Обзор российского рынка M&A

01.02.2022 СТАТЬИ КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО

Рынок M&A сделок является лакмусовой бумагой состояния экономики. Он отражает уровень иностранных инвестиций и уверенность инвесторов (приходит капитал или «бежит»), показывает уровень доверия к судебной системе и зрелость правовой системы в целом, а также наиболее востребованные среди инвесторов и перспективные отрасли экономики.

2021 год стал рекордным периодом активности M&A рынка в России и превзошел все ожидания, несмотря на продолжающуюся пандемию ковида. Важность номинации «M&A сделка года» обусловлена значительным повышением конкурентоспособности

российского права на этом рынке в последнее время, а также тем, что существенная часть сделок стала регулироваться отечественным правом. В исследовании участвовали три сделки, которые оценивались по следующим критериям: значение для общества, значение для рынка, сложность, новизна в праве, применимое право нескольких юрисдикций, роль инхаус юристов и консультантов в работе.

Обзор российского рынка M&A

Зарубежные источники, оперируя данными на III квартал 2021 г., свидетельствуют о падении спроса на M&A, однако количество сделок увеличилось с 831 до 938. К концу 2020 — началу 2021 гг. рынок не испытывал оптимизма, несмотря на то что конец 2020 г. был неплохим. Сказывались негативные ожидания из-за затянувшейся пандемии, высокой волатильности рынка, отсутствия роста иностранных инвестиций, оттока капитала, однако 2021 г. оказался даже благополучнее предыдущих лет. Причины успеха и последние тренды на рынке анализирует Константин Кроль.

Причины успеха рынка в 2021 году

На мой взгляд, можно выделить три таких причины успеха рынка сделок в 2021 г. Во-первых, отложенный спрос — много сделок переносилось из-за пандемии. Кроме того, были беспрецедентные государственные финансовые вливания в экономики мира, которые не могли не сказаться и на российском рынке. Положительная динамика цен на углеводородное сырье и иные продукты российского экспорта. Скорее всего сыграла роль именно комбинация всех перечисленных факторов.

В целом по сравнению с большинством западных экономик Россия сохранила консервативное макрофинансовое регулирование — достаточно сравнить ставку рефинансирования Банка России (8,5 % на начало 2022 г.) и базовую ставку Банка Англии (повышенную в декабре 2021 г. на 0,15 % до 0,25 %).

Тем не менее мотором роста российского рынка являются государственные, а не частные средства, как напрямую, когда госкомпании (обычно в роли покупателя) значатся крупнейшими игроками рынка M&A, так и косвенно, в форме финансирования сделок M&A, предоставляемого подконтрольными государству банками.

Как влияет правовое регулирование на рынок M&A

За последние 25 лет наш рынок пережил несколько эпох. Во второй половине 1990-х — начале 2000-х гг. рынок рос на приватизационных сделках, иностранных инвестициях, формировании национальных финансово-промышленных групп. С 2014 г. роль иностранных инвестиций снизилась, как и возможность доступа российских компаний к международным рынкам капитала. Последние годы можно охарактеризовать ростом государственного участия в экономике.

Смене тренда в экономике сопутствовала и смена тренда в правовом регулировании. В 1990-х и начале 2000-х гг. большинство крупных сделок M&A и проектов создания совместных предприятий в России регулировалось иностранным, прежде всего английским, правом в качестве применимого по выбору сторон сделки. Это объяснялось архаичностью отечественного права и отсутствием в нем инструментов, востребованных в контексте трансграничных сделок. Судебная практика была противоречивой и не поддерживала концепцию свободы договора. Стороны стремились структурировать сделки через офшоры, чтобы подчинить вопросы корпоративного управления юрисдикции зарубежных судов и третейских (арбитражных) институтов. Россия заключала десятки соглашений об избежании двойного налогообложения, которые увеличили возможности вывода прибыли за рубеж. Очевидно, что такая ситуация не могла продолжаться долго. Российское право должно было стать более конкурентоспособным. Сначала государство продекларировало концепцию деофшоризации, которая первоначально была воспринята рынком довольно скептически. Однако последовательные шаги по имплементации новой политики не заставили себя ждать. Если проанализировать прошедшие четырнадцать лет, то к ключевым событиям можно отнести следующие:

- принятие Закона No 57-ФЗ об иностранных инвестициях в стратегические отрасли;
- внесение изменений в Закон об иностранных инвестициях;
- введение ограничений на иностранное участие в правилах госзакупок и внесение ограничительных изменений в Бюджетный кодекс;
- инициатива России по кардинальному изменению условий соглашений об избежании двойного налогообложения. Россия продемонстрировала, что готова настаивать на своем, вплоть до односторонней денонсации соглашений, как в случае с Нидерландами, не согласившимся на предложенное изменение условий в 2021 г.;

реформа гражданского законодательства, сделавшая российское право более конкурентным. Новеллы включили ряд ключевых концепций, заимствованных из английского права: прежде всего заверения об обстоятельствах, обязательства по возмещению потерь, такие инструменты как опционы, акционерные соглашения (корпоративные договоры), рамочные соглашения, конвертируемые займы, независимые гарантии, безотзывные доверенности и иные, крайне востребованные в контексте сделок M&A и проектов создания СП.

Активно работают в этой сфере и регуляторы. В 2021 г. ФАС России издала Разъяснение No 19 «Об особенностях осуществления государственного антимонопольного контроля за экономической концентрацией» — беспрецедентное по своему объему (более 100 страниц), подробности и важности для сделок M&A.

Другим принципиальным прорывом 2021 г. можно считать снятие Банком России существовавших с начала 2000-х гг. лимитов на объем размещаемых за рубежом депозитарных программ российских эмитентов. Эта мера направлена на повышение привлекательности IPO российских эмитентов.

Политика деофшоризации и повышение конкурентоспособности российского права привели к росту востребованности отечественного права у участников рынка. Теперь большинство сделок M&A регулируется российским правом, и совместные предприятия все чаще структурируются в России. Ряд крупных компаний серьезно рассматри- вает редомицилиацию в России, в том числе перерегистрацию в специальных административных районах (САР).

Говоря о влиянии законодательных изменений на рыночные тренды, нельзя не упомянуть и реформу третейского разбирательства в РФ. До реформы в России по разным оценкам функционировало порядка 2 000 третейских судов, была распространена практика существования «карманных» третейских судов, обеспечивающих интересы монополий и крупных корпораций, имели место и откровенно криминальные факты, когда третейское по

форме разбирательство использовалось как ширма для отмывания средств. Все это привело к уменьшению доверия к третейскому правосудию, снижению процентного показателя приведения в исполнение арбитражных решений государственными судами и, как следствие, к переходу большого количества споров в иностранные юрисдикции.

Что изменили третейская реформа и санкции

Реформа 2015–2016 гг. кардинально изменила ситуацию. Теперь право осуществлять работу постоянно действующего арбитражного учреждения (ПДАУ) предоставляется Минюстом России при условии прохождения определенных законом процедур. Дополнительным фактором в пользу выбора ПДАУ стали санкции, потенциально осложняющие ведение арбитражного процесса за границей.

С внесением новелл в АПК РФ в 2020 г. российские государственные суды получили исключительную юрисдикцию при рассмотрении споров с участием подсанкционных лиц при условии, что доступ к правосудию за рубежом им ограничен. Выбор сторонами аккредитованных в России ПДАУ, в том числе зарубежных (в первую очередь из юрисдикций, не вводивших ограничительных мер в отношении российских лиц — Сингапура и Гонконга), потенциально минимизирует риск негативных санкционных последствий.

Таким образом, помимо увеличения роли российского права в качестве применимого к сделкам M&A на отечественном рынке, при выборе сторонами трансграничных сделок приобрела большую популярность подсудность российским государственным и третейским судам. В связи с этим необходимо упомянуть очень интересное и, пожалуй, беспрецедентное Определение Арбитражного суда г. Санкт-Петербурга и Ленинградской области по делу No А56-25416/2021 от 21.10.2021 г. Суд охарактеризовал спор, вытекающий из опциона по английскому праву в отношении акций кипрской компании, рассмотренный в рамках разбирательства в Лондонском международном арбитражном суде, не аккредитованным российским Минюстом в качестве ПДАУ, как спор, связанный с созданием российского

юридического лица, управлением им или участием в таком юридическом лице.

Суд счел, что соглашение определяло обязательства сторон по распределению и принадлежности долей в российских хозяйственных обществах, а также по осуществлению конкретных форм корпоративного контроля и определению порядка управления российскими обществами. В связи с этим суд заключил, что использование иностранной холдинговой структуры для фактического управления российскими общества- ми носило формальный «юридикотехнический» характер. В итоге суд пришел к выводу, что спор, который, по сути, являлся российским корпоративным спором, не мог рассматриваться в LCIA. Разумеется, это единичное решение, которое может быть оспорено, однако в рамках обозначенного выше тренда оно представляется крайне интересным.

В 2021 г. Россия стала пятой страной, подписавшей Гаагскую конвенцию «О признании и приведении в исполнение иностранных судебных решений по гражданским и торговым делам». Это свидетельствует о заинтересованности российского государства в повышении авторитета решений отечественных судов за рубежом. В настоящий момент решения российских судов обычно не могут быть исполнены за границей, если только не заключен двусторонний договор с соответствующей юрисдикцией или не произошло признание судебного решения в рамках принципа взаимности.

Роль российского права в качестве применимого к сделкам M&A на отечественном рынке будет только расти, как и выбор подсудности российским государственным и третейским судам. В то же время наиболее сложные трансграничные сделки будут регулироваться английским правом, а споры по ним будут подсудны зарубежным арбитражным институтам в случаях, когда возможно обращение взыскания за границей.

Продажа башенных активов ПАО «ВымпелКом» в России

Телекоммуникационный холдинг Veon Ltd. провел сделку по продаже 100% «Национальной башенной компании» группе «Сервис-Телеком», передав 15 400 антенно-мачтовых сооружений. Сумма сделки — 70,65 млрд рублей ($957 млн).

Сделка по передаче управления существенной частью инфраструктуры профессиональному оператору стала первой в своем роде для рынка России. На отечественном рынке создается первый профессиональный оператор пассивной инфраструктуры с таким объемом активов. Сделка может стать ориентиром по цене и формату для дальнейших подобных сделок с башенными активами. Наступает новый инвестиционный цикл — строительство сетей 5G, что предполагает значительный рост числа отдельно стоящих конструкций, возможность реализации таких сделок крайне актуальна и значима для рынка.

«Суммарный объём транзакционной документации по сделке составил несколько тысяч страниц (и это только в той части, которая была подписана — а в рамках переговорах со всеми потенциальными участниками закрытого аукциона работа велась фактически по трём независимым транзакционным пакетам документов), над в реализацией сделки работали более 20 юристов из трех стран», — отметил **Петр Иванцов**, вице президент по юридическим вопросам ПАО «ВымпелКом».

Юридические консультанты: Allen&Overy, Latham&Watkins, АЛРУД

Александра Маковская, эксперт The CASE by Legal Insight:

«Заключение сделки путем организации закрытого аукциона и параллельным проведением переговоров с потенциальными покупателями (сопряжение столь разных способов заключения гражданских договоров) может быть квалифицировано как новый с правовой точки зрения. Принимая во внимание характер сделок, вид активов, очевидна сложность проекта и его значение для рынка».

Константин Кроль, эксперт The Case by Legal Insigt: «Проведение сделки в форме тендера (закрытого аукциона) достаточно нетипично для российского рынка. Реализация сделки

такой сложности (притом, что за 5 лет до этого сделка не могла быть реализована) говорит о том, что российский рынок становится более зрелым».

Выделение ПАО «Распадская» из группы «ЕВРАЗ»

«ЕВРАЗ» проводит выделение в отдельный бизнес угольных активов, консолидированных на базе ПАО «Распадская». По итогам проведения сделки угольные активы будут выделены через распре- деление принадлежащих компании 90,9% акций ПАО «Распадская» среди своих акционеров.

По словам вице президента по правовым вопросам «ЕВРАЗа» **Янины Станюленайте**, сделка предусмотрена в соответствии со стратегией «ЕВРАЗа» по устойчивому развитию. Она позволяет сделать более прозрачными как стратегии, так и определение самостоятельных целей в области устойчивого развития отдельно для металлургического и угольного бизнеса, обеспечит корректное отображение их достижений в области ESG и сопоставимость результатов с конкурентами.

Впервые на российском рынке иностранная публичная компания выделила российскую публичную компанию посредством объявления дивидендов. Кроме того, еще ни одна российская публичная компания не распределяла акции среди такого большого пула иностранных инвесторов. В результате выделения на российском рынке появляется крупнейший по добыче коксующегося (металлургического) угля самостоятельный участник в лице ПАО «Распадская». Данная сделка позволяет привлечь иностранных инвесторов в угольный бизнес.

«Высокая юридическая сложность сделки обусловлена ее трансграничным характером и участием публичных компаний Великобритании и России, что требует учета дополнительного нормативного регулирования и коммуникаций с регуляторами, а также независимыми директорами, являющимися гарантами интересов миноритарных акционеров в сделке», — отметил директор по корпоративным вопросам и международным

проектам «ЕВРАЗа» **Игорь Николаев.**

Юридические консультанты: Linklaters, DLA Piper

Константин Кроль, эксперт The Case by Legal Insigt: «Сделка представляет собой инновационную и уникальную в своем роде в России — demerger (выделение) иностранной публичной компанией российской публичной компании посредством объявления дивидендов. Это редкий пример сочетания сложности и рыночности сделки — отсутствует «политизированность», которая часто сопровождает сложные сделки в России — поэтому реализация сделки является показателем профессионализма и «искусством» в чистом виде. Реализация такой сделки возможна только на развитом рынке».

Создание объединенной компании СИБУР и ТАИФ

Осенью 2021 г. «СИБУР» завершил сделку по приобретению 100% АО «ТАИФ», куда входят «Нижнекамскнефтехим», «Казаньоргсинтез» и ТГК-16. После реализации всех инвестиционных проектов объединенная компания войдет в пятерку мировых лидеров по производству полиолефинов и каучуков, объединенные мощности которых составят 8 млн т полиолефинов и 1,2 млн т каучуков.

«СИБУР» в рамках дополнительной эмиссии разместил в пользу акционеров группы «ТАИФ» акции, которые составляют 15% от уставного капитала объединенной компании.

Акционеры «ТАИФ» внесли в оплату размещенных в их пользу акций СИБУРа 50% + 1 акций АО «ТАИФ». Одновременно акционеры «ТАИФ» продали «СИБУРу» оставшиеся 50% – 1 акция, которые были оплачены, в том числе, посредством выпуска облигаций «СИБУРа» в пользу акционеров ТАИФ. В периметре объединенной компании будут консолидированы 100% акций группы «ТАИФ», состоящей из нефтехимических и энергетических предприятий.

Сделка имеет сложную архитектуру, обусловленную наличием вопросов по договорному и

корпоративному праву, ценным бумагам, финансированию, антитрасту, налогам и коммерческим контрактам. В частности, потребовалось согласование с ФАС России и рядом иностранных регуляторов, включая Еврокомиссию. «Главная сложность — сжатые сроки при крайне сложной структуре сделки», — отметили **Алла Генералова, Юлия Попова** («СИБУР») и **Альберт Латыпов и Ильнур Замалетдинов** («ТАИФ»).

Подводя итоги года, Forbes назвал эту сделку главной сделкой года — стоимость объединенной компании составила $27 млрд.

Юридические консультанты: White&Case, DLA Piper, Мурат Акуев, EY, ФБК, PWC

Константин Кроль, эксперт The Case by Legal Insigt: «Даже сложно представить, что сделка такого уровня сложности могла быть реализована всего за полгода. Это очевидно потребовало максимальных усилий от всех участников процесса».

Константин Кроль
партнер, глава российской корпоративной и M&A практики Dentons

СТАТЬИ

КОРПОРАТИВНОЕ ПРАВО