

Восканян Роза Оганесовна

канд. экон. наук, доцент, доцент

ФГОБУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»

г. Москва

DOI 10.31483/r-112892

КОВЕНАНТНЫЕ УСЛОВИЯ ДОГОВОРОВ КУПЛИ-ПРОДАЖИ ЦЕННЫХ БУМАГ

Аннотация: автором исследуются ковенантные условия как один из видов финансового инструмента, позволяющего снизить риски инвестора. В рамках статьи подчеркивается, что несмотря на широкое распространение ковенантных условий в кредитных договорах представляет интерес и практическую значимость возможность применения ковенантов инвесторами-совладельцами. Автором выделяются четыре основных ковенанта для дополнения договоров купли-продажи со стороны инвестора для снижения уровня неопределенности участников уставного капитала.

Ключевые слова: венчурные инвестиции, мажоритарий, структура капитала, финансирование, финансовый инструмент.

Вопросы выбора источников финансирования компании актуальны для научного и профессионального сообщества вне зависимости от экономических условий и этапа жизненного цикла компании. Напротив, изменение уровня влияния любого значимого внешнего или внутреннего фактора обуславливает анализ и корректировку реализуемой политики финансирования компании. Как отмечает С. Майерс, «не существует универсальной теории выбора структуры капитала, и нет оснований ожидать появления таковой» [1, р. 81]. Следовательно, руководство компании всегда находится в поиске оптимальной политики финансирования, управляя уровнем финансового риска.

Инвесторы выбирают активы для формирования портфеля исходя из собственного уровня толерантности к уровню риска. В этой связи изменения в

структуре капитала компании могут потребовать проведения ребалансировки инвестиционного портфеля, связанной с дополнительными временными и транзакционными затратами. Минимизации вышеуказанных рисков способствуют ковенантные условия.

Ковенанты (ковенантные условия) – дополнительные условия, которые по согласию сторон включаются в договор, устанавливающий отдельные виды обязательств.

Ковенанты устанавливают действия, которые сторона должна совершить (или воздержаться от их совершения) после заключения договора в течение срока его действия и вне зависимости от других обещаний и договоренностей [2, с. 13]. Количество ковенантов в договоре может различаться. Иностранная практика свидетельствует, что составлялись договора с более, чем 30 ковенантными условиями [3, р. 530].

Наибольшее распространение ковенанты получили в кредитных договорах и договорах займа. Например, сравнительная характеристика инструментов финансирования нефтегазовых проектов показала, что банковское кредитование характеризуется большим количеством дополнительных бизнес-требований и ковенантов, чем финансирование посредством облигационных займов [4, с. 51]. Кредитные организации используют ковенантные условия для управления уровнем риска невозврата кредита.

Примечательно, что действующее российское законодательство не содержит понятия «ковенант». Понятие пришло в российскую практику из английского права [5] и используется в судебных решениях. Приведем цитату из решения Арбитражного суда г. Москвы о финансовом ковенанте: «Основное значение этого финансового инструмента состоит в том, что он позволяет значительно снизить стоимость кредита» [6]. Таким образом, ковенантные условия способны снизить риски обеих сторон отношений по кредитному договору: кредитора и заемщика.

Вместе с тем, ковенанты могут дополнить договор купли-продажи, если присутствует необходимость снизить уровень неопределенности при привлечении внешнего долевого финансирования.

По итогам заключения сделки купли-продажи долевых ценных бумаг компании определяются миноритарии и мажоритарии. На наш взгляд, будет ли необходимость в дополнении договора ковенантными условиями зависит от того, планирует ли одна из сторон реализовывать «право голоса» по А. Хиршману, т. е. использовать «право голоса» инвестора в рамках переговорного процесса для корректировки стратегии развития компании [7].

В зарубежной практике венчурного инвестирования возможно дополнение договора купли-продажи долевых ценных бумаг ковенантами, при нарушении которых венчурный фонд получает голосующие права [8, 9]. Такие права позволяют венчурным фондам заменять топ-менеджеров, привлекая более квалифицированных управленцев [10, с. 47].

Договор купли-продажи долевых ценных бумаг можно дополнить следующими ковенантными условиями.

1. Ограничение на объем привлекаемого долевого финансирования. Ограничение направлено на снижение уровня риска размывания капитала и потери риска контроля за стратегическим развитием компании в рамках принятия решений на общем собрании акционеров. Данное ограничение особенно актуально для венчурных инвесторов, планирующих выход из бизнеса посредством сделки слияния и поглощения или IPO.

2. Ограничение на объем привлекаемого долгового финансирования. Ограничение направлено на снижение вероятности непропорционального роста риска банкротства компании. Ограничение может быть дополнено условием невозможности использования конвертируемых инструментов долгового финансирования с целью управления риском размывания капитала компании ввиду изменения статуса кредиторов на статус участников уставного капитала.

3. Ограничение на принятие решений о выплате дивидендов. Ограничение направлено на увеличение суммы, реинвестированной в компанию с целью будущего роста стоимости акций. Подобное ограничение релевантно для компаний на ранних этапах развития, когда выбор внешних источников финансирования органичен и для финансирования дальнейшего роста предпочтительно

использовать внутренние источники. Также ограничение приобретает ценность для инвесторов в период высоких процентных ставок по заемному капиталу, когда предпочтительно реинвестировать нераспределенную прибыль, нежели на длительный период увеличивать влияние финансового рычага из-за увеличения процентных расходов по долговым обязательствам.

4. Право мажоритарного инвестора требовать от миноритарного присоединиться к сделке по продаже акций по той же цене и на тех же условиях (drag-along). Данное условие релевантно для исполнения, когда новый инвестор рассматривает приобретение 100% уставного капитала. Тогда рассматриваемый ковенант снижает риски мажоритария при выходе из бизнеса, что опять же актуально для венчурных инвесторов, рассматривающих инвестиции в уставный капитал как инвестиционный проект с конкретным сроком реализации.

5. Право миноритарного инвестора продать долю вслед за мажоритарным инвестором на тех же условиях (tag along или co-sale right). Согласно данному ковенанту, миноритарные инвесторы могут при минимальных транзакционных издержках продать долю в уставном капитале на условиях, согласованных покупателем компании с мажоритарным инвестором. Важно, чтобы при внесении в договор как данного ковенанта, так и вышеуказанного устанавливались сроки уведомления миноритариев о планах и условиях заключения сделки купли-продажи мажоритарием, чтобы миноритарии обладали достаточным временем для ознакомления с условиями сделки и принятия взвешенного решения.

Подводя итог вышесказанному, отметим, что внесение ковенантных условий в договоры купли-продажи ценных бумаг снижает уровень неопределенности для участников уставного капитала.

Безусловно, наибольшее распространение получают ковенанты, связанные со структурой капитала компании. Такие ковенанты влияют на финансовое состояние компании, результаты скоринговой оценки и создание деловой репутации. Следовательно, ковенанты данной группы позволяют управлять фундаментальными факторами формирования стоимости компании и могут привести к повышению инвестиционной привлекательности компании.

Рассмотренные в настоящей статье ковенанты, связанные с правами мажоритариев и миноритариев выйти из бизнеса на определенных условиях, представляются менее распространенными, поскольку направлены не столько на управление стоимостью компании, сколько непосредственно на защиту интересов конкретной группы инвесторов.

Список литературы

1. Myers S.C. Capital Structure // The Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Vol. 1. No. 2. – Pp. 81–102. – EDN DKWHCF
2. Кувалдина Т.Б. Ковенанты: сущность и раскрытие информации в бухгалтерской отчетности / Т.Б. Кувалдина // Международный бухгалтерский учет. – 2015. – №1 (343). – С. 12–20. EDN ТККСВВ
3. Ross S.A., Westerfield R.W., Jaffe J., Jordan B.D. Corporate Finance. – New York: McGraw-Hill Education, 2016. – 1056 p.
4. Потапова Е.А. Инструменты финансирования инновационного развития нефтегазового комплекса: 08.00.10: дис. ... канд. экон. наук / Е.А. Потапова. – 2021. – 219 с. – EDN CPFZXY
5. Арнаутов Д.Р. Формы участия кредитора в корпоративном управлении корпорацией-должником / Д.Р. Арнаутов // Вестник экономического правосудия Российской Федерации. – 2023. – №7. – С. 81–120. – DOI 10.37239/2500–2643–2023–18–7–81–120. EDN FWXTQZ
6. Решение Арбитражного суда г. Москвы от 14 ноября 2018 г. по делу №А40–183782/2018 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://sudact.ru/arbitral/doc/Thq7nXrNJPmC/> (дата обращения: 05.11.2024).
7. Hirschman A.O. Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States. – Cambridge: Harvard University Press, 1970. – 176 p.
8. Sahlman W.A. The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations // Journal of Financial Economics. – 1990. – Vol. 27. No. 2. – Pp. 473–521.

9. Kaplan S.N., Stromberg P. Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts // Review of Economic Studies. – 2003. – No. 70. – Pp. 281–315. – DOI 10.1111/1467-937X.00245. – EDN ETNKTR

10. Яковлев Е.О. Финансирование инноваций на различных этапах жизненного цикла высокотехнологичных компаний: 08.00.10: дис. ... канд. экон. наук / Е.О. Яковлев. – 2022. – 155 с. – EDN WWUZUR