



А.М. Городисский
Управляющий Партнер
Адвокатского бюро
«Андрей Городисский и Партнеры»

Создание холдинговых структур при слиянии: разрешение тупиковых ситуаций

Проектирование слияния

Юридическое проектирование корпоративной структуры любого слияния является чрезвычайно объемной и многоплановой работой, при осуществлении которой необходимо принимать во внимание огромный пласт коммерческих, правовых, налоговых и финансовых вопросов. Охватить все эти вопросы или даже большую их часть, в рамках одной статьи просто невозможно, и поэтому автор хотел бы сконцентрироваться на некоторых проблемных аспектах разрешения тупиковых ситуаций при создании холдинга.

Прежде всего необходимо рассмотреть используемые в современной деловой практике подходы к созданию корпоративной структуры слияния, которые в большинстве случаев базируются на трех основных концепциях:

1) Создание холдинговой компании на основе одной из компаний-участниц слияния.

Данная концепция может быть реализована двумя путями:

а) реорганизация путем присоединения к одной из компаний других компаний-участниц объединения. В результате такой реорганизации создается головное предприятие, а присоединяемые компании становятся его филиалами. В свою очередь, акционеры присоединяемых компаний становятся акционерами головного предприятия;

б) обмен акций, выпущенных одной из компаний-участниц слияния, на акции других компаний-участниц слияния, в результате которого компания-эмитент этих дополнительных акций становится холдинговой компанией, а другие компании становятся ее дочерними предприятиями. Акционеры же этих компаний становятся акционерами холдинговой компании.

2). Реорганизация компаний-участниц путем их слияния (в смысле ст. 57 Гражданского Кодекса РФ).

В результате такой реорганизации появляется новая компания, акционерами которой становятся акционеры компаний-участниц этого процесса.

3). Создание холдинговой компании.

Холдинговая компания создается, как правило, путем внесения в ее уставный

капитал акций компаний-участниц слияния, в результате чего акционеры этих компаний становятся акционерами холдинговой компании, а компании-участницы слияния - ее дочерними предприятиями.

Практически невозможно охарактеризовать любой из вышеназванных вариантов создания холдинговой структуры как наиболее или наименее приемлемый для целей осуществления дружественного слияния в России.

Каждый из этих вариантов имеет свои недостатки, равно как и достоинства. Например, при реорганизации компаний путем их слияния и создания на их основе одной компании (Вариант 2), очевидно, возникают следующие вопросы: (i) отсутствие самостоятельной ответственности перед кредиторами каждого предприятия, являющегося составной частью одной компании (в отличие от Варианта 1б и Варианта 3, когда дочерние предприятия несут самостоятельную ответственность по своим обязательствам); (ii) необходимость решения непростых вопросов, где регистрировать объединенную компанию, в каких объемах платить налоги в месте нахождения головного офиса и в каких объемах платить налоги в местах осуществления деятельности ее производственными филиалами; (iii) необходимость переоформления всех лицензий и свидетельств на право собственности на недвижимость, и т.д.

Однако, с другой стороны, мы видим, что подобная структура дает возможность более не задумываться о способах формирования центра прибыли с помощью дивидендного потока, который сопряжен с уплатой 9% налога, не нужно более «ломать голову» возникнут или нет проблемы со ст. 40 Налогового кодекса в результате применения трансфертного ценообразования, соответственно не возникает и проблема «внутригруппового» НДС.

Таким образом, для принятия решения относительно юридической архитектуры слияния необходимо провести тщательную и всестороннюю оценку отраслевых и иных рисков и негативных сторон каждого из вариантов с учетом специфики конкретного промышленного производства или иной коммерческой деятельности, принимая во внимание все аспекты деятельности компаний-участниц слияния, включая и создание новой системы управления объединенным бизнесом.

Так, в телекоммуникационной отрасли наблюдается тенденция создания единых компаний, осуществляющих свою локальную деятельность через региональные филиалы, т.е. по существу использования Варианта 1а. Можно предположить, что акционерами и менеджерами таких компаний был проведен детальный анализ и оценка рисков, а также экономических и иных бизнес-бенефиций, которые они ожидают получить от такого структурирования их компаний. По-видимому, эти соображения преобладали над рисками потери отдельной ответственности, т.к. для этой отрасли риск предъявления претензий со стороны пользователей услугами связи не критичен.

Можно ли исходить из таких же соображений, если речь идет о структурировании слияния в нефтегазовом секторе или в металлургической отрасли? В этом случае, как минимум, необходимо принимать во внимание экологические и производственные риски (аварии), административные риски (выполнение условий лицензий), число занятых на предприятиях (трудовые споры, возмещение ущерба здоровью в результате производственных аварий) и т.д. И не исключено, что результаты анализа всех аспектов деятельности конкретных предприятий, работающих в данной отрасли с учетом ее специфики, приведут к выводу, что вопрос самостоятельной (или ограниченной для акционеров) ответственности производственной компании будут преобладать

над экономическими соображениями.

В ряде случаев, когда происходит слияние двух групп, предприятия которых заняты в различных областях коммерческой деятельности, применяются комбинированные подходы к созданию юридической конструкции объединения, т.е. некоторые предприятия сливаются и/или присоединяются, но в отношении вершины этой конструкции, т.е. в точке, где закрепляются и определяются юридические интересы, права и обязательства владельцев-участников объединения, применяется создание новой холдинговой компании.

Тем не менее, несмотря на невозможность давать абсолютно дефинитивные рекомендации в отношении юридической архитектуры слияния, автор хотел бы отметить, что, по имеющемуся опыту, конструкция, основанная на создании холдинговой компании в верхней точке корпоративной структуры, которой принадлежат акции производственных или коммерческих предприятий, является более универсальной и статистически чаще применяемой коммерсантами.

Автор полагает, что это связано, прежде всего с тем, что на уровне холдинговой компании гораздо проще отрегулировать такие вопросы взаимоотношений собственников, как доля участия каждого партнера в капитале группы и ее прибылях, вопросы управления бизнесом и регламента принятия решений, а также установить условия «развода», если таковой будет иметь место.

Немаловажен и тот факт, что при использовании концепции самостоятельной холдинговой компании несколько проще с юридической точки зрения структурировать сделки продажи части активов и приобретения новых активов.

Кроме того, для юристов эта концепция является наиболее привлекательной еще и потому, что она не нарушает одно из «золотых правил» нашей профессии: ценные бумаги (прежде всего акции), недвижимость и интеллектуальная собственность не должны быть подвержены никаким коммерческим рискам. Единственной внешней функцией холдинговой компании является держать, управлять и распоряжаться акциями дочерних компаний. Она не должна заключать никаких коммерческих контрактов с тем, чтобы не нарушать данного правила.

Из каждого тупика есть только четыре выхода

Помимо упомянутой выше внешней функции, холдинговая компания выполняет также и внутреннюю функцию, которая, как правило, реализуется в соглашении акционеров и в учредительных документах компании. В этих документах содержится развернутое регулирование отношений владельцев объединенного бизнеса. В этой связи, полагаю, следует остановиться на одном из наиболее сложных вопросов, возникающих в юридической практике создания такого регулирования - разрешение т.н. «тупиковых ситуаций». Эта проблема возникает тогда, когда владельцы сливающихся предприятий в качестве одного из главных правил своей дальнейшей деятельности определяют принцип единогласного принятия решений по всем существенным вопросам управления объединенного бизнеса, либо когда акционеры участвуют в капитале холдинговой компании на паритетных началах и каждый из них голосует 50% акций этой компании. Соответственно, если один из акционеров голосует за какое-либо решение, а другой - против, решение не принимается и во многих случаях это может привести к приостановлению работы ряда предприятий и нанесению серьезного ущерба бизнесу. Как следствие, это зачастую приводит к длительному и

разрушительному конфликту между акционерами, в результате которого, как правило, не бывает выигравших, т.к. обе стороны несут тяжелые материальные потери.

С тем, чтобы избежать подобных негативных последствий возникновения тупиковой ситуации необходимо уже в самом начале работы над соглашением акционеров и другими корпоративными документами холдинговой компании создавать детальное регулирование в отношении правил разрешения тупиковых ситуаций, которые, как представляется, должны состоять из следующих основных блоков.

Прежде всего, в этих документах должен быть прописан подробный, прагматически выверенный и реальный для исполнения регламент т.н. «лечения тупиковых ситуаций», т.е. должны быть предусмотрены механизмы, позволяющие сторонам в разумный срок договориться, не доводя разногласия до ситуации реального и непреодолимого конфликта. Эти процедуры должны быть обязательными для сторон, и нарушение одной из сторон таких правил должно определяться как неисполнение ей своих обязательств с соответствующими последствиями в виде санкций. Так, в частности, такой регламент может предусматривать проведение нескольких совещаний партнеров, посвященных рассмотрению спорного вопроса, в течение определенного периода времени, результаты которых должны протоколироваться; привлечение для оценки аргументов сторон внешних нейтральных консультантов; внесение в договор партнеров положений о дополнительной ответственности одного из них за последствия принятия его предложения, против которого выступает другой партнер и т.д.

В нашей практике был случай, когда два партнера с равными долями участия в совместном бизнесе по созданию крупных объектов недвижимости решали вопрос о финансировании строительства. Один из партнеров предлагал направить все имеющиеся средства на завершение строительства одного из объектов и замораживание, требующего огромных капиталовложений, строительства другого объекта, мотивировав свое предложение тем, что ввод в эксплуатацию первого объекта будет приносить прибыль, которую можно инвестировать в строительство второго объекта. Он также утверждал, что одновременное ведение строительных работ на двух объектах неизбежно приведет к росту объемов внешнего финансирования совместной структуры и соответственно риску дефолта по кредитным обязательствам. Другой партнер оценивал ситуацию на рынке недвижимости по иному и считал, что одновременное продолжение строительных работ необходимо для успешного завершения проекта в целом. Со всей очевидностью для всех в отношениях партнеров возникла тупиковая ситуация. В соответствии с регламентом, стороны должны были встретиться через месяц для повторного обсуждения вопроса. За это время каждый из партнеров совместно со своими внешними консультантами провел тщательный и всесторонний анализ всех сценариев «развода» и их последствий, которые оказались негативными при любом варианте развития событий. В итоге, на очередной встрече партнеры приняли компромиссное решение по вопросу направлений финансирования проекта, успешное завершение которого впоследствии привело к росту капитализации совместного бизнеса до 800 млн. долларов.

В упомянутых документах должны также содержаться положения, препятствующие искусственному созданию тупиковых ситуаций, когда одна из сторон по тем или иным соображениям в определенный момент времени считает это для себя выгодным, но наносит подобными действиями ущерб партнеру и бизнесу.

В корпоративных документах холдинговой компании должны обязательно содержаться положения или регламент кризисного управления бизнесом, в соответствии с которыми менеджмент объединенной структуры мог бы действовать самостоятельно, но строго в рамках соответствующих предписаний регламента в течение времени, необходимого акционерам для разрешения тупиковой ситуации. Эти предписания должны содержать детальное описание компетенции менеджмента в отношении оперативного повседневного руководства деятельностью объединенной структурой (не исключено, что она может быть несколько шире, чем в обычных условиях) и ответственность за их ненадлежащее исполнение. Подобный регламент актуален для тех структур, в которых совладельцы принимают участие не только в принятии стратегических решений, но и в одобрении определенных оперативных вопросов и в тех случаях, когда разногласия возникли в отношении стратегических вопросов. Главная цель регламента кризисного управления - обеспечить нормальное функционирование компании в период разрешения тупиковой ситуации.

Далее, документы холдинговой компании должны содержать правила, которые будут применяться в том случае, когда попытки найти взаимоприемлемое решение, не дали позитивных результатов. В этой ситуации партнеры реально имеют только два сценария дальнейшего развития событий:

1) обмен предложениями о выкупе/продаже акций, в результате которого один из партнеров покидает компанию, получив за свои акции реальную рыночную (или даже выше) стоимость. Это наиболее часто эксплуатируемый способ разрешения тупиковой ситуации;

2) разделение бизнеса и возврат каждому из партнеров первоначально сделанного взноса в форме акций компаний-участниц объединения. Такой способ используется крайне редко.

Первый способ, по существу, сводится к обмену предложениями о покупке/продаже акций и, как правило, обязательным для исполнения сторонами является то предложение, которое имеет наибольшее денежное выражение. Такой способ разрешения тупиковых ситуаций на профессиональном юридическом жаргоне называется «техасский отстрел» и применяется там и тогда, где и когда один из партнеров голосует за принятие решения, а другой партнер категорически против такого решения. В этом его главное отличие от т.н. на том же юридическом жаргоне «русской рулетки», которая, как правило, является договорным положением соглашения акционеров/участников, в соответствии с которым один из партнеров в любое время может направить другому партнеру (ам) предложение о выкупе/продаже акций. Перечислять все возможные варианты регулирования, которые существуют в мировой юридической практике просто невозможно (некоторые из них могут занимать до 15 страниц текста). Главная задача, которая стоит перед юристами при подготовке этих правил - исключить возможность возникновения обязательства купить или продать акции за бесценок или по завышенной цене. Это достигается следующим образом:

(i) введением нижнего ограничения для цены предложения. При этом лучше всего это делать не в абсолютных цифрах, а в виде формулы, например: формула цены основывается на показателе EBITDA или иных критериях. Эта рекомендация основана на том, что невозможно в момент подписания документов холдинговой компании предположить, что будет с валютами и их курсами в будущем;

(ii) предусматривается правило, в соответствии с которым сторона, делающая

предложение с указанием цены, может получить встречное предложение с такой же ценой и обязана будет его принять. Обычно такое регулирование отбивает охоту занижать или завышать цену первого предложения. Возможна и комбинация эти двух правил.

Как уже отмечалось, второй способ разрешения тупиковых ситуаций встречается в деловой практике очень редко. Как правило, партнеры по объединению задумываются о применении этого способа в том случае, если финансовые возможности одного из них не сопоставимо больше, чем у другого. Партнер с меньшими финансовыми возможностями понимает, что при применении первого способа, его акции будут выкуплены другим партнером. Однако, его приоритетом является сохранение в собственности первоначально внесенного актива и поэтому он настаивает на разделении бизнеса, как способе разрешения тупиковой ситуации. Проблема заключается также и в том, что для применения этого способа необходимо наличие, как минимум, следующих условий:

- объединяемые активы должны сохранять свою обособленность как самостоятельные юридические лица, а их акции должны принадлежать холдинговой компании, которая не занимается никакой иной деятельностью и не имеет никаких иных активов, кроме этих акций и денежных средств;

- повседневная коммерческая деятельность этих предприятий после объединения не должна драматически измениться в сторону зависимости друг от друга;

- в случае, если в ходе объединения планируется переориентация предприятий на различные рынки, возможность их обратного выхода на рынки, на которых они работали до объединения.

Если эти условия реалистичны, то техника осуществления возврата изначально внесенных активов относительно проста: холдинговая компания ликвидируется и распределяет свое имущество в виде акций, принадлежащих ей предприятиям, между акционерами - бывшими партнерами по объединению, либо выплачивает им дивиденды в натуральной форме, т.е. акциями этих предприятий.

Определившись со способом разрешения тупиковых ситуаций, юристы, готовящие документы по слиянию, должны решить следующий вопрос: в какой правовой среде тот или иной способ будет работать наиболее эффективно? Перед тем, как проанализировать этот вопрос, необходимо сделать одно вводное замечание. Возникновение тупиковой ситуации - это в большинстве случаев результат конфликта между партнерами, которому сопутствует обычная гамма чувств и действий, и, прежде всего, повышенный уровень недоверия. С учетом этого, одной из важнейших задач юристов является создание механизмов, позволяющих в максимально возможном автоматическом режиме при минимальной зависимости от действий или бездействия партнеров осуществить процедуру разрешения тупиковой ситуации.

Рассмотрим возможности российского права при применении первого способа разрешения тупиковой ситуации. Как представляется, единственным правовым инструментом, который мог бы быть использован для этой цели, является договор купли-продажи акций под условием, где условием вступления договора в силу служит факт возникновения тупиковой ситуации.

Полагаю, что в этой связи необходимо прежде всего отметить, что в России не существует какой-либо судебной практики рассмотрения споров, вытекающих из подобных договоров купли-продажи акций, которые используются для выкупа акций,

как способа разрешения тупиковой ситуации. Кроме того, трудно представить себе рассмотрение в нашем суде подобного договора, в котором статус продавца и покупателя, а также цена сделки должны определяться в соответствии с процедурами, установленными соглашением акционеров.

Но самое главное заключается в том, что договор купли-продажи акций под условием не создает механизма *автоматического* исполнения сторонами своих обязательств по нему вне зависимости от их действий или бездействия. Иными словами, после осуществления процедуры обмена предложениями и определения покупателя, продавца и цены продаваемого пакета акций, покупатель получает право требования поставки ему акций и у него возникает обязательство оплатить это приобретение, в свою очередь продавец обязан передать акции покупателю и принять деньги в их оплату, т.е. каждая из сторон *должна будет* совершить определенные действия во исполнение своих обязательств по договору. Очевидно, что в условиях потенциального конфликта между акционерами такая конструкция не является стабильно гарантирующей соблюдение их интересов.

Анализ возможностей применения второго способа разрешения тупиковых ситуаций путем ликвидации холдинговой компании и распределения имущества между акционерами или выплаты дивидендов также приводит к выводу о том, что главная цель этого регулирования - осуществить процедуру разделения бизнеса без существенного влияния на это конфликтующих сторон - не достигнута, поскольку, как в случае ликвидации, так и в случае выплаты дивидендов, от акционеров требуется принятие соответствующих корпоративных решений. Кроме того, ликвидация связана, как правило, с достаточно долгой процедурой комплексной налоговой проверки, а выплата дивидендов с необходимостью уплаты соответствующих налогов.

Escrow agent

Результатом изложенного анализа является вывод, что для достижения автоматизма при осуществлении действий, направленных на разрешение тупиковой ситуации акционерам необходимо иметь контрактные отношения с неким третьим лицом, которое, действуя от их имени и в соответствии с заранее согласованным акционерами регламентом, будет иметь полномочия распоряжаться соответствующими пакетами акций, получать денежные средства за продажу одного из пакетов и, соответственно, передавать акции покупателю, а деньги - продавцу, тем самым создавая гарантии обеим сторонам исполнения взаимных обязательств.

К сожалению, российское законодательство не позволяет ни номинальным держателям, ни доверительным управляющим, ни адвокатам выступить в такой роли и в полной мере обеспечить необходимый автоматизм в осуществлении изложенных выше процедур разрешения тупиковых ситуаций.

Этим, по-видимому, и объясняется устойчивая тенденция российской деловой практики по созданию холдинговых компаний в странах англо-саксонской системы права, где институт *escrow agent* имеет стабильную законодательную основу и многолетнюю практику применения для разрешения подобных ситуаций. Если проводить сравнительный анализ законодательств таких стран, как Великобритания, Британские Виргинские острова, Кипр, Панама и Багамские острова, то на мой взгляд, Кипр является наиболее предпочтительной юрисдикцией для создания холдинговых компаний. Такой вывод основан, прежде всего, на следующем:

- Кипр является членом Европейского Сообщества, и законодательство этой страны полностью адаптировано к требованиям Сообщества и соответствует самым высоким стандартам;

- недавние изменения законодательства этой страны создали наилучший (в особенности с точки зрения налогообложения) режим для холдинговых компаний;

- Кипр практически в полном объеме воспринял основные положения законодательства Англии и английские судебные прецеденты применяются в судебной практике этой страны;

- Кипр имеет давние и устойчивые связи с Россией. Кипрские банки, адвокаты и аудиторы имеют большой опыт работы с российским деловым сообществом и хорошо понимают наши реалии, а также задачи, стоящие перед российским бизнесом.

Законодательство Кипра позволяет адвокатам, различным структурам, оказывающим трастовые услуги, и финансовым институтам выступать в роли escrow agent, который в качестве номинального держателя акций холдинговой компании может получить полномочия от бенефициарных владельцев этих акций применять соответствующие положения корпоративных документов и соглашения акционеров в отношении разрешения тупиковых ситуаций, а именно - передать акции покупателю при условии поступления на его (escrow agent) счет соответствующего платежа, который будет переадресован продавцу акций.

Как правило, именно escrow agent фиксирует момент возникновения тупиковой ситуации и начинает осуществление предписанных корпоративными документами процедур их разрешения. Для этих целей escrow agent назначается также директором (или секретарем) холдинговой компании, ответственным за созыв собрания акционеров и ведение соответствующих протоколов, в которых фиксируются различные позиции сторон при голосовании по тому или иному вопросу. Он также является лицом, осуществляющим передачу акционерам, направляемых ими друг другу предложений относительно выкупа или продажи акций. Для целей обеспечения выполнения покупателем своих обязательств по оплате акций, акционеры холдинговой компании передают свои акции в залог escrow agent. В случае, если в установленные сроки платеж за акции не поступает на счет escrow agent, он вправе обратиться предусмотренное корпоративными документами и соглашением акционеров взыскание на акции покупателя.

Действующее в настоящее время в России законодательство (включая Закон о валютном регулировании и валютном контроле) не содержит каких-либо существенных препятствий для того, чтобы российские резиденты, владеющие акциями российских предприятий, осуществили обмен этих акций на акции, выпущенные вновь созданной для целей проводимого ими слияния кипрской холдинговой компании.

Полагаю, что в отсутствие в России развитого специального законодательства, регулирующего деятельность холдинговых компаний, использование преимуществ кипрского законодательства может позволить участникам слияния решить не только те вопросы, которые рассматривались в данной статье, но и многие другие вопросы их взаимоотношений и управления объединенным бизнесом.