

Силовое поле

Имплементация в национальное законодательство процедур squeeze-out и sell-out существенно изменила распределение сил между миноритариями и мажоритариями в акционерном обществе

Александр НИКОЛАЙЧИК, Ильгар ГАХРАМАНОВ • Специально для «Юридической практики»



Александр
НИКОЛАЙЧИК



Ильгар
ГАХРАМАНОВ

На протяжении всей истории существования украинского фондового рынка юристы и финансисты ратовали за введение процедур squeeze-out и sell-out в национальное законодательство. Такая позиция объяснялась прежде всего низкой ликвидностью миноритарных пакетов и ограничением возможностей миноритарных акционеров влиять на управление компанией.

В рамках выполнения условий Соглашения об ассоциации между Украиной и Европейским Союзом 23 марта 2017 года Верховная Рада Украины приняла Закон Украины «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины относительно повышения уровня корпоративного управления в акционерных обществах» № 1983-VIII (Закон), который кардинально изменил правила приобретения контрольного (50 % + 1 акция) и значительного контрольного (75 % акций и более) пакета акций (контрольный пакет) и урегулировал порядок приобретения контрольного доминирующего пакета акций (95 % акций и более) (доминирующий пакет). В результате принятия Закона в украинском законодательстве появились такие прогрессивные институты, как squeeze-out и sell-out, а также был усовершенствован институт minority tender offer (МТО).

Несмотря на прогрессивный характер реформы, новые правила выкупа акций даже после нескольких итераций изменений содержат много «серых зон», позволяющих злоупотреблять правами как мажоритарным, так и миноритарным акционером. В этой связи при структурировании сделок слияния и поглощения (M&A) необходимо особо тщательно подходить к соблюдению процедур выкупа акций у миноритарных акционеров.

Squeeze-out перед продажей

Как с процедурной точки зрения, так и с точки зрения корпоративного управления, для покупателя акций идеальным является сценарий вытеснения продавцом миноритарных акционеров еще до момента перехода права собственности на акции.

Если договор купли-продажи акций подчинен английскому праву, такая договоренность может быть структурирована следующим образом:

— как изначальное положение о том, что предметом договора является 100 % акций. Такая договоренность уместна в случае, когда для покупателя критично важно получить полный контроль над акционерным обществом (АО);

— как обязательство продавца перед завершением сделки (pre-completion obligation) или условие для завершения сделки (condition precedent). В таком случае предмет сделки разбивается на пакет, которым продавец владеет на дату заключения договора, и пакет, который он обязан продать после вытеснения миноритариев. Вследствие этого покупная цена корректируется соответственно (price adjustment), причем как в сторону увеличения (если

пакет составит 100 %), так и в сторону уменьшения (вследствие нарушения обязательства продавца обеспечить продажу 100 %). Стоит отметить, что английское право, в целом исключая возможность установления санкций в договорах, не квалифицирует такую корректировку цены в качестве договорной санкции (прецедентные решения по делам «Cavendish Square Holding BV v Talal El Makdessi (El Makdessi)» и «ParkingEye Ltd v Beavis» (2015).

Однако сложно сказать, что продавцы часто соглашались на подобный сценарий. К сожалению, в последние годы в рамках украинских M&A-сделок продаются в основном убыточные компании,



У миноритарных акционеров появилась возможность влияния на нового контролирующего акционера при проведении процедуры выкупа акций

находящиеся при этом в нестабильной макросреде. В этой связи явные и скрытые риски владения компанией на протяжении дополнительного времени, пока будет проводиться squeeze-out, значительно дисконтируют возможные выгоды продавца от продажи 100 % акций в виде премии за полный контроль.

Орды миноритариев

Исходя из нашего опыта, можем отметить, что намного чаще в M&A-сделках покупатель акций остается один на один с проблемой наличия в АО сотен или тысяч миноритариев. Большинство таких акционеров если не являются «мертвыми душами», то имеют очень пространное понимание происходящего процесса выкупа, в связи с чем часто настроены в отношении нового акционера весьма агрессивно. В таких условиях необходимо учитывать не только юридические и финансовые, но и психологические аспекты коммуникации с миноритарными акционерами.

Ниже мы представили ключевые трансакционные и процедурные вопросы и проблемы, с которыми сталкиваются покупатели акций (новые акционеры) при приобретении контрольных и доминирующих пакетов акций.

Стоимость и расчеты

При оценке акций публичного АО (ПАО) рыночная стоимость акций определяется согласно биржевому курсу акций на фондовой бирже, рассчитанному фондовой биржей за последние три месяца обращения. Процедура является довольно простой и не требует больших временных затрат.

Рыночная стоимость акций частного АО (ЧАО) определяется профессиональным оценщиком. Оценщика нужно привлекать заранее и предоставить ему все необходимые документы, связанные с оценкой.

Кроме перечисленных выше существует третий, гибридный тип АО, порожденный Законом Украины «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины относительно упрощения ведения бизнеса и привлечения инвестиций эмитентами ценных бумаг» от 16 ноября 2017 года № 2210-VIII (Закон об изменениях). Вследствие принятия Закона об изменениях к ПАО, не сделавшим публичное предложение акций в понимании Закона об изменениях, применяются правила, регулирующие деятельность ЧАО, несмотря на обращение акций таких ПАО на фондовых биржах. Как показывает наш опыт, акции таких АО определяются оценщиком, но при этом за

основу берется средний биржевой курс за последние три месяца обращения.

В связи с вышеизложенным мы рекомендуем на раннем этапе идентифицировать, к какой из перечисленных выше категорий относится АО, чтобы учесть это при выборе способа определения рыночной стоимости акций АО.

Манипулирование ценой

При приобретении контрольного и доминирующего пакетов необходимо учитывать возможность манипулирования ценами на фондовых биржах с целью повышения биржевого курса и, как следствие, выкупа акций по более высокой цене.

Согласно Закону Украины «Об акционерных обществах» (Закон об АО) рыночная стоимость акций ПАО определяется по состоянию на последний рабочий день перед датой размещения уведомления о заключении договора в информационной базе данных Национальной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку, в результате которого третье лицо станет собственником контрольного пакета. Таким образом, еще до заключения договора купли-продажи покупателю следует оценить, насколько установленный биржевой курс является адекватным реальной рыночной стоимости акций АО.

Порядок расчетов

Предыдущая редакция Закона об АО предусматривала, что расчеты за акции в рамках процедуры МТО проводятся с применением принципа «поставка ценных бумаг против оплаты».

Данный принцип реализуется посредством привлечения торговца ценными бумагами, который, в свою очередь, привлекает ПАО «Расчетный центр по обслуживанию договоров на финансовых рынках» (Расчетный центр), имеющее исключительные полномочия на осуществление расчетов

по данному принципу согласно законодательству о депозитарной системе Украины. В рамках расчетов с применением данного принципа Расчетный центр резервирует необходимую сумму на банковском счете покупателя и блокирует акции на счете в ценных бумагах продавца, таким образом гарантируя надлежащее исполнение сторонами сделки их обязательств.

В нынешней редакции Закона об АО применение данного принципа не является обязательным. Но поскольку порядок расчетов по закону предполагает принцип «утром — деньги, вечером — стулья», привлечение Расчетного центра может обеспечить определенный комфорт в отношении выполнения миноритариями их обязательств по договору. В то же время стоит учитывать, что в случае присутствия большого количества миноритарных акционеров услуги Расчетного центра будут достаточно дорогостоящими, что не всегда оправдано.

Кроме того, необходимо учесть, что торговец, будучи субъектом первичного финансового мониторинга, может потребовать прохождения всеми миноритариями процедуры идентификации клиента. Данная процедура предполагает предоставление миноритариями ряда документов, в связи с чем сотрудничество миноритариев и их оперативное реагирование на запросы торговца и нового акционера становится необходимым элементом на пути к успешной реализации МТО и sell-out.

Переговоры с миноритариями

Несмотря на то что Закон об АО в соответствующих статьях не упоминает о договоре купли-продажи акций, переход акций к новому акционеру опосредует именно договор. Очевидно, что договор должен быть подписан новым акционером, продавцом и миноритарием, для чего все стороны должны быть согласны с его содержанием.

Наш опыт показывает, что многие миноритарии не согласны с теми или иными положениями договора (часто техническими) и настаивают на своих правках. Согласование договора с каждым миноритарием занимает значительное время, тогда как нарушение сроков выкупа акций может привести к отрицательным последствиям для нового акционера, вплоть до требования миноритариев выкупить их акции по двойной цене в рамках процедуры sell-out.

Кроме того, при подписании договора купли-продажи миноритарии могут вести себя агрессивно, угрожая представителям продавца привлечь их к ответственности, например, за неправильный расчет налоговых обязательств. Бывает, что торговец отказывается подписывать договор с таким миноритарием, вследствие чего от миноритария поступает заявление о нарушении его прав на выкуп акций.

В связи с этим целесообразно рассмотреть вариант включения в договор с торговцем соответствующих положений, согласно которым при отказе от заключения договора торговец должен выдать соответствующий документ (например, справку), устанавливающий факт отказа от заключения договора именно торговцем, а не новым акционером.

Процедуры МТО и sell-out, имплементированные в национальное законодательство, существенно изменили распределение сил между миноритарными и мажоритарными акционерами в АО. У миноритариев появилась возможность влиять на нового контролирующего акционера при проведении процедуры выкупа, что, безусловно, должно учитываться при структурировании M&A-сделок, предметом которых являются пакеты акций размером менее 100 % уставного капитала.

НИКОЛАЙЧИК Александр — партнер Sayenko Kharenko, г. Киев,
ГАХРАМАНОВ Ильгар — юрист Sayenko Kharenko, г. Киев