

СРАВНИТЕЛЬНО-ПРАВОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ COMPARATIVE STUDIES

DOI: 10.17803/1729-5920.2021.178.9.131-143

О. В. Новикова*

Стандартизация сделок М&А в США и Европе: эмпирические исследования и концептуальный анализ

Аннотация. Степень стандартизации практики заключения сделок М&А в Европе и США, во многом воспринятой и в России, позволяет поставить вопрос о формировании *lex mercatoria* в области корпоративных сделок. Опыт формирования и изучения стандартов заключения сделок, рассмотренный в статье, отражает технологические возможности обработки информации за последние 20 лет. Этот опыт является основой для следующего этапа развития правового регулирования, связанного с применением технологий машинного обучения и трансформацией регламентации общественных отношений. С практической точки зрения при заключении сложных сделок, пока не унифицированном платформенными технологиями, несомненна актуальность вопроса: что было бы обычным (средним, компромиссным, наиболее разумным) решением для конкретной ситуации? В статье проводится глубокий и подробный анализ данных эмпирических исследований, в частности отчета 2019 г. об основных условиях европейских сделок в отношении частных компаний, опубликованного Американской ассоциацией юристов. Автор делает вывод, что, несмотря на некоторую ограниченность выборки с точки зрения статистики, периодический характер, единая методика и международный охват данных отчета позволяют отслеживать динамику использования того или иного условия во времени и пространстве, а также уровень стандартизации и унификации подходов к регулированию условий М&А. Автор выделяет те условия, практику применения которых можно считать устоявшейся, в частности условия о применимом праве, механизме корректировки цены, страховании ответственности рисков в связи с заявлениями об обстоятельствах, подходы к определению убытков и ограничению ответственности продавца. В статье также анализируются тенденции закрепления позиций по дискуссионным вопросам, в том числе в отношении существенного изменения обстоятельств (MAE) и включения в его сферу обстоятельств, связанных с пандемией COVID-19, применения критерия знания, порядка урегулирования споров и др.

Ключевые слова: международное частное право; негосударственное регулирование; международные обычаи; сделки М&А; сделки купли-продажи акций или долей в хозяйственных обществах; *lex mercatoria*.

Для цитирования: Новикова О. В. Стандартизация сделок М&А в США и Европе: эмпирические исследования и концептуальный анализ // *Lex russica*. — 2021. — Т. 74. — № 9. — С. 131–143. — DOI: 10.17803/1729-5920.2021.178.9.131-143.

© Новикова О. В., 2021

* Новикова Ольга Владимировна, кандидат юридических наук, PhD, доцент департамента правового регулирования бизнеса Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»
Мясницкая ул., д. 20, г. Москва, Россия, 101000
mailandlaw@gmail.com

Standardization of M&A Transactions in the USA and Europe: Empirical Research and Conceptual Analysis

Olga V. Novikova, Cand. Sci. (Law), PhD, Associate Professor, School of Legal Regulation of Business,
HSE University
ul. Novocheryomushkinskaya, d. 69a, Moscow, Russia, 117418
mailandlaw@gmail.com

Abstract. The degree of standardization of the practice of M&A transactions in Europe and the United States, which is largely accepted in Russia, allows us to raise the question of the formation of *lex mercatoria* in the field of corporate transactions. The experience of forming and studying the standards for concluding transactions considered in the paper reflects the technological capabilities of information processing over the past 20 years. This experience is the basis for the next stage of the development of legal regulation related to the use of machine learning technologies and the transformation of the regulation of public relations. From a practical point of view, when concluding complex transactions that are yet to be unified by platform technologies, the relevance of the issue is undoubtedly relevant: what would be the usual (average, compromise, most reasonable) solution for a particular situation? The paper provides an in-depth and detailed analysis of empirical research data, in particular, the 2019 report "On the main terms of European transactions with respect to private companies" published by the American Bar Association. The author concludes that, despite some statistical limitations of the sampled information, the periodic nature, uniform methodology and international coverage of the report data allow us to track the dynamics of the use of a particular condition in time and space, as well as the level of standardization and unification of approaches to regulating M&A conditions. The author identifies the conditions that are well-established in practice, in particular, the conditions on the applicable law, the mechanism of price adjustment, risk liability insurance in connection with assurances about the circumstances, approaches to determining losses and limiting the seller's liability. The paper also analyzes the trends of consolidating positions on controversial issues, including those related to a significant change in circumstances (MAE) and the inclusion in its scope of circumstances related to the COVID-19 pandemic, the application of the knowledge criterion, the dispute settlement procedure, etc.

Keywords: private international law; non-state regulation; international customs; M&A transactions; transactions of purchase and sale of shares or shares in business entities; *lex mercatoria*.

Cite as: Novikova OV. Standartizatsiya sdelok M&A v SShA i Evrope: empiricheskie issledovaniya i kontseptualnyy analiz [Standardization of M&A Transactions in the USA and Europe: Empirical Research and Conceptual Analysis]. *Lex russica*. 2021;74(9):131-143. DOI: 10.17803/1729-5920.2021.178.9.131-143. (In Russ., abstract in Eng.).

Введение

При обсуждении условий договора купли-продажи долей или акций регулярно возникает вопрос: какая формулировка будет стандартной (средней, компромиссной, наиболее разумной) для того или иного пункта? Определить, что является соответствующим рынку¹, довольно непросто для внутренних сделок и иногда невозможно для сделок трансграничных. Аналитика

аудиторов, инвестиционных банкиров и юристов в большинстве случаев отражает опыт только конкретной команды². Вместе с тем под эгидой Американской ассоциации юристов (American Bar Association, ABA) с 2006 г. и далее примерно каждые два года публикуются статистические данные в отношении основных условий сделок M&A, заключаемых в США и Европе, отдельно для публичных и частных компаний. В статье рассматривается последний из опубликованных

¹ «What's market?» — говорят англоязычные коллеги. См., например: Clifford J. F., Jonkhart F., Pearlman J. What's the Market for That Cross-Border Deal — The European, US and Canadian Private Target M&A Deal Points Studies // *Business Law International*. 2011. No 12. P. 139 ; MarketStandard — Financial Terms & PPAs // URL: <https://marketstandard.srsacquiom.com/home#Financial%20Terms%20%26%20PPAs> (дата обращения: 06.01.2021).

² См., например: Hamilton Locke M&A Deal Data Report // URL: <https://www.hamiltonlocke.com.au/ma-deal-data-report-july-2020> (дата обращения: 07.01.2021) ; 2020 M&A Report // URL: <https://www.wilmerhale.com/en/insights/publications/2020-manda-report> (дата обращения: 06.01.2021).

материалов — отчет 2019 г. об основных условиях европейских сделок в отношении частных компаний³ (далее — EDPS 2019). Несмотря на некоторую ограниченность анализируемой выборки с точки зрения статистики, периодический характер, единая методика и международный охват данного исследования имеют большую практическую и теоретическую ценность. Данные, представленные в EDPS 2019, позволяют отслеживать динамику использования того или иного условия во времени и пространстве, а также уровень стандартизации и унификации подходов к регулированию условий сделок M&A.

1. Сфера исследования EDPS 2019

EDPS 2019 охватывает наиболее распространенные условия договоров по покупке акций (Share Purchase Agreement, SPA) европейских частных компаний. Анализируемые договоры были заключены или исполнены в 2017 и 2018 гг. и отвечают следующим критериям: (i) размер сделки составил не менее 15 млн евро; (ii) сделка структурирована как чистая сделка с акциями (т.е. сделки с активами и смешанные сделки не охватываются исследованием); (iii) приобретаемые компании или существенная часть их активов/операций находятся в Европе. Исследование не охватывает приобретение акций публичных компаний⁴.

Особенный интерес для специалистов в области международного частного права представляют следующие аспекты: 1) более 40 юристов из 16 стран внесли свой вклад в это исследование; 2) результаты представлены в сравнении с результатами аналогичных исследований европейских и американских сделок в 2013, 2015, 2017 и 2019 гг. Для анализа взяты условия сделок по приобретению долей в компаниях из разных отраслей, среди которых в основном: промышленные товары и услуги (25 %), транспорт (12 %), строительство и мате-

риалы (12 %), финансовые услуги (11 %), телекоммуникации и СМИ (10 %). С точки зрения стоимости подавляющее большинство сделок приходится на средний рынок (от 15 млн до 80 млн евро), в то время как лишь небольшой процент (менее 10 %) превышает стоимость в 320 млн евро.

Важной предпосылкой масштабности проводимых исследований является общность подходов к заключению договоров купли-продажи в Европе и США. По мнению одного из разработчиков EDPS 2019, «оформление SPA сегодня демонстрирует стандартный подход для стран как общей, так и континентальной системы права. Данный подход заменил собой ранее сложившуюся практику (например, определение в договоре обязательств продавца как «установленных законом» с небольшими дополнениями; или ранее используемый во Франции подход, продиктованный налоговыми соображениями: фиксирование взаимных обязательств купить и продать и отдельного договора с условиями о компенсации потерь). Сегодняшняя модель SPA заимствована в большей степени из практики американских юристов, но будучи имплементирована в европейский контекст уже не воспринимается как «англосаксонская» модель. Скорее, она воспринимается как *modus operandi*, разработанный практиками основных европейских экономических центров»⁵.

Безусловно, общность подходов не умаляет индивидуальности, сложности и комплексности рассматриваемых соглашений⁶. Профессор Коатс из Кембриджа проанализировал 564 договора, которые были заключены в 1994–2014 гг., предполагали только денежное возмещение за приобретенные акции американских публичных компаний и размер сделки по которым составлял не менее 100 млн долл. Было установлено, что за рассматриваемый период договоры стали длиннее в два раза (в среднем от 16 999 до 44 730 слов). Кроме того, возросла сложность используемых языковых конструк-

³ 2019 European Private Target M&A Deal Points Study // URL: https://www.americanbar.org/groups/business_law/committees/ma/deal_points (дата обращения: 06.01.2021).

⁴ Для этого есть другие исследования, опубликованные ранее, например: 2016 Strategic Buyer/Public Target M&A Deal Points Study // URL: https://www.americanbar.org/groups/business_law/committees/ma/deal_points/ (дата обращения: 06.01.2021).

⁵ *Feldman R.* Recent Trends in European SPAs and Comparisons with US Practice // *Business Law International*. 2016. Vol. 17. No 3. P. 219.

⁶ *Feldman R.* Black Holes and Boilerplate in M&A Practice // *Business Law International*. 2018. Vol. 19. No 2. P. 140.

ций (измерялась длина предложений и количество букв в словах⁷).

Действительно, косвенным подтверждением как общности подходов, так и сложности рассматриваемых сделок является тот факт, что «наиболее распространенных» условий, рассмотренных в рамках EDPS 2019, довольно много. В отчете около 90 страниц, посвященных условиям о порядке финансирования (financial provisions), оговоркам (pervasive qualifiers), наиболее распространенным заверениям об обстоятельствах (representations and warranties), предварительным условиям завершения сделки (conditions for closing), условиям о компенсации имущественных потерь (indemnity) и разрешении споров (dispute resolution). Ниже рассмотрим некоторые из данных условий более подробно.

2. Некоторые наиболее согласованные условия

2.1. Применимое право

В 80 % договоров, проанализированных в EDPS 2019, правом, применимым к договору, являлось право основного места ведения деятельности приобретаемой компании. К праву страны продавца и покупателя обращаются 63 и 45 % договоров соответственно. В итоге получается сумма больше 100 %, так как возможна ситуация, когда к договору применимо право нескольких стран. При этом позиции права разных стран могут различаться в отношении некоторых положений, например применительно к условиям о sandbagging — об ограничении ответственности продавца в случае, если покупатель заведомо знал о том, что заверения нарушены.

2.2. Финансовые положения

Исследование 2019 г. отследило рост механизма locked box⁸. Суть данного механизма состоит в том, что покупатель и продавец фиксируют покупную цену на определенную дату (как правило, дату последней финансовой отчетности). При этом определяется перечень действий, совершение которых до закрытия сделки уменьшает покупную цену, а также перечень

действий, осуществляемых с согласия покупателя и без него («закрытый периметр»). По сравнению с исследованием ЕС, проведенным в 2015 г., количество сделок с использованием условия о закрытом периметре значительно возросло — с 17 до 64 %, в то время как случаи фиксации (корректировки) покупной цены на основе финансовой отчетности по состоянию на дату завершения сделки (closing accounts) резко сократились — с 57 до 37 %. В целом механизм locked box является предпочтительным во всех европейских юрисдикциях (при этом он остается необычным для практики США) по сравнению с closing accounts, так как он устраняет ценовую неопределенность и заставляет стороны сосредоточиться на определенных показателях перед подписанием. Механизм locked box может также позволить покупателям после завершения сделки сосредоточиться на интеграции, а не на корректировке цен.

2.3. Страхование рисков в связи с заверениями об обстоятельствах

В некотором роде открытием EDPS 2019 стал стремительный рост популярности страхования рисков в связи с заверениями об обстоятельствах, особенно в среднем диапазоне рассматриваемых сделок. Так, использование страхования увеличилось в 2 раза по сравнению с предыдущим исследованием и в 10 раз за последние 5 лет. Страхование рисков в связи с заверениями об обстоятельствах предусматривает, что страховая компания оплатит ущерб, связанный с нарушением продавцом заверений об обстоятельствах в договоре купли-продажи акций. Вопрос, какие именно риски будут покрываться и на каких условиях, является предметом переговоров. Наиболее распространенный на рынке вариант — страхование заверений об обстоятельствах, когда покупатель выступает застрахованным лицом, вступающим в отношения со страховщиком. Страхование заверений об обстоятельствах со стороны продавца используется для возмещения продавцам выплат в связи с компенсацией имущественных потерь, произведенных в пользу покупателя при нарушении продавцами заверений об обстоятельствах. Страховая премия при

⁷ Coates I. V., John C. Why Have M&A Contracts Grown? Evidence from Twenty Years of Deals // Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper. 2016. No 889. P. 12–13.

⁸ В переводе Е. В. Глухова — фиксация (корректировка) покупной цены на основе механизма закрытого периметра (Глухов Е. В. Сделки купли-продажи акций и долей участника в уставных капиталах хозяйственных обществ. М. : Статут, 2019. С. 286).

страховании заверений об обстоятельствах, как правило, составляет от 3 до 4 % от страховой суммы. Удержание (или вычет) по большинству полисов страхования заверений об обстоятельствах — от 1,5 до 2 % от стоимости приобретаемой компании⁹. Существенный рост случаев в области страхования рисков, связанных с предоставлением заверений об обстоятельствах, может быть еще одним сигналом для развития соответствующей практики в России¹⁰.

2.4. Временные ограничения

Временные ограничения в части возможности предъявления покупателем продавцу требований о компенсации имущественных потерь в связи с заверениями об обстоятельствах обычно варьируются от 6 месяцев до 3 лет (чаще всего — от 12 до 24 месяцев). В этом смысле исследование 2019 г. не показало больших сюрпризов. В отношении заверений об обстоятельствах, которые обычно предусматриваются договорами купли-продажи акций или долей (правоспособность, платежеспособность, правовой титул и т.д.), а также в отношении некоторых других заверений (охватывающих, в частности, налоговые вопросы и трудовые отношения) предоставляется более длительный срок (например, 5 лет) или срок, равный соответствующему сроку исковой давности. В отношении «коммерческих заверений» остается преобладающим срок в 18 месяцев (34 %), практически так же распространен срок в 24 месяца (28 %), в полтора — два раза реже был установлен срок в 12 месяцев (17 %). Такие периоды обычно применяются к «коммерческим заверениям», в то время как другие (обычно более длительные) периоды предусмотрены для «фундаментальных заверений» (например, владение акциями). Кроме того, конкретные заверения (такие, как налоги) в подавляющем большинстве случаев предусматривают временные ограничения, равные сроку исковой давности.

2.5. Оглушение (sandbagging)

Оглушение (sandbagging) обычно определяется через идею несправедливого обращения

или введения в заблуждение. Выражение уходит корнями в XIX в., когда грабители использовали мешки с песком для оглушения своих жертв. В нашей ситуации «оглушение» возникает, когда покупатель завершает сделку несмотря на то, что знает — продавец предоставил неточное или ложное заверение, а позже заявляет соответствующее требование. Это может показаться несправедливым, особенно если покупатель проводит предварительную комплексную проверку и/или является или являлся должностным лицом компании¹¹.

Если договор допускает такое развитие событий (pro-sandbagging), средства правовой защиты покупателя в отношении продавца, предусмотренные договором, не затрагиваются независимо от того, был ли покупатель осведомлен о фактах, послуживших основанием для предъявления иска, на момент заключения сделки или до ее завершения. Таким образом, даже если покупателю было известно о каком-либо вопросе до завершения сделки, он мог принять решение о завершении приобретения, а затем предъявить продавцу иск в соответствии с договором. И наоборот, в соответствии с положением о anti-sandbagging право покупателя на обращение в суд после закрытия сделки будет ограничено вопросами, о которых покупатель знал на момент завершения сделки или до него.

По данным исследования 2019 г., 50 % сделок включали положения anti-sandbagging и лишь 12 % включали положения pro-sandbagging.

2.6. Определение понятий «убытки» и «потери»

Определяя понятия «убытки» или «потери», стороны договариваются о том, какой вид убытков может быть возмещен. Зачастую спорным является вопрос о возможности включения в эти определения так называемых штрафных убытков. Исследование 2019 г. подтверждает результаты предыдущих исследований ЕС в отношении включения конкретных определений «убытков» (72 %); как правило, в анализируемых сделках купли-продажи акций ничего не

⁹ Cavallo P. Notes on the ABA 2019 European Private Target M&A Deal Points Study // URL: <https://portolano.it/en/newsletter/portolano-cavallo-inform-corporate/notes-on-the-aba-2019-european-private-target-ma-deal-points-study> (дата обращения: 12.01.2021).

¹⁰ О сложностях в этой области см.: Глухов Е. В. Указ. соч. С. 753–754.

¹¹ Panhard M. When Contractual Good Faith Meets a Controversial M&A Issue: The Sandbagging Practice in International Arbitration // The International Lawyer. 2018. No 1. P. 70.

говорится о случайных и штрафных убытках, в то время как право требовать возмещения косвенного ущерба в значительной степени прямо исключается.

3. Наиболее дискуссионные условия

3.1. Оговорка о существенном неблагоприятном изменении обстоятельств (СИО/МАЕ/МАС)

Существенное неблагоприятное изменение (material adverse change, МАС) как договорная конструкция близка к понятию «существенное изменение обстоятельств» (далее также — СИО), предусмотренному ст. 451 Гражданского кодекса РФ. В сделках М&А по российскому праву стороны часто исключают возможность расторжения договора по ст. 451 ГК РФ, однако если такое исключение в договоре отсутствует, то у сторон есть возможность требовать расторжения или изменения договора (например, корректировки цены). На практике институт существенного изменения обстоятельств является одним из наиболее сложных для применения с учетом строгих стандартов доказывания и судебной практики.

Оговорки о СИО часто выступают предметом интенсивных переговоров между сторонами и распределяют между покупателем и продавцом риски убытков, которые могут возникнуть у приобретаемой компании в результате неблагоприятных обстоятельств в период между подписанием и завершением сделки. То, как стороны определяют «существенный неблагоприятный эффект», может иметь значение: 1) для целей определения того, есть ли у покупателя основания «дернуть стоп-кран» и отказаться от завершения сделки; 2) для определения сферы применения определенных заверений об обстоятельствах.

Вместе с тем и в английском праве концепция МАС «с ее широким определением и многофункциональностью, с одной стороны, и драматическими последствиями как результатом нестабильности финансовых систем, терроризма, Брексита и COVID-19, с другой стороны», характеризуется хаотичностью, что, по мнению некоторых исследователей, может стоить це-

лое состояние, а может быть, и (корпоративной) жизни¹². Неопределенность подходов в отношении МАС отражается и в судебной практике. Достаточно упомянуть решение английского суда, в качестве прецедента неожиданно применившего в споре из М&А решение суда штата Делавер¹³. В данном случае у английского суда отсутствовали какие-либо основания для применения решения суда иностранной юрисдикции (хотя и относящейся к системе общего права). Кроме того (что не менее важно), был применен анализ МАС в сделках М&А к случаям использования МАС в договорах о долговом финансировании¹⁴.

Конструкция условия о СИО предполагает перечисление соответствующих событий, а также наличие специальных оговорок, которые не позволяют покупателям отказаться от сделки или потребовать пересмотра существенных условий на том основании, что СИО имело место. Продавцы обычно пытаются сузить определение СИО и расширить исключения, чтобы переложить риск на покупателей. Таким образом продавцы могут укрепить уверенность в завершении сделки и свою способность сохранить цену сделки. С другой стороны, покупатели стремятся переложить риск на продавцов, расширяя элементы СИО и уменьшая количество и объем разрешенных исключений, тем самым оставляя для себя больше возможностей выйти из сделки или пересмотреть ее условия. Кроме того, при согласовании этих условий сторонам следует тщательно соотносить формулировки, используемые в документах по сделке, с нормами законодательства некоторых европейских стран о форс-мажорных обстоятельствах и об их влиянии на договорные обязательства.

Примерно 2/3 исследованных в 2019 г. договоров содержат условие о СИО. Причем доля договоров, включающих определение СИО, возросла с 4 до 66 % за последние пять лет. Это подчеркивает важность конкретизации данного условия. В половине случаев удалось сделать исключение в пользу продавца относительно общих изменений в законодательстве, экономике, на фондовом рынке и пр., на которые нельзя ссылаться в целях отказа от сделки. И только около 20 % договоров позволили в этом случае покупателю сослаться на то, что

¹² Lalafaryan N. Material Adverse Change Uncertainty: Costing a Fortune If Not Corporate Lives // Journal of Corporate Law Studies. 2020. No 2. P. 1.

¹³ Grupo Hotelero Urvasco v Carey [2013] EWHC 1039 (Comm).

¹⁴ Lalafaryan N. Op. cit. P. 5.

такие общие изменения могут иметь непропорционально серьезные последствия конкретно для бизнеса приобретаемой компании.

В связи с этим будет интересно увидеть влияние пандемии COVID-19 на положения СИО в сделках по слияниям и поглощениям в целом по Европе. Учитывая неопределенность, с которой пришлось столкнуться в 2020 г., можно ожидать, что стороны увеличат время, затрачиваемое на переговоры по этим положениям. В частности, в своем обзоре, посвященном применению МАС в разных странах (Великобритания, США, Франция, Италия, Германия и Россия) в условиях пандемии, юристы делают вывод о том, что можно ожидать серьезного смещения продавцов с занятых позиций. Последние же настойчиво сопротивляются попыткам покупателей переложить риск, связанный с пандемией, поэтому любые аналогичные условия потребуют серьезных переговоров¹⁵.

3.2. Соотношение знаний продавца и его ответственности за предоставление недостоверных сведений об обстоятельствах

Обычно продавцы пытаются ограничить рамки своих заверений об обстоятельствах, используя различные определения собственного знания или осведомленности об указанных обстоятельствах. Что понимать под знанием продавца? Обычно в ходе переговоров фигурируют понятия фактического знания (actual knowledge), вмененного (конструируемого) знания (constructive knowledge), а также знания той или иной группы лиц, знание которых и будет считаться знанием продавца (особенно если продавец — юридическое лицо). Логично предположить, что продавец заинтересован применять оговорку, основываясь на фактических знаниях. Покупатель, напротив, хотел бы дополнить фактическую осведомленность продавца теми сведениями, которые тот мог и/или должен был знать в силу занимаемой позиции и ввиду наличия возможности провести определенное исследование (и тем самым «вменить» определенные знания продавцу). Если покупатель добивается успеха, то продавцы хотят ограничить свое обязательство провести исследование определенной группой высшего руководства и их прямыми отчетами о бизнесе

приобретаемой компании. В этом случае покупатель должен обеспечить, чтобы эта группа не была слишком ограничена и включала в себя людей, хорошо знакомых с деятельностью компании.

В исследовании 2019 г. сообщается, что в большинстве случаев используется отсылка к фактическому знанию (54 %) и более или менее равномерно распределены другие варианты (18 % — фактические знания плюс вмененные знания без прямых требований к проведению исследования; 10 % — фактические знания плюс вмененные знания с прямыми требованиями к проведению исследования; 18 % — без определения). Что касается знаний группы лиц, то в подавляющем большинстве случаев предусматривается определение конкретных лиц или должностных лиц (68 %).

3.3. Заверения об обстоятельствах

Заверения об обстоятельствах являются одним из ключевых вопросов для переговоров в сделках M&A. Заверения об обстоятельствах обычно охватывают определенные стандартные области, но в зависимости от фактической деятельности приобретаемой компании они могут быть в значительной степени индивидуальными, а также могут быть ограничены продавцами путем включения ряда оговорок (например, существенность, денежные пороги, знания, сфера охвата, время, графики раскрытия информации и т.д.).

Анализ данных EDPS 2019 г. по условиям о заверениях и компенсации потерь в свете складывающейся в том же русле российской практики достоин отдельной статьи. Здесь же приведем лишь некоторые количественные данные.

Наиболее часто включались заверения о достоверности и точности финансовой отчетности (86 %). Реже использовались заверения «нераскрытые обязательства» (48 %); «полное раскрытие информации» (38 %) и «соблюдение законодательства» (20 %).

Заверения о достоверности и точности финансовой отчетности защищают покупателей от обязательств, не вытекающих из финансовой отчетности приобретаемой компании, путем смещения риска по этим обязательствам на продавцов. Обычно покупатели требуют от продавцов, чтобы они заверяли, что «финан-

¹⁵ Return of the MAC? — Protecting Buyers During a Pandemic // URL: <https://www.clearygartlieb.com/-/media/files/alert-memos-2020/return-of-the-mac-protecting-buyers-during-a-pandemic.pdf> (дата обращения: 10.01.2021).

совая отчетность компании является достоверной, полной и точной и подготовлена в соответствии с бухгалтерскими учетными документами приобретаемой компании и предшествующей практикой», а также гарантировали, что все формальности для утверждения финансовой отчетности были выполнены должным образом и что со времени утверждения последней финансовой отчетности не произошло никаких изменений и не возникло новых обязательств. Наоборот, продавцы пытаются сузить сферу этого заверения: 1) ограничивая характер и вид обязательств, которые должны быть раскрыты, обязательствами, которые должны быть раскрыты в качестве обязательств в финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с GAAP; 2) вставляя оговорку об осведомленности продавца, рассмотренную выше; 3) ссылаясь на принципы «достоверного отражения» согласно GAAP.

Заверение о нераскрытых обязательствах защищает покупателей от неизвестных обязательств, перекладывая риск неизвестных обязательств на продавцов. Опять же, покупатели хотят, чтобы продавцы заверяли и гарантировали отсутствие каких-либо обязательств приобретаемой компании (условных или иных), кроме тех, которые четко определены в графике раскрытия информации, отражены или резервированы для отражения в отчетности либо возникли в ходе обычной деятельности с даты подготовки последней отчетности. Продавцы, однако, стремятся ограничить характер и тип обязательств, которые должны быть раскрыты покупателям, теми обязательствами, которые подлежат раскрытию в качестве обязательств в бухгалтерском балансе, подготовленном в соответствии с применимыми правилами составления отчетности (таким образом, неизвестные условные обязательства исключаются из охватываемых).

Заверения о «полном раскрытии» направлены как на то, чтобы продавцы раскрыли всю информацию, относящуюся к приобретаемой компании, которая будет иметь существенное значение для покупателя при оценке приобретаемых акций, так и на то, чтобы квалифицировать эту информацию как «правдивую, точную и не вводящую в заблуждение». Обычно покупатели хотят включить заверение о полном раскрытии информации и расширить его таким образом, чтобы потребовать полного раскрытия, без каких-либо оговорок, любого факта, который мог бы оказать существенное негатив-

ное влияние на активы, бизнес или финансовое положение приобретаемой компании или ее бизнеса. Наоборот, продавцы пытаются исключить любое заверение о полном раскрытии информации или по крайней мере ограничить его формулировку через применение критерия знания и иных критериев.

Посредством заверения о соблюдении применимого законодательства покупатели требуют от продавцов гарантировать, что вся деятельность приобретаемой компании, включая ее бизнес, осуществляется и была осуществлена в соответствии с законом. Обычно это заверение подчиняется нескольким критериям (например, знание, существенность и т.д.), но важно также отметить, что для некоторых областей (например, защита данных) включение общего заверения о соблюдении законодательства не является достаточным для продавцов, чтобы избежать ответственности (например, в теории продавец мог и не нарушать заверение о соблюдении законодательства, но тем не менее мог бы пострадать от существенного нарушения данных).

В заключение следует отметить, что согласно исследованию 2019 г. мнения относительно прямого исключения в договоре того, что обычно называют «заверения, установленные законом» (например, гарантия от скрытых дефектов), разделились примерно поровну: 52,5 % (включены) против с 47,5 % (исключены).

3.4. Положения об урегулировании споров

Относительно того, где будут рассматриваться споры, выбор сторон распределился следующим образом: цифры, по сути, равные, когда речь идет об обращении в суд (46 %) или назначении арбитров (44 %). Возможность предварительной медиации упоминается в 10 % анализируемых сделок купли-продажи акций. При включении арбитражной оговорки стороны обычно предпочитают привлекать местные арбитражные органы (86 %). Применение правил МТП предусмотрено только в 11 % анализируемых сделок купли-продажи акций, а правил LCIA — в 3 % случаев. По мнению некоторых исследователей, такая ситуация может быть связана с тем, что подавляющее большинство сделок совершается в среднем секторе рынка, следовательно, стороны могут предпочесть сэкономить деньги в случае судебного разбирательства (международные арбитражные органы могут быть очень дорогими). Однако, поскольку в про-

шлых исследованиях Американской ассоциации юристов также анализировались сделки на среднем рынке, факт заметного усиления такой тенденции может означать, что опыт привлечения международных арбитражных институтов и соответствующего регулирования до сих пор не был однозначно успешным. Поэтому практикующие юристы предлагают своим клиентам «остаться на местах» и сэкономить деньги, обеспечивая тем самым и себе дополнительный заказ на представительство в национальных судах и/или местных арбитражных органах¹⁶.

Весьма заметна также разница в подходах к распределению расходов. Американские юристы склоняются к тому, чтобы явно договориться о том, что расходы распределяются по решению суда (наиболее популярный вариант) или распределяются между сторонами в равных или иным образом определенных пропорциях. Популярность условия о том, что платит проигравший, снизилась в три раза за последние 5 лет и не превышает 8 % сделок. Европейцы, напротив, не включают условие о распределении расходов в договор.

4. Стандартизация сделок M&A и формирование Lex Corporatoria

Материалы рассмотренного нами исследования EDPS 2019 могут быть полезным инструментом для юристов в сфере M&A, хотя количество сделок, на основе которых оно проведено, с точки зрения статистики весьма ограничено. По мнению самих разработчиков, миграция формата сделок M&A из англо-американской правовой среды в другие правовые системы (в частности, системы гражданского права) создала большое количество вопросов и проблем, которые необходимо решить в каждой юрисдикции¹⁷. Очевидно, что результаты реформ гражданского законодательства в России в последние годы также находятся в русле указанной тенденции.

Исследования Американской ассоциации юристов дают текущий срез ответов, представленных специалистами по слияниям и поглощениям из всех стран Европы. Некоторые результаты могут оказаться сюрпризом, другие, напротив, вполне ожидаемы, однако прежде всего они служат рекомендациями и указаниями для практиков.

Выводы о стандартизации определенных положений, безусловно, допустимы — с той оговоркой, что «равновесие между покупателем и продавцом, достигнутое другими, может и не быть лучшим результатом для конкретной стороны и не мешает искать более оптимальное решение»¹⁸. Сделки серьезно отличаются, а выбор того или иного условия в процессе составления договора, как правило, продиктован экономическими соображениями, включая силу переговорной позиции той или иной стороны, поэтому статистические наблюдения должны применяться к каждой конкретной ситуации с осторожностью.

Процесс стандартизации, проиллюстрированный в статье, можно сопоставить с процессом формирования международных обычаев. Данный процесс основывается на широкой базе разрозненных случаев и стимулируется неявно действующими силами, неформально координирующими его применение¹⁹. Международные организации осуществляют систематизацию и кодификацию торговых обычаев. Сводные унифицированных правил, как, например, Принципы УНИДРУА, Инкотермс, Йорк-Антверпенские правила об общей аварии, Унифицированные правила и обычаи для документарных аккредитивов и другие аналогичные документы входят в систему *lex mercatoria*²⁰. Указанные документы являются результатом системной координации с высокой степенью формализации и учета интересов заинтересованных групп²¹. Формирование стандартов в области трансграничных сделок M&A идет сходным путем.

Однако этот вопрос не для практического, а для теоретического осмысления прежде всего в русле активных дебатов о транснациональном

¹⁶ Cavallo P. Notes on the ABA 2019 European Private Target M&A Deal Points Study.

¹⁷ Cavallo P. Op. cit.

¹⁸ Feldman R. Black Holes and Boilerplate in M&A Practice.

¹⁹ Teubner G. Global private regimes: Neo-spontaneous law and dual constitution of autonomous sectors? UK, Ashgate : Aldershot, 2004.

²⁰ Гетьман-Павлова И. В. Международное частное право : в 3 т. М., 2020. Т. 2. С. 150.

²¹ Maurer A. The Concept of Participation in the Making of Transnational Law: Legitimization and Normativity in the Transnational Sphere // Regulatory Hybridization in the Transnational Sphere / P. Jurčys, P. Kjaer, R. Yatsunami (ed.). Series : Developments in International Law. Vol. 65. Leiden, Netherlands : Brill Nijhoff, 2013. P. 203–222.

праве. Почти четверть века назад известный немецкий ученый Гюнтер Тойбнер, изучая влияние глобализации на общество и право, фокусом своих исследований сделал концепцию «права без государства»²². Он писал о становлении новых нормативных порядков, инспирированных глобализацией, способствующей возникновению транснациональных сетей регулирования и размывающей связь права и государства, всегда казавшуюся безусловной. Г. Тойбнер заметил, что в мире, помимо суверенных государств, всё более активно начинают действовать акторы, принимающие решения, не основанные на национальном праве, но те нормы, которые ими создаются, по своей природе являются правовыми. Таким образом, под воздействием экономических, политических и идеологических факторов складываются правовые системы, границы которых не совпадают с национальными государствами, причем предписания, образующие данные системы, оказываются зачастую гораздо эффективнее государственного регулирования²³.

Таким образом, традиционной позитивистско-правовой точке зрения противопоставлена концепция правового плюрализма, которая децентрализует государство и наделяет нормативной силой социальные процессы. По мнению М. А. Беляева, «под термином “правовой плюрализм” сегодня объединяются слишком разные феномены, общим для которых выступает лишь тот факт, что официальными органами публичной власти и исходящими от них

правилами не исчерпывается все множество социальных институтов, оказывающих на людей регулятивное воздействие»²⁴. Анализируя регулирование в области корпоративных отношений, О. В. Фонотова пишет: «Корпоративное регулирование на современном этапе необходимо рассматривать расширительно, в том числе как вид негосударственного нормативного регулирования отношений корпорации и лиц, внешних по отношению к корпорации»²⁵. Исследователями также приводятся примеры отношений в области киномузыкальной индустрии, где участники не полагаются на нормы национального законодательства о защите интеллектуальной собственности, а развивают механизмы, ограничивающие копирование, более эффективные, чем те, которые предлагает законодательство²⁶. Частные организации становятся законодателями на международном уровне. *Lex finanziaria*²⁷, *lex electronica*²⁸, *lex constructionis*²⁹ или *lex sportiva*³⁰ являются только синонимами фрагментации права³¹, становясь «отраслями» *lex mercatoria*. Более того, В. А. Белов отмечает, что нормы *lex mercatoria*, содержащиеся в актах международной унификации частного права, уже сейчас заняли главенствующее положение в системе источников международного торгового права³². Далее он пишет, что «отсутствие генетической или функциональной связи с конкретным государством у актов частнопредварительной унификации — черта, обусловленная их наполнением материалом обычного права, который

²² Teubner G. *Global Bukowina: Legal Pluralism in the World-Society* // *Global Law without a State* / G. Teubner (ed.). Dartmouth : Brookfield, 1997. P. 3–28.

²³ Привод. по: Беляев М. А. Новые немецкие исследования о правовом плюрализме: критический обзор // Труды Института государства и права Российской академии наук. 2018. Т. 5. С. 4.

²⁴ Беляев М. А. Указ. соч. С. 4.

²⁵ Фонотова О. В. Новое корпоративное регулирование: расширение сферы действия корпоративных актов // Вестник Воронежского государственного университета. 2020. № 3. С. 117.

²⁶ Lessig L. *Code and Other Laws of Cyberspace*. New York : Basic Books, 2000. P. 116 et seq.

²⁷ Липовцев В. *Lex mercatoria на международном финансовом рынке* : автореф. дис. ... канд. юрид. наук. М., 2013. С. 12.

²⁸ Gautrais V., Lefebvre G., Benyekhlef K. *Droit Du Commerce Electronique Et Normes Applicables: L'emergence De La Lex Electronica* // *International Business Law Journal*. 1997. No 5. P. 547.

²⁹ Leguizamo C. A. F. *From Lex Mercatoria to Lex Constructionis (De La Lex Mercatoria a La Lex Construcciois)* // *Revista e-mercatoria*. 2007. No 6(1). P. 1–23.

³⁰ Foster K. *Lex Sportiva and Lex Ludica: The Court of Arbitration for Sport's Jurisprudence* // *Entertainment and Sports Law Journal*. 2005. No 3. P. 1–15.

³¹ Мажорина М. В. Международное частное право в условиях глобализации: от разгосударствления к фрагментации // Право. Журнал Высшей школы экономики. 2018. № 1. С. 210–213.

³² Белов В. А. *Международное торговое право и право ВТО : учебник для вузов : в 3 кн. М. : Юрайт, 2020. Кн. 1 : Понятие и источники международного торгового права. Обычное и конвенционное (договорное) международное торговое право. С. 60.*

обработан и систематизирован рабочими группами, комитетами и комиссиями, действующими под эгидой негосударственных организаций и состоящими из авторитетных специалистов в области коммерции и права, независимо от их государственной принадлежности, — и делает их как раз тем относительно новым явлением в системе источников международного торгового права, которое пока что завершает процесс его образования и обособления»³³.

Заключение

Проанализированный опыт формирования и изучения стандартов заключения сделок отражает

состояние технологий обработки информации последних двух десятилетий и является основой для следующего этапа развития правового регулирования. Новые алгоритмы обработки больших массивов данных с применением машинного обучения стимулируют рост эмпирических исследований огромных массивов правовой информации, что трансформирует все уровни регламентации общественных отношений.

Взяв за отправную точку процесс стандартизации условий сделок M&A, предлагаем поставить вопрос для дальнейшего исследования о формировании *lex corporatoria* как частноправовой унификации обычаев в области регулирования корпоративных отношений.

БИБЛИОГРАФИЯ

1. Белов В. А. Международное торговое право и право ВТО : учебник для вузов : в 3 кн. — М. : Юрайт, 2020. — Кн. 1 : Понятие и источники международного торгового права. Обычное и конвенционное (договорное) международное торговое право. — 347 с.
2. Беляев М. А. Новые немецкие исследования о правовом плюрализме: критический обзор // Труды Института государства и права Российской академии наук. — 2018. — Т. 5. — С. 209–223.
3. Гетьман-Павлова И. В. Международное частное право : в 3 т. — М., 2020. — Т. 2. — 396 с.
4. Глухов Е. В. Сделки купли-продажи акций и долей участника в уставных капиталах хозяйственных обществ. — М. : Статут, 2019. — 1210 с.
5. Липовцев В. *Lex mercatoria* на международном финансовом рынке : автореф. дис. ... канд. юрид. наук. — М., 2013.
6. Мажорина М. В. Международное частное право в условиях глобализации: от разгосударствления к фрагментации // Право. Журнал Высшей школы экономики. — 2018. — № 1. — С. 193–217.
7. Фотонова О. В. Новое корпоративное регулирование: расширение сферы действия корпоративных актов // Вестник Воронежского государственного университета. — 2020. — № 3. — С. 116–130.
8. Cavallo P. Notes on the ABA 2019 European Private Target M&A Deal Points Study // URL: <https://portolano.it/en/newsletter/portolano-cavallo-inform-corporate/notes-on-the-aba-2019-european-private-target-m-a-deal-points-study> (дата обращения: 12.01.2021).
9. Clifford J. F., Jonkhart F., Pearlman J. What's the Market for That Cross-Border Deal — The European, US and Canadian Private Target M&A Deal Points Studies // *Business Law International*. — 2011. — № 12. — P. 139–154.
10. Coates I. V., John C. Why Have M&A Contracts Grown? Evidence from Twenty Years of Deals. — Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper. — 2016. — № 889. — P. 1–57.
11. Feldman R. Black Holes and Boilerplate in M&A Practice // *Business Law International*. — 2018. — Vol. 19. — № 2. — P. 140–159.
12. Feldman R. Recent Trends in European SPAs and Comparisons with US Practice // *Business Law International*. — 2016. — Vol. 17. — № 3. — P. 217–231.
13. Foster K. *Lex Sportiva* and *Lex Ludica*: The Court of Arbitration for Sport's Jurisprudence // *Entertainment and Sports Law Journal*. — 2005. — № 3. — P. 1–15.
14. Gautrais V., Lefebvre G., Benyekhlef K. Droit Du Commerce Electronique Et Normes Applicables: L'emergence De La Lex Electronica // *International Business Law Journal*. — 1997. — № 5. — P. 547–583.
15. Lalafaryan N. Material Adverse Change Uncertainty: Costing a Fortune If Not Corporate Lives // *Journal of Corporate Law Studies*. — 2021. — 21:1. — P. 39–84.

³³ Белов В. А. Указ. соч. С. 76.

16. Leguizamo C. A. F. From Lex Mercatoria to Lex Constructionis (De La Lex Mercatoria a La Lex Construcciois) // *Revista e-mercatoria*. — 2007. — № 6(1). — P. 1–23.
17. Lessig L. *Code and Other Laws of Cyberspace*. — New York : Basic Books, 2000. — 320 p.
18. Maurer A. The Concept of Participation in the Making of Transnational Law: Legitimization and Normativity in the Transnational Sphere // *Regulatory Hybridization in the Transnational Sphere* / P. Jurčys, P. Kjaer, R. Yatsunami (ed.). — Series : Developments in International Law. — Vol. 65. — Leiden, Netherlands : Brill Nijhoff, 2013. — P. 203–222.
19. Panhard M. When Contractual Good Faith Meets a Controversial M&A Issue: The Sandbagging Practice in International Arbitration // *The International Lawyer*. — 2018. — Vol. 51. — № 1. — P. 69–86.
20. Teubner G. «Global Bukowina»: Legal Pluralism in the World-Society // *Global Law without a State* / G. Teubner (ed.). — Dartmouth : Brookfield, 1997. — P. 3–28.
21. Teubner G. Global private regimes: Neo-spontaneous law and dual constitution of autonomous sectors? // *Public governance in the age of globalization* / K. Ladeur (ed.). — UK, Ashgate : Aldershot, 2004. — P. 71–87.

Материал поступил в редакцию 28 июля 2021 г.

REFERENCES

1. Belov VA. *Mezhdunarodnoe trgovoe pravo i pravo VTO: uchebnik dlya vuzov: v 3 kn* [International trade law and WTO law. A textbook for universities. In 3 books]. Kn. 1: Ponyatie i istochniki mezhdunarodnogo trgovogo prava. Obychnoe i konvencionnoe (dogovornoe) mezhdunarodnoe trgovoe pravo [Book 1: The concept and sources of international trade law. Customary and conventional (contractual) international trade law]. Moscow: Yurayt; 2020. (In Russ.)
2. Belyaev MV. Novye nemetskie issledovaniya o pravovom plyuralizme: kriticheskiy obzor [New German studies on legal pluralism: A critical review]. *Trudy Instituta gosudarstva i prava Rossiyskoy akademii nauk* [Proceedings of the Institute of State and Law of the Russian Academy of Sciences]. 2018;5:209–223. (In Russ.)
3. Getman-Pavlova IV. *Mezhdunarodnoe chastnoe pravo: v 3 t.* [Private international law. In 3 vols.]. Moscow; 2020. Vol. 2. (In Russ.)
4. Glukhov EV. *Sdelki kupli-prodazhi aktsiy i doley uchastnika v ustavnykh kapitalakh khozyaystvennykh obshchestv* [Transactions of purchase and sale of shares and shares of a participant in the authorized capitals of business companies]. Moscow: Statut; 2019. (In Russ.)
5. Lipovtsev V. *Lex mercatoria na mezhdunarodnom finansovom rynke: avtoref. dis. ... kand. yurid. nauk* [Lex mercatoria on the international financial market. Abstract of the Cand. Sci. (Law) Thesis]. Moscow; 2013. (In Russ.)
6. Mazhorina MV. *Mezhdunarodnoe chastnoe pravo v usloviyakh globalizatsii: ot razgosudarstvleniya k fragmentatsii* [Private international law in the context of globalization: From denationalization to fragmentation]. *Pravo. Zhurnal Vysshey shkoly ekonomiki* [Law. Journal of the Higher School of Economics]. 2018;1:193–217. (In Russ.)
7. Fotonova OV. *Novoe korporativnoe regulirovanie: rasshirenie sfery deystviya korporativnykh aktov* [New corporate regulation: Expanding the scope of corporate acts]. *Vestnik Voronezhskogo gosudarstvennogo universiteta* [Proceedings of Voronezh State University]. 2020;3:116–130. (In Russ.)
8. Cavallo P. Notes on the ABA 2019 European Private Target M&A Deal Points Study. Available from: <https://portolano.it/en/newsletter/portolano-cavallo-inform-corporate/notes-on-the-aba-2019-european-private-target-ma-deal-points-study> [cited 2021 January 12]. (In Eng.)
9. Clifford JF, Jonkhart F, Pearlman J. What's the Market for That Cross-Border Deal – The European, US and Canadian Private Target M&A Deal Points Studies. *Business Law International*. 2011;12:139–154. (In Eng.)
10. Coates IV, John C. Why Have M&A Contracts Grown? Evidence from Twenty Years of Deals. *Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper*. 2016;889:1–57. (In Eng.)
11. Feldman R. Black Holes and Boilerplate in M&A Practice. *Business Law International*. 2018;19(2):140–159. (In Eng.)
12. Feldman R. Recent Trends in European SPAs and Comparisons with US Practice. *Business Law International*. 2016;17(3):217–231. (In Eng.)

13. Foster K. Lex Sportiva and Lex Ludica: The Court of Arbitration for Sport's Jurisprudence. *Entertainment and Sports Law Journal*. 2005;3:1-15. (In Eng.)
14. Gautrais V, Lefebvre G, Benyekhlef K. Droit Du Commerce Electronique Et Normes Applicables: L'emergence De La Lex Electronica. *International Business Law Journal*. 1997;5:547-583. (In Fr.)
15. Lalafaryan N. Material Adverse Change Uncertainty: Costing a Fortune If Not Corporate Lives. *Journal of Corporate Law Studies*. 2021;21(1):39-84. (In Eng.)
16. Leguizamo CAF. From Lex Mercatoria to Lex Constructionis (De La Lex Mercatoria a La Lex Construcciois). *Revista e-mercatoria*. 2007;6(1):1-23. (In Eng.)
17. Lessig L. Code and Other Laws of Cyberspace. New York, Basic Books; 2000. (In Eng.)
18. Maurer A. The Concept of Participation in the Making of Transnational Law: Legitimization and Normativity in the Transnational Sphere. In: Jurčys P, Kjaer P, Yatsunami R, editors. *Regulatory Hybridization in the Transnational Sphere. Series: Developments in International Law*. Vol. 65. Leiden, Netherlands, Brill Nijhoff; 2013. P. 203-222. (In Eng.)
19. Panhard M. When Contractual Good Faith Meets a Controversial M&A Issue: The Sandbagging Practice in International Arbitration. *The International Lawyer*. 2018;51(1):69-86. (In Eng.)
20. Teubner G. «Global Bukowina»: Legal Pluralism in the World-Society. In: Teubner G, editor. *Global Law without a State*. Dartmouth: Brookfield; 1997. P. 3-28. (In Eng.)
21. Teubner G. Global private regimes: Neo-spontaneous law and dual constitution of autonomous sectors? In: Ladeur K, editor. *Public governance in the age of globalization*. UK: Ashgate, Aldershot; 2004. P. 71-87. (In Eng.)