



Георгий КАЛАШНИКОВ
партнер
Hogan Lovells (CIS)



Константин КОНТИЕВСКИЙ
юрист
корпоративной практики
Hogan Lovells (CIS)

Одним из ключевых, если не основным вопросом в сделке купли-продажи акций является вопрос, связанный с ценой приобретаемых акций. Каким образом ее необходимо определять? Какие обстоятельства следует учитывать? Возможна ли корректировка покупной цены? В рамках сделок купли-продажи акций, заключаемых по английскому праву, речь о которых пойдет в настоящей статье, ответы на все эти вопросы, так или иначе, связаны с двумя наиболее распространенными методами определения стоимости акций:

- определение стоимости по балансу компании на момент закрытия сделки (*Completion Accounts*) и
- закрепление стоимости акций на момент подписания сделки (*Locked Box*).

Locked Box – ящик Пандоры

Договоры купли-продажи акций, оперирующие методом *Completion Accounts*, как правило, включают положения, позволяющие сторонам сделки скорректировать итоговую покупную цену в зависимости от обстоятельств, возникающих между подписанием договора купли-продажи (*signing*) и закрытием сделки (*completion*) и оказывающих влияние на экономические показатели приобретаемой компании.

В основу корректировки покупной цены стороны могут положить большое количество экономических показателей приобретаемой компании, например, EBITDA, оборотный капитал, чистый долг, чистые активы и проч. При этом процесс корректировки покупной цены может занимать большое количество времени и быть весьма дорогостоящим для сторон.

Указанный метод на сегодняшний день является основным способом расчета окончательной покупной цены, так как отражает интересы обеих сторон, однако в условиях экономической нестабильности, когда деятельность компании показывает отрицательные результаты, использование данного метода становится более выгодным для покупателя, поскольку в результате корректировки покупной цены окончательная стоимость акций уменьшается.

В качестве альтернативного пути стороны могут использовать метод ценообразования *Locked Box* (дословно "закрытая коробка"), который не предполагает корректировку покупной цены на момент закрытия сделки и соответственно позволяет ускорить и удешевить процесс окончательных расчетов сторон по сделке.

В большинстве случаев механизм *Locked Box* интересен продавцам акций, стремящимся быстрее закрыть сделку без финансовых потерь из-за корректировки покупной цены. Эти и другие обстоятельства, в том числе возможные судебные разбирательства, связанные с корректировкой покупной цены, продолжают сегодня быть частой причиной применения механизма *Locked Box*.

Этот механизм достаточно широко распространен в сделках с участием инвестиционных компаний и профессиональных инвесторов. Это связано с тем, что данные участники финансового рынка стремятся минимизировать размер денежных средств, длительное время находящихся без использования на расчетных счетах и служащих для "подстраховки" на случай изменения покупной цены в результате корректировки.

Данное стремление участников финансового рынка вызвано весьма очевидными обстоятельствами: неисполь-

зуемые денежные средства можно направить на приобретение иных активов.

Как работает *Locked Box*?

Механизм *Locked Box* предполагает, что стоимость акций определяется сторонами на основании бухгалтерской отчетности компании, сформированной до или к моменту подписания договора купли-продажи, т.е. все корректирующие величины, позволяющие рассчитать окончательную стоимость компании (*equity value*), известны на момент подписания.

Таким образом, при использовании механизма *Locked Box* экономические риски приобретаемой компании переходят на покупателя в момент подписания договора купли-продажи акций (фактически на день формирования применимой бухгалтерской отчетности), а юридические риски (правовой титул на акции, отсутствие обременений, надлежащее учреждение компании и проч.) – в момент закрытия сделки.

Защита покупателя от злоупотребления со стороны продавца

Эффективность механизма *Locked Box* подкрепляется возможностью предоставления со стороны продавца гаран-

тии о том, что в период между подписанием договора и закрытием сделки не произойдет несанкционированный вывод активов из компании (leakage), например, в форме выплаты дивидендов, дополнительных вознаграждений менеджменту, платежей в пользу компаний группы, остающихся под контролем продавца после закрытия сделки.

В договорах купли-продажи акций, подчиненных английскому праву, указанная гарантия продавца, как правило, оформляется в виде гарантии возмещения убытков (*indemnity*), позволяющей покупателю получить возмещение, эквивалентное стоимости вышедших из компании активов (*pound for pound basis*).

С практической точки зрения также необходимо отметить, что в случае применения Locked Box стороны обычно не закрепляют в договоре минимальный размер требований, которые могут быть предъявлены покупателем в рамках гарантий возмещения убытков в связи с выводом продавцом активов из продаваемой компании.

Если между сторонами имеется договоренность, что определенная часть активов будет выведена продавцом из компании, несмотря на заключение сделки под условием ценообразования Locked Box (например, через выплату объявленных дивидендов), стороны должны обеспечить детальное отражение этих договоренностей в соответствующем положении соглашения (так называемый "разрешенный вывод активов" (permitted leakage)).

Еще одно практическое замечание связано со сроком исковой давности по требованиям покупателя к продавцу по причине нарушения последним запрета на вывод активов из продаваемой компании.

Сторонами обычно устанавливается достаточно короткий промежуток времени для подачи покупателем соответствующего иска (leakage claim), который обычно не превышает полутора лет со дня закрытия сделки, а в некоторых случаях может снижаться до трех месяцев.

Вместе с тем применение механизма Locked Box не ограничивает права покупателя требовать от продавца возмещения иных убытков в рамках представленных продавцом договорных гарантий (warranties).

Наконец, стороны обычно оговаривают специальное положение в договоре купли-продажи, согласно которому допускается расходование денежных средств и иное распоряжение активами продаваемой компании в рамках обычной хозяйственной деятельности (например, платежи постав-

щикам и выплата заработной платы работникам).

Возмещение прибыли компании в пользу продавца

Как отмечалось выше, экономические риски приобретаемой компании переходят к покупателю в момент подписания договора.

Это означает, что прибыль, полученная компанией с указанной даты, также переходит к покупателю. Если продавец желает получить возмещение такой прибыли (например, в ситуации, когда ее поступление можно с уверенностью спрогнозировать до подписания договора), то стороны должны согласовать условия возмещения в договоре купли-продажи.

Для указанных целей стороны могут применять начисление согласованных процентов на ежедневной или ежемесячной основе на стоимость продаваемых акций, общая сумма которых позволит возместить предполагаемый размер прибыли. В случае, если дата закрытия сделки точно определена в договоре купли-продажи акций, то стороны могут договориться, что сумма возмещения в пользу продавца подлежит одновременному перечислению вместе со стоимостью продаваемых акций.

Преимущества и недостатки Locked Box

Как для продавца, так и для покупателя акции механизм Locked Box дает следующие преимущества по сравнению с механизмом определения стоимости акций по балансу компании на момент закрытия сделки (Completion Accounts):

- определенность покупной цены на момент подписания договора купли-продажи акций;
- отсутствие длительных и дорогостоящих переговоров по корректировке покупной цены;
- избежание возможных судебных споров, связанных с разногласиями в оценке корректировки покупной цены.

Механизм Locked Box особенно выгоден продавцу, реализующему акции на аукционной основе при наличии большого количества покупателей. Такая ситуация позволяет ему выбирать наиболее привлекательное предложение без опасения, что предложенная цена в итоге будет уменьшена в связи с корректировкой, вызванной тем, что приобретаемая компания не показала желаемых финансовых результатов.

Для *продавца недостатками Locked Box* могут служить следующие обстоятельства:

- продавец не имеет права вывести прибыль или иные активы из компании с момента заключения сделки, если иное не закреплено в договоре купли-продажи акций;
- в случае, если договор содержит условия, позволяющие возместить часть прибыли компании, возникшей после заключения договора, в пользу продавца, то размер такого возмещения может быть значительно ниже фактически полученной прибыли.

Для *покупателя недостатками Locked Box* могут служить следующие обстоятельства:

- необходимость детальной финансовой проверки компании для прогноза экономических показателей после подписания договора, поскольку с этого момента риски ее экономической деятельности переходят на покупателя (это особенно актуально в ситуации, когда стороны используют неаудированную финансовую отчетность компании для определения стоимости приобретаемых акций);
- невозможность изменить покупную цену в связи с негативными показателями экономической деятельности компании.

Заключение

Механизм Locked Box как условие договора купли-продажи акций может привлекать стороны простотой формирования покупной цены и быстротой закрытия сделки.

Вместе с тем следует учитывать, что в определенных обстоятельствах указанные цели могут подвергать одну из сторон (чаще покупателя) необоснованным финансовым рискам, например в ситуации, когда сделка заключается в условиях нестабильного финансового рынка.

В этой связи сторонам рекомендуется тщательно проанализировать все коммерческие и юридические аспекты планируемой сделки с тем, чтобы по возможности свести к минимуму свои потенциальные риски.

В указанном процессе, а также в процессе подготовки документов по сделке сторонам не следует недооценивать роль профессиональных консультантов, участие которых сделает взаимодействие сторон более продуктивным, а также будет способствовать профессиональному и оперативному процессу совершения сделки.