

СТРУКТУРИРОВАНИЕ СДЕЛОК ПРЯМОГО ЧАСТНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ В РОССИИ

Антон КЛЯЧИН

**юридическая
фирма Salomon
Partners**

В прошедшем 2006 г. многие российские компании привлекли инвестиции на рынках капитала России и мира. Тенденция к выходу российских компаний на международные рынки инвестиционного капитала, безусловно, очень важна как для России, привлекающей таким образом иностранные денежные средства, так и для инвесторов, получающих возможность заработать на относительно быстром росте российской экономики.

Однако наряду с привлечением средств на публичных рынках активно развивается и сектор частных институциональных инвестиций. Такие сделки совершаются профессиональными инвестиционными фондами – фондами прямых или венчурных инвестиций. Инвестиции такого рода, как правило, привлекаются небольшими и средними компаниями, для которых выход на биржу – задача будущего. Для компании преимущества прямых инвестиций состоят в относительной простоте и скорости самой сделки, получении денег не на долговой основе, возможности использовать опыт и имя инвестора в целях компании. Основной недостаток – нацеленность инвестора исключительно на повышение капитализации компании даже в ущерб стратегии ее развития: риски, связанные с вложением денег в некрупную, непубличную компанию инвестор компенсирует высокой нормой прибыли, которую он должен так или иначе обеспечить за счет роста стоимости компании.

Большинство проблем, возникающих при структурировании сделок прямого частного инвестирования, связаны с тремя основными группами вопросов.

В первую входят вопросы, касающиеся собственно осуществления инвестиций, т.е. размещения вновь выпускаемых акций инвестору. Основная проблема здесь – невозможность удовлетворить желание инвестора защититься от рисков компании, в которую осуществляется инвестиция.

Во вторую – вопросы корпоративного управления компанией, в которую осуществлена инвестиция. Здесь юристу приходится сталкиваться с желанием инвесторов быть активно вовлеченными в процесс управления компанией и с противостоящим этому желанию императивным регулированием вопросов корпоративного управления в российском праве.

К третьей группе относятся вопросы, связанные с регулированием отчуждения акций или долей в компании. Российское законодательство не позволяет эффективно ограничить эти действия, в то время как для инвестора бывает критически важно жесткое и исчерпывающее регулирование этих вопросов.

1. Размещение акций

Основная проблема, связанная с размещением акций иностранным инвестором, за-

ключается в невозможности связать размещение с экономическим и юридическим состоянием компании. Российское право рассматривает акции, приобретаемые лицом, как самостоятельный объект, совершенно оторванный от компании, долю в капитале которой эти акции представляют. Исходя из этого понимания российское право защищает инвестора только от дефектов в самих купленных им акциях, но не от дефектов выпустивших их компаний.

Так, в договоре о размещении акций российской компании невозможно предусмотреть гарантии компании в отношении ее финансового положения (размер кредиторской и дебиторской задолженности, достоверность финансовой отчетности и т.п.); в отношении законного ведения компанией бизнеса (наличие всех необходимых лицензий, отсутствие задолженности по налогам, отсутствие существенных нарушений законодательства, которые могут привести к негативным последствиям для компании); в отношении прав компании на ее имущество (достоверность и законность прав на все принадлежащее компании имущество, достаточность имущества для ведения бизнеса компании и т.п.). Такие гарантии относятся, по сути, к «качеству» компании – они описывают ее состояние на текущий момент, поняв которое инвестор принимает решение об инвестировании средств. Между тем в данном случае российское право отказывается признать саму компанию неким аналогом «товара», а соответственно любые гарантии не могут распространяться на компанию, так как она сама по себе не является предметом сделки.

Данная проблема характерна для всех сделок по приобретению крупных пакетов акций (долей) в российских частных (непубличных) компаниях. Крайне желательно рассмотреть возможность иного подхода к правовому регулированию таких ситуаций. Необходимо признать, что экономическая суть сделок такого рода состоит не в приобретении определенного количества ценных бумаг, а в покупке именно доли в частной компании. Экономическая стоимость такой доли существенно зависит от показателей компании; более того, произвести оценку доли (которая определит цену сделки) возможно только опираясь на ее экономические показатели – ведь для частных компаний не существует биржевых котировок акций. Это означает, что инвестор напрямую заинтересован в получении гарантий относительно состояния дел компании, и если российское право не позволяет ему получить таковые, он будет стараться избежать его применения.

Вопрос относительно возможности гарантировать состояние компании, чьи акции приобретаются инвестором, на сегодняшний день не получил еще практического разрешения в судах. Не исключено, что российские правоприменительные органы встанут на позицию, схожую с высказываемой в настоящей статье. Такой подход был бы крайне желателен для инвестиционного сообщества.

2. Корпоративное управление

Основная задача фонда прямых инвестиций состоит в том, что он как инвестор должен не просто предоставить деньги для развития компании, но и активно участвовать в повышении стоимости компании, делаясь с ней знаниями и опытом своих высококвалифицированных менеджеров. Как правило, фонд нацелен на выведение компании на следующий этап развития. Для небольшой молодой компании таким этапом будет переход в категорию средних и привлечение следующего, более крупного инвестора. Для средней компании – переход в категорию крупных и желательно выход на биржу. Однако для достижения такой цели фонд как акционер или участник компании должен иметь существенные управленческие полномочия в компании, несмотря на то что доля его участия в ней может быть менее 50% и даже менее 25%.

Еще более важно то, что любой инвестор, вкладывая деньги в частную компанию, идет на существенные риски – ведь такие компании не подвержены пристальному вниманию биржевых регуляторов. Инвестор должен иметь возможность самостоятельно следить за работой компании и влиять на ее деятельность.

Российское право регулирует полномочия органов управления хозяйственных обществ в достаточно жесткой, императивной манере. Так, в акционерных обществах невозможно установить специальные, не предусмотренные законодательством, классы акций, наделенные различными правами по управлению компанией. Закрывает перечень полномочий, входящих в компетенцию общего собрания акционеров в акционерных обществах. Остается дискуссионным и вопрос о возможности расширять в уставе перечень полномочий общего собрания участников в обществах с ограниченной ответственностью. Жестко зафиксирован кворум общего собрания акционеров. В акционерном обществе невозможно изменить установленный законом процент голосов, необходимый для принятия того или иного реше-

ния. Не предусмотрена возможность предоставления одному или нескольким из акционеров или участников (вне зависимости от того, сколько у них голосов на тот или иной момент) права вето по каким-либо вопросам компетенции общего собрания. Не предусмотрена законодательством возможность передачи отдельных вопросов на рассмотрение комитетам или комиссиям, образованным из состава акционеров или участников. Остается неясным, возможно ли предусмотреть в уставе право нескольких лиц (а не только генерального директора) действовать от имени общества без доверенности. Невозможно эффективно осуществлять контроль за использованием инвестированных в компанию средств на согласованные с инвестором цели.

Между тем практически любой иностранный фонд прямых или венчурных инвестиций выдвинет в качестве условий осуществления инвестиции те или иные требования, противоречащие перечисленным императивам.

Таким образом, российское законодательство не позволяет участникам хозяйственного общества зафиксировать свое соглашение по указанным вопросам. Однако причины этого далеко не всегда ясны. Представляется, что в компании, чьи акции не обращаются на бирже, регулирование может быть существенно смягчено, так как ее участники или акционеры образуют достаточно узкий круг лиц, способных согласовать свои воли относительно управления принадлежащим им обществом. Так, по нашему мнению, нет никаких препятствий к тому, чтобы компетенция всех органов управления, а равно и кворум общего собрания акционеров в таких компаниях были определены уставными документами компании, — чтобы отдельные участники могли заблокировать принятие определенных вопросов. Важно отметить, что такая свобода может быть неприемлемой для публичных компаний, где существенный процент акций распылен среди миноритарных акционеров и их права на участие в управлении должны быть защищены законом. Однако акционерам частных (непубличных) компаний необходимо предоставить больше свободы.

3. Ограничения на продажу и договоренности о продаже акций

С самого момента осуществления инвестиции любой инвестор думает о том, каким образом будет осуществлен выход из инвестиции, т. е. продажа принадлежащих ему акций компании. В связи с тем что рассматри-

ваемые нами инвестиции осуществляются в частные компании, чьи акции не обращаются на биржах, ликвидность акций достаточно низка. В то же время каждый фонд прямых инвестиций имеет так называемый срок жизни, по истечении которого должен быть осуществлен выход из всех инвестиций фонда. В таких условиях заранее существующие договоренности о продаже акций на тех или иных условиях становятся для инвестора критичными. Наряду с этим инвестор всегда хочет эффективно ограничить смену акционеров (участников) компании: учредители компании должны как можно дольше оставаться ее акционерами (участниками), для того чтобы быть мотивированными, способствовать ее развитию; вместе с тем приход новых акционеров, среди которых могут оказаться и другие инвестиционные фонды, не всегда выгоден для инвестора.

Стандартная сделка прямого или венчурного инвестирования в частную компанию предусматривает определенное количество договоренностей, направленных на достижение указанных целей инвестора. Рассмотрим некоторые из них.

Очень часто договоренности между инвестором и основателем компании предусматривают полный запрет на отчуждение основателем принадлежащих ему акций на определенный срок. Этим основатель «привязывается» к основанной им компании. Далее, инвестиционные соглашения часто предусматривают систему опционов на покупку и (или) продажу акций, принадлежащих инвестору. Варианты в данном случае могут быть самыми различными. Среди наиболее часто встречающихся можно отметить право инвестора продать принадлежащие ему акции через определенный срок и по определенной цене (тем самым обеспечив инвестору фиксированную доходность на акции); право основателя потребовать выкупа акций инвестора (тем самым ограничив доходность инвестора); право инвестора при определенных негативных для компании обстоятельствах выкупить часть акций основателя по номиналу (тем самым фактически увеличив свою долю в компенсацию снижения стоимости акций) и т.д.

Кроме этого, инвестиционные соглашения, как правило, предусматривают сложные системы ограничения акционеров (участников) в праве распоряжаться принадлежащими им акциями (долями). Так, вместо скупой описанного в российском законодательстве права преимущественной покупки инвесторы, как правило, полу-

чают не только право на пропорциональный выкуп вновь выпускаемых акций компании, но и на поддержание принадлежащей им доли в определенном классе акций компании. К примеру, если инвестор владеет 25% всех акций компании, но при этом принадлежащие ему акции составляют 70% привилегированных акций, то он получит право выкупить 25% любых вновь выпускаемых акций и 70% вновь выпускаемых привилегированных акций.

Намного более подробно прописываются положения о преимущественном праве на выкуп акций, отчуждаемых другими акционерами. Во-первых, такое право может возникать и при сделках акционеров с другими акционерами, так как изменение долей участия существующих акционеров тоже является обстоятельством, на которое инвестор, как правило, хочет иметь влияние. Во-вторых, такое право будет, как правило, распространяться на любые сделки, направленные на отчуждение акций, в том числе и на дарение, мену, залог акций, заключение опционных соглашений в отношении акций и т.д. В-третьих, право на выкуп акций обычно может осуществляться в два раунда. К примеру, если акционер желает продать принадлежащие ему акции, то он должен уведомить других акционеров об этом и те могут в определенный срок потребовать выкупить долю акций, пропорциональную их доле в компании (без учета доли продавца). Если же какая-то часть акций оказалась в результате невыкупленной, то те акционеры, которые реализовали свое право на выкуп, получают право докупить невыкупленные другими акции. В-четвертых, отказ от права преимущественной покупки, как правило, ограничивается во времени: если акционер отказался от такого права в отношении конкретной предполагаемой сделки, то такая сделка должна быть совершена в определенный период времени (обычно – от трех до шести месяцев); если же в этот период сделка не состоялась, продавец должен вновь уведомлять всех акционеров о планируемой продаже, как если бы она была новой сделкой. В-пятых, последствия нарушения права преимущественной покупки могут быть установлены в договоре и могут быть существенно жестче, чем те, которые предусмотрены в российском праве. Сделки, произведенные без соблюдения права преимущественной покупки, могут признаваться ничтожными, а акционер (участник), совершивший их, может быть оштрафован.

Однако экономика показывает, что даже столь подробно урегулированное право преимущественной покупки

акций далеко не всегда может быть признано эффективным способом ограничения акционера в продаже принадлежащих ему акций. Представим, что компания принадлежит трем акционерам (участникам) в равных долях. Если один из них решит продать принадлежащие ему акции (доли) третьему лицу, два других должны будут либо выкупить его долю по цене предложения, либо смириться с вхождением в состав акционеров (участников) нового, возможно, крайне нежелательного для них акционера (участника). Однако для выкупа акций (долей) предполагаемого продавца необходимо иметь существенное количество денежных средств, которые акционеры могут и не собрать в установленные для осуществления преимущественного права сроки.

Еще ярче этот пример работает в компании, где одному акционеру принадлежит большинство акций (скажем, 70%) – миноритарным акционерам очень сложно выкупить мажоритарный пакет. В этом случае само по себе право преимущественной покупки не защищает интересы акционеров (участников). Поэтому инвестиционные соглашения, как правило, дополняют это право другими полномочиями. Так, акционер (участник), не осуществивший право преимущественной покупки, часто имеет право участвовать в продаже акций (долей) продающим акционером (участником) (так называемое *tag along right* (право привязаться) или *co-sale right*). В данном случае продающий акционер (участник) обязан продать помимо своих акций (долей) акции (доли) присоединяющегося к его сделке другого акционера в количестве, пропорциональном участию такого другого акционера (участника) в капитале компании. Соответственно сам продающий акционер (участник) продаст меньшее количество своих акций (долей), если только покупатель не согласится выкупить все акции (доли), которые должны быть проданы в соответствии с правами на участие в продаже.

Очень часто лица, приобретающие существенный пакет акций (долей) компании, желают выкупить и акции (доли) всех остальных акционеров (участников). Для того чтобы обеспечить такую возможность, инвесторы, как правило, фиксируют за собой право привлечь остальных акционеров (участников) к продаже (так называемое *drag along right* (право притянуть)). Так, если инвестором достигнута договоренность о продаже принадлежащего ему пакета, составляющего, скажем, 50% акций (долей) компании, то он имеет право заставить всех остальных акционеров продать принадлежащие им акции (доли) в компании тому же продавцу и на тех же условиях.

Описанные права могут квалифицироваться множеством условий: они могут быть ограничены во времени; могут распространяться на всех или на часть акционеров (участников); могут работать только при продаже акций (долей) по цене не ниже определенного минимума и т.д.

Наконец, стандартное инвестиционное соглашение подробно описывает действия сторон в случае выхода компании на биржу. Данные положения должны точно соответствовать праву той страны (или тех стран), где компания намеревается разместить свои акции, а также биржевым правилам той биржи (или тех бирж), на которой будет осуществлено размещение. Как правило, с выходом на биржу все лимиты на отчуждение акций снимаются, поскольку они противоречат самой сути биржевой торговли акциями, при которой акции не должны быть обременены такого рода ограничениями.

Российское право не позволяет акционерам (участникам) российских хозяйственных обществ с такой тщательностью урегулировать их отношения в части отчуждения акций (долей). Положения о праве преимущественной покупки не только могут быть легко обойдены (к примеру, при дарении акций), но и не всегда эффективны с экономической точки зрения. Однако правоприменительная практика идет по тому пути, что стороны не могут их изменить или дополнить. К сожалению, как и в случае с регулированием корпоративного управления, существующие законодательные и правоприменительные барьеры не всегда объяснимы. По нашему мнению, в данном случае полностью применим принцип свободы договора и следует разрешить сторонам уточнять не всегда достаточные законодательные установления.

4. Иные положения

Инвестиционные соглашения, как правило, предусматривают и многие другие положения, имплементация которых в условиях российского права невозможна или существенно затруднена. К примеру, положения о конфиденциальности обычно занимают весьма важное место в соглашении и часто не вполне стыкуются с положениями законодательства о коммерческой тайне. Инвесторы часто хотят ограничить основателей компании или ее генерального директора в праве заниматься в будущем деятельностью, конкурирующей с основанной или руководимой ими компанией. Основатели часто принимают на себя обязательства по обеспечению широкого доступа инвестора к документации компании, к информации о ее бизнес-планах, их вы-

полнении, отклонениях от прогнозов. Многие из перечисленных положений идут вразрез с российским правом, которое не позволяет ограничить лицо в праве трудоустройства у компании-конкурента, в праве акционера получить больше информации, чем предписано законодательством о хозяйственных обществах, и т.д.

В заключение хотелось бы отметить следующее. Представляется, что краеугольным камнем в решении перечисленных в настоящей статье проблем должно стать изменение подхода к классификации российских хозяйственных обществ. Необходимо как можно скорее перейти от не всегда четко обоснованного деления обществ на ОАО, ЗАО и ООО к делению на публичные и частные компании. Если регулирование деятельности первых должно ставить во главу угла соблюдение баланса интересов компании и ее акционеров, то в отношении вторых необходимо существенно расширить диспозитивные возможности участников.

Если и пока этого не будет сделано, основной совет, который юристы обычно дают инвесторам в российские компании, будет оставаться таким: необходимо учредить совместно с другими участниками компании юридическое лицо (холдинг) в более либеральной юрисдикции, к примеру на Кипре, в Англии, в Голландии, и передать этому лицу 100% акций (долей) компании, после чего осуществлять управление компанией через такой холдинг. Отношения же между инвестором и другими участниками в этом случае можно будет урегулировать по праву страны учреждения холдинга.

По сути, это означает, что слишком строгое регулирование корпоративных вопросов российским правом как бы выталкивает инвестиционные сделки из российского правового поля, заставляет стороны создавать громоздкие корпоративные структуры, а как результат – зачастую уменьшает налоговые поступления от компаний в казну Российской Федерации. Такое положение дел объясняет и тот факт, что подобного рода инвестиционные сделки обслуживаются обычно международными юридическими фирмами, а не их российскими конкурентами.

Таким образом, смягчение корпоративных правил для частных компаний должно напрямую способствовать улучшению инвестиционного климата в России и привлечению действительно прямых инвестиций в российские компании.