение Арбитражного суда г. Москвы от 26 декабря 2006 года по делу № А40-62048/06-810343)

Дело «Мегафона» (Постановление ФАС Западно-Сибирского округа от 31 марта 2006 № Ф04-2109/2005 (14105-А75-11), Ф04-2109/2005 (15210-А75-11), Ф04-2109/2005 (15015-Ф75-11), Ф-04-2109/2005 (14744-А75-11), Ф04-2109/2005 (14785-А75-11) по делу № А75-3725-Г/04-860/2005)

Дело «Агро» (Определение ВАС РФ от 4.10.2011 № ВАС-12320/11 по делу №А57-7487/2010)

Если участники смешанные или только иностранные, по мнению Александра Безбородова, Партнера Московского офиса БАЙТЕН БУРКХАРДТ, «есть шанс» выбрать иностранное право с выбором подсудности иностранным судам, вопрос лишь в том, будет ли возможность реализации указанного решения на территории РФ в условиях, когда (а) не со всеми странами у РФ есть соглашения о взаимном признании и исполнении судебных решений, (б) российские арбитражные суды, которые, выносят определение о приведении в исполнение иностранного судебного решения, вероятнее всего будут исходить из того, что заключение такого соглашения не по российскому праву будет противоречить публичному порядку РФ, базируясь на ранее высказанных позициях, приводимых в вышеуказанных делах, и скорее всего исполнение таких иностранных решений будет затруднено.

Тем не менее, по мнению А. Безбородова, в тех случаях, когда условия соглашения могут быть исполнены на территории государства инкорпорации (гражданства, подданства) одного из акционеров, вероятно, рационально заключать соглашения по иностранному праву, как в большинстве случаев и происходит.

## IV. В заключении...

**Две темы, которые хотелось бы указать в завершении обзора.** Первая, — это то, что в очередной раз, даже на таком, казалось бы общем форуме, проявилось столкновение позиций экономистов и юристов по, казалось бы, одним и тем же вопросам. Так, в одной из жарких дискуссий круглого стола, в пылу обсуждения проблем правоприменения в данной сфере и эпизодов сохранившегося рейдерства в ней, любопытным стал спор А.Глушецкого и С.Ковалева по вопросу о требованиях к оформлению решений общего собрания участников ООО. Так, А.Глушецким было заявлено, что ООО, несмотря на введение обязательного нотариального заверения договоров купли-продажи долей остается весьма уязвимой организационно-правовой формой. «Вот скажите мне, — подкреплял он свою мысль, — кто подписывает протокол общего собрания участников?! В законе нет ни одной строчки по требованиям к Протоколу! Кроме того, — по решению общего собрания участников, единогласно можно изменить устав». После чего в красках предложил представить ссору участников на собрании, уход одного из них, сговор всех остальных и оформление протокола за подписью, к примеру, председателя и секретаря. По мнению А.Глушецкого, данная ситуация является бесперспективной в случае обращения «обиженного» участника в суд.

Ему возразил С.Ковалев, который попытался сказать, почему в суде перспективы не так уж безрадужны, однако, оратор (А.Глушецкий) продолжал: «Если в акционерке есть требование по бюллетеням, здесь нет...К нотариусу привезут только форму № 13 (об изменении устава), которую потом передадут в налоговую, протокол никто смотреть даже не будет». Поэтому, по мнению оратора, ООО очень уязвимо, особенно если в уставе нет требований о обязательном оформлении бюллетеней и тому подобного.

С.Ковалев все же не смог удержаться, повысил немного голос и продолжал: «Позволю с Вами не согласиться. У нас отрицательные факты не доказываются».

А.Глушецкий не сдавался: «В суде я показываю протокол. И все! Как Вы докажете, что Вы были против? Я привожу толпу свидетелей, которые подтверждают, что Вы (истец) голосовали».

Его оппонент тоже решил не сдаваться и продолжил: «В арбитражном суде рассматриваются письменные доказательства. Свидетели туда вызываются редко. Я прихожу в суд... Я истец...и я говорю, что нет ни одного доказательство того, что я голосовал. Вы не сможете доказать, что я голосовал, так как нет документов, которые это доказывают, а это именно то, что Вам, как ответчику нужно будет доказать. – правда, оговорился, — согласен, есть вопрос психологии, выстраивания позиции в суде и т.д., но, если говорить о теории доказательств, то данная позиция в суде пройти не должна».

Откуда родился спор? Предметом тому послужил вопрос к участникам форума – насколько действующее законодательство более совершенно, чем то, что было предметом «толкования» в период разгула рейдерства в конце 90-х, начале 2000-х. Ответ прозвучал косвенно от всех – законы, совершенно точно стали более филигранными, вопросы качества правоприменения и взяточности сферы M&A остались все теми же, если не обрели более серьезные масштабы.

Но завершить хотелось не сетованием, а темой вперёдсмотрящей, а именно тем, **что говорили участники форума о своих ожиданиях в 2012 году.**

В разных ракурсах, но однозначно звучало, что все ждут новой редакции ГК РФ, так А.Панченков отметил, что все продолжают ждать новой редакции ГК РФ, которая позволит в той или иной степени внедрить институты «заверения и гарантий» в российскую практику. С. Ковалев отметил, что он возлагает на принятие нового ГК РФ большие надежды, в частности на введение понятия корпоративные отношения и корпоративного договора. А.Безбородов указал на то, что он надеется, что 2012 года станет годом изменений в законодательство об исполнительном производстве, что приведет, наконец к возможности исполнения решений иностранных судов в РФ и наоборот (*хотя задача, вероятно для одного года трудно реализуемая –L.i.*

). Г.Смирнов, представитель Следственного комитета при прокуратуре РФ, возложил большие надежды на внесенные в 2011 году изменения в УК РФ (введение уголовной ответственности за фальсификацию реестров акционеров и данных ЕГРЮЛ, решений общих собраний участников (акционеров) и советов директоров и т.д.), грамотное применение которых позволит уменьшить количество «серых схем» в сфере M&A, связанных с умелой манипуляцией в уголовным законом.

Что же, форум уже VIII, и много что изменилось, а три знака — «M&A» — по-прежнему читаются практикующими юристами по-разному. Приятно только то, что все чаще – именно так, как принято понимать его во всем мире.

**Светлана Дубинчина специально для «Legal Insight»**

НОВОСТИ КОМПАНИЙ