



Научно-исследовательский журнал «Современный ученый / Modern Scientist»

<https://su-journal.ru>

2025, № 10 / 2025, Iss. 10 <https://su-journal.ru/archives/category/publications>

Научная статья / Original article

УДК 347.455

Особенности договора конвертируемого займа в инвестиционных сделках на российском M&A рынке

¹ Мусукаев А.А.

¹ Московский государственный институт международных отношений
Министерства иностранных дел Российской Федерации

Аннотация: в настоящей статье автором анализируются ключевые особенности договора конвертируемого займа по российскому праву и приводятся примеры структурирования сделок слияний и поглощений с использованием ДКЗ. Проводя сравнительный анализ данного инструмента с его американскими аналогами SAFE и KISS, автором подчеркиваются некоторые пробелы в регулировании данного института в России и недостатки контроля за процессом конвертации от сторон договора. Подчеркивается, что текущее регулирование механизма конвертации пока соответствует сохранению кредиторских рисков, юридические решения же позволяют ими эффективно управлять и по-новому раскрывают инвестиционный потенциал договора конвертируемого займа в сделках M&A. В заключении автором предлагается ряд законодательных новелл и регуляторных изменений, при помощи которых конвертируемый заем станет привлекательнее для частного капитала и институциональных инвесторов.

Ключевые слова: конвертируемый заем, CLA, венчурные инвестиции, сделки M&A, частный капитал, проектное финансирование, SAFE, корпоративные реструктуризации, целевой заём, зачет требований, альтернативное обязательство

Для цитирования: Мусукаев А.А. Особенности договора конвертируемого займа в инвестиционных сделках на российском M&A рынке // Современный ученый. 2025. № 10. С. 387 – 393.

Поступила в редакцию: 13 мая 2025 г.; Одобрена после рецензирования: 15 июля 2025 г.; Принята к публикации: 11 сентября 2025 г.

Particular features of Convertible Loan Agreement in investment transactions within the Russian M&A market

¹ Musukaev A.A.

¹ Moscow State Institute of International Relations of the Ministry of Foreign Affairs of the Russian Federation

Abstract: in this article, the author analyzes the key features of a Convertible Loan Agreement under Russian law and provides examples of structuring M&A transactions via CLA. Conducting a comparative analysis of this instrument with its American equivalents SAFE and KISS, the author emphasizes some regulatory loopholes of this institution in Russia and drawbacks of control over the conversion process by the parties to the agreement. It is emphasized that the current regulation of the conversion mechanism is still associated with the preservation of creditor risks, while legal solutions allow to manage them effectively and reveal the investment potential of a Convertible

Loan Agreement in M&A transactions from a new perspective. In conclusion, the author proposes a number of legislative novelties and regulatory amendments that would make convertible loans more attractive for private capital and institutional investors.

Keywords: convertible loan, CLA, venture investments, M&A transactions, private capital, project finance, SAFE, corporate restructurings, target loan, set-off of claims, alternative obligation

For citation: Musukaev A.A. Particular features of Convertible Loan Agreement in investment transactions within the Russian M&A market. Modern Scientist. 2025. 10. P. 387 – 393.

The article was submitted: May 13, 2025; Approved after reviewing: July 15, 2025; Accepted for publication: September 11, 2025.

Введение

События трехлетней давности ознаменовали начало кризисного периода для отечественного рынка сделок M&A: на фоне введения санкций, повышения ключевой ставки и удешевления заемного финансирования объем инвестиций в валовом выражении существенно снизился, причем эта тенденция сохранялась и для более уязвимого к рыночным колебаниям венчурного капитала. Только к 2024 году стабилизация ожиданий инвесторов позволила вдвое увеличить среднюю сумму вложений на одного инвестора, а общий объем капиталовложений довести до показателя в \$ 177 млн. (108% к уровню 2023 года) согласно данным совместного исследования лидеров венчурного рынка по итогам закрытия сделок в прошлом году [7].

Любопытно, что эксперты, подготовившие вышеуказанное исследование, подтверждают выводы североамериканских коллег об изменении структуры инвестиционного капитала в пользу бизнес-ангелов и институциональных игроков. Их суммарные вложения в России уже превышают 70% от общего объема венчурного рынка, а в США снижающийся объем приобретения стартапов обратно пропорционален увеличению сделок *mid-market* [12], основными покупателями в западных реалиях выступают таргетные частные инвесторы и хедж-фонды. Наиболее популярными же механизмами финансирования для них долгие годы выступают Simple Agreement for Future Equity (*далее – SAFE*) и Keep it Simple Securities (*далее – KISS*), в российском праве трансформировавшиеся, в свою очередь, в правовой механизм конвертируемого займа. Но так ли схожи рассматриваемые модели?

Сравнение, проводимое в настоящей статье, отражает объективно сложившуюся за долгие годы практику применения ценных бумаг как инвестиционных инструментов в США против только формирующегося рынка заемного венчурного финансирования в России. Целью исследования выступает выявление тех преимуществ, которые в

условиях нынешнего регулирования все еще не реализованы в отечественном сделочном периметре.

Материалы и методы исследований

Основу работы составили законодательные источники Российской Федерации, включая корпоративные законы, Гражданский кодекс РФ и Закон о рынке ценных бумаг, а также отдельные положения Единообразного торгового кодекса США, касающиеся SAFE и KISS. Отдельно стоит упомянуть доктринальные исследования (как отечественные, так и иностранные) соответствующей тематики в сочетании с экономическими и статистическими отчетами, которые органично восполняют проблемные юридические аспекты конвертируемого займа.

Следовательно, ключевыми методами при подготовке статьи стоит обозначить сравнительно-правовой (компаративистский) и комплексный методы исследования. Автор стремится сочетать классические приемы позитивистского анализа юридических норм с объяснением экономических предпосылок тех или иных решений законодателей.

Результаты и обсуждения

Как уже было сказано ранее, российское право в 2021 году [9] восприняло опыт американских коллег, долгие годы пользовавшихся преимуществами эффективного фандрайзинга за счет применения SAFE и KISS (на что не без явного сожаления указывали авторы законопроекта о конвертируемом займе в пояснительной записке к нему [8]). Оба американских инструмента были разработаны наиболее известными мировыми венчурными фондами – Y Combinator и 500 Startups – на рубеже середины 2010-х годов для ускорения привлечения финансирования в растущие компании на «раундах посева».

По верному замечанию Дж. Грина и Дж. Койла, SAFE и KISS по своим характеристикам соответствуют оборотным документам, то есть являются цennymi бумагами в понимании российского права, в отличие от договора конвертируемого займа

[11, с. 46-47]. В этом смысле скорее верно было бы сравнивать их с конвертируемыми облигациями или опционами эмитента, но дороговизна эмиссии и сложность регуляторного ландшафта сводят инвестиционную привлекательность этих инструментов к минимуму.

SAFE предоставляет его держателю секундарное право на приобретение доли участия или пакета акций, которые будут эмитированы стартапом при достижении согласованных условий после выхода в equity раунды; срок возврата средств не устанавливается, как и не начисляются проценты на внесенные деньги. Вторая конструкция, KISS, лишена недостатков соглашений по модели SAFE и предусматривает, помимо процентов и предельного срока конвертации, положение об идентичности условий для всех инвесторов. Именно поэтому более поздний KISS все чаще встречается в практике инвестиционных банков и резидентов американских и европейских акселераторов, предлагающих комплексные решения с покрытием рисков инвестора [13].

Российский конвертируемый заем, как верно указывает Д.В. Ломакин, по своей правовой природе логично отнести к разновидности договора займа, регулируемого положениями главы 42 Гражданского кодекса РФ (далее – ГК РФ), о чём косвенно говорит законодатель в норме пункта 4 статьи 19.1 Закона об ООО и пункта 2 статьи 32.3 Закона об АО: существенные условия CLA определяются нормами ГК РФ для классического договора займа. Особенность складывающихся между заемщиком и займодавцем отношений заключается в альтернативном обязательстве компании-реципиента по возврату займа: инвестор при наступлении оговоренных условий или срока вправе потребовать от заемщика возврата всей либо части предоставленных средств и процентов за их пользование посредством зачета внесенных денег против дополнительной эмиссии акций либо увеличения уставного капитала с перерасчетом долей основателя и всех соинвесторов. При благоприятном сценарии долевое участие позволяет получать прибыль от успешного предприятия, затем оптимизировать процессы при проведении корпоративной реструктуризации; если же бизнес не реализовался в полном объеме, доходность будет обеспечена за счет классических форм возврата займа с начисленными процентами за пользование денежных средств.

Отечественный рынок M&A еще до формализации договора конвертируемого займа в 2021 году развивал подобные модели при помощи давно известных и подкрепленных судебной практикой инструментов. К примеру, заем предоставлялся

текущему участнику общества, который приобретал дополнительный пакет у основателя, далее возврат займа реализовывался по аналогичной с CLA схеме. Очевидным недостатком являлась личная ответственность участника такого общества (заемщика в данном случае) [1, с. 32], но усложнение структуры при заключении потестативного опциона колл инвестора обеспечивало сравнительно комфортную модель конвертации.

Позже рыночным стандартом венчурного инвестирования становится так называемая cash-in модель: денежные средства вносятся инвестором напрямую в стартап путем займа с условием о заключении квази-корпоративного договора, предусмотренного пунктом 9 статьи 67.2 ГК РФ, и обеспеченной документацией вместе с соглашением о зачете встречных требований. Подобные «инвестиционные займы» допустимы и однозначно толкуются арбитражными судами субъектов РФ как смешанные договоры, заключаемые на основании статьи 421 ГК РФ. При рассмотрении споров к заключенным до 2021 года заемам на вышеуказанных условиях суды применяли положения о конвертируемом займе, руководствуясь принципом свободы договора: «...сам по себе факт введения указанной правовой нормы после даты заключения инвестиционного соглашения не свидетельствует о том, что такие правоотношения не могли складываться между сторонами в период, когда соответствующая правовая норма в законе отсутствовала» [3].

Легализация CLA в российском законодательстве позволила увеличить привлекательность данного инструмента для частного капитала, особенно иностранных фондов, для которых «аналог» уже привычных за десяток лет применения SAFE и KISS гарантирует защиту интересов и, что самое важное, возвратность вложенных средств. Однако стоит подробнее рассмотреть существенные недостатки и пробелы в регулировании конвертируемого займа, которые на сегодняшний день остаются актуальными и находят различные решения у специалистов на рынке M&A.

В отличие от американских инструментов, с экономической точки зрения конвертация требует больших транзакционных затрат, в первую очередь в связи с предынвестиционной стадией её оформления. Закон обязывает непубличные общества перед заключением договора конвертируемого займа единогласно одобрить увеличение уставного капитала на случай удовлетворения согласованных сторонами условий. И если для ООО в зависимости от юридической связи компании с займодавцем возможно как заявление о внесении дополнительного вклада, так и заявление инвестора

как третьего лица о включении его в состав участников общества (пункты 9 и 10 статьи 19.1 Закона об ООО), то в АО обязательна процедура дополнительной эмиссии акций в пользу заемодавца, безальтернативно. Отметим, что определенную защиту интересов инвестора обеспечивает механизм реализации акций общества по закрытой подписке на основании пункта 1 статьи 27.5-9 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ [10] (далее – Закон об РЦБ).

Помимо объективной сложности достижения единогласия при принятии корпоративного решения, влекущего за собой потенциальное размытие доли владения, особенно в акционерных обществах, вопросы остаются и относительно механизма контроля и реализации конвертации. С одной стороны, корпоративное законодательство исключает участие сторон договора в процессе конвертации, операции осуществляются нотариусом либо регистратором в зависимости от типа хозяйственного общества – независимыми лицами, которые несут профессиональную имущественную ответственность за проверку надлежащего исполнения условий договора конвертируемого займа. С другой стороны, механизм конвертации по российскому праву сохраняет за заемщиком экспенцию, и компания, основываясь на экономической целесообразности, может злоупотреблять данным правом.

Под экспенцией понимается негативное право одного лица, при реализации которого прекращается субъективное право иного лица или его осуществление существенно затрудняется. К примеру, в работе С.В. Третьякова экспенция характеризуется «нейтрализацией чужого субъективного права» [6, с. 257]. На практике после получения требования о конвертации от инвестора компании предоставляется 14 рабочих дней на предоставление регистратору возражений против дополнительного размещения акций эмитента-заемщика; получение отказа регистратором блокирует операции в связи с конвертацией займа в акции АО на основании пункта 9 статьи 27.5-9 Закона о РЦБ. Аналогичные положения реализованы законодателем и в отношении ООО.

Преодолеть блокирование конвертации заемодавец может только в судебном порядке, полученное решение суда становится основанием для государственной регистрации изменений в ЕГРЮЛ. Отметим, что отечественная судебная практика с давних времен не признавала действительности преобразовательного решения, исходя из экономической и управленческой свободы участников хозяйственного оборота (Определение Высшего

Арбитражного Суда РФ от 20 августа 2008 года № 10678/08 по делу № А29-6297/2007, Постановление Арбитражного суда Центрального округа от 01 ноября 2023 года № Ф10-4010/2023 по делу № А35-3923/2023 и т. д.), но в случае с CLA волезамещающий характер этого решения прямо предусмотрен законом. Вероятно, цель сохранения договорных отношений сторон отражается как раз с точки зрения изначальной каузы и намерений инвестора и компании-заемщика реализовать коммерческие и юридические взаимные обязательства.

На сегодняшний день заемодавцы сталкиваются с откровенными злоупотреблениями со стороны основателей стартапов или участников обществ, привлекающих средства через конвертируемые займы. К сожалению, нотариальная практика пока не дала официальных разъяснений по поводу критериев обоснованности возражений и предъявления обществами доказательств против требований инвесторов, никаких требований к возражениям не установлено и на законодательном уровне. Следовательно, невозможность успешной конвертации предоставленного займа может быть связана с немотивированным отказом со стороны компании увеличивать уставный капитал, выпускать акции в интересах инвестора. Какие средства правовой защиты доступны заемодавцу при заключении сделок?

Во-первых, консультантам стоит детально прописывать условия договора займа. Если единственным отлагательным условием в нем является ожидаемый срок возврата инвестиций (увеличение капитализации, выход на IPO, обязательное начало equity раунда и т.д.), сложно оспорить недостижение события конвертации стартапом. Однако простые конвертируемые займы скорее исключение из правила. Многоступенчатые же договоры предусматривают комбинацию различных условий с тенденцией к увеличению доли участия инвестора в капитале. Приведем пример подобного инвестиционного соглашения:

Раунд А: Заемодавец получает 10% участия в капитале общества по истечении 3 лет с даты заключения договора;

Раунд В: При заключении контрактов с пятью иностранными покупателями продукции компании доля увеличивается до 25%;

Раунд С: На финальном этапе весь объем средств конвертируется в 50% долю либо 100% выпущенных по закрытой подписке дополнительных акций общества, если основатель достигает оценочной рыночной капитализации выше 25 000 000 рублей.

Экономические и правовые риски невозврата займа инвестору минимизируются за счет договорного механизма возмещения потерь, предусмотренного статьей 406.1 ГК РФ. Заемщик обязуется возместить сумму вложенных средств и начисленных процентов в полном объеме займодавцу, к примеру, при немотивированном возвращении в конвертации, действиях, направленных на блокирование корпоративных решений в связи с увеличением уставного капитала или дополнительным выпуском акций. Исходя из анализа судебной практики и руководящей доктрины [5], преимущества механизма состоят в отсутствии необходимости доказывать причинную связь [4, 2] между потерями инвестора и его влиянием на их возникновение, что выгодно отличает этот инструмент от взыскания потенциальных убытков займодавца.

Во-вторых, большинство заключаемых по российскому праву договоров конвертируемого займа игнорируют применимость общих положений ГК РФ о договоре займа. Между тем, положения пункта 1 статьи 814 ГК РФ предусматривают возможность инвестора контролировать использование переданных средств компанией-заемщиком на определенные цели. К примеру, в случае финансирования операционных расходов стартапа вместо капитальных вложений в основные средства займодавец вправе потребовать досрочного возврата займа с начисленными процентами за пользование инвестициями (пункт 2 статьи 814 ГК РФ). Такая гарантия увеличивает привлекательность конвер-

тируемого займа для потенциальных институциональных игроков рынка, поскольку контроль над вложениями – первый приоритет венчурного инвестирования.

Выводы

Суммируя вышеисписанное, использование частным капиталом в сделках M&A договора конвертируемого займа с каждым годом становится позитивной тенденцией развития рынка, особенно такого высоко рискового, как венчурный. Перенимая опыт американских инструментов SAFE и KISS, законодатель все же исходит из договорной природы венчурного инвестирования, что, в свою очередь, влечет за собой свои преимущества и недостатки. Относительная дешевизна и большой опыт применения норм о договоре займа нивелируется пока не проработанными механизмами защиты инвестора от злоупотреблений и довольно строгими требованиями к корпоративному одобрению заключения договора конвертируемого займа.

Увеличение объемов проектного финансирования вместе с сопутствующими корпоративными реорганизациями неизбежно привлечет внимание к альтернативным и перспективным способам привлечения внешнего кредитования. Возможно, профильные ассоциации и советы кредиторов обратят внимание на те вопросы, которые остаются проблемными, и со временем конвертируемый заем станет популярнее даже в классических сделках M&A.

Список источников

1. Ломакин Д.В. Договор конвертируемого займа: правовая природа и квалификация // Вестник Арбитражного суда Московского округа. 2025. № 1. С. 33 – 47.
2. Постановление Арбитражного суда Московского округа от 10 июля 2023 года № Ф05-15164/2023 по делу № А41-39209/2022 // СПС «Консультант Плюс».
3. Постановление Девятого Арбитражного апелляционного суда от 01 ноября 2024 года № 09АП-26898/2024 по делу № А40-139204/2022 // СПС «Гарант».
4. Постановление Пленума Верховного Суда РФ от 24 марта 2016 года № 7 «О применении судами некоторых положений Гражданского кодекса Российской Федерации об ответственности за нарушение обязательств» (ред. от 22.06.2021 года), пункт 15 // Бюллетень Верховного Суда РФ. 2016. № 5.
5. Тололаева Н.В., Церковников М.А. Научно-практический комментарий к Постановлению Пленума Верховного Суда РФ от 24 марта 2016 года № 7 «О применении судами некоторых положений Гражданского кодекса Российской Федерации об ответственности за нарушение обязательств» // Вестник гражданского права. 2023. № 6. С. 153 – 199.
6. Третьяков С. В. Формирование концепции секундарных прав в германской цивилистической доктрине // Вестник гражданского права. 2007. № 2. С. 253 – 270.
7. Отчет компании DSIGHT по итогам 2024 года «Венчурная Евразия» [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://b1.ru/upload/sprint.editor/8fa/1zo4ou00wwi9gfjsv2828vq2rwy7ho5r/b1-dsight-venture-eurasia-2024-results-review.pdf?ysclid=md8vikdiod839228477> (дата обращения: 08.05.2025)
8. Пояснительная записка к Законопроекту № 972589-7 «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации (в части конвертируемого займа)» [Электронный ресурс]. Режим доступа: https://sozd.duma.gov.ru/bill/972589-7?ref=vc.ru#bh_note (дата обращения: 06.05.2025)

9. Федеральный закон от 02 июля 2021 года № 354-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» // Собрание законодательства Российской Федерации. 2021. № 27 (ч. I). Ст. 5182.

10. Федеральный закон от 22 апреля 1996 года № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» // Собрание законодательства Российской Федерации. 1996. № 17. Ст. 1918.

11. Coyle John F., Green Joseph M. The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts // Minnesota Law Review Headnotes. 2018. Vol. 103. № 42. P. 42 – 66.

12. Dowd K. Startup M&A is holding steady despite an IPO chill [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://carta.com/sg/en/data/mergers-acquisitions-2023/> (дата обращения: 06.05.2025)

13. William F. Miller. Convertible notes, “SAFEs” and “KISSES”: a primer for early-stage companies seeking outside investors [Электронный ресурс]. Режим доступа: <https://pldolaw.com/wp-content/uploads/2019/07/AdvisorySafesandKisses.pdf> (дата обращения: 06.05.2025)

References

1. Lomakin D.V. Convertible loan agreement: legal nature and qualification. Bulletin of the Arbitration Court of the Moscow District. 2025. No. 1. P. 33 – 47.
2. Resolution of the Arbitration Court of the Moscow District dated July 10, 2023 No. F05-15164/2023 in case No. A41-39209/2022. SPS Consultant Plus.
3. Resolution of the Ninth Arbitration Court of Appeal dated November 1, 2024 No. 09AP-26898/2024 in case No. A40-139204/2022. SPS Garant.
4. Resolution of the Plenum of the Supreme Court of the Russian Federation of March 24, 2016 No. 7 "On the Application by Courts of Certain Provisions of the Civil Code of the Russian Federation on Liability for Breach of Obligations" (as amended on June 22, 2021), paragraph 15. Bulletin of the Supreme Court of the Russian Federation. 2016. No. 5.
5. Tololaeva N.V., Tserkovnikov M.A. Scientific and Practical Commentary on the Resolution of the Plenum of the Supreme Court of the Russian Federation of March 24, 2016 No. 7 "On the Application by Courts of Certain Provisions of the Civil Code of the Russian Federation on Liability for Breach of Obligations". Bulletin of Civil Law. 2023. No. 6. P. 153 – 199.
6. Tretyakov S.V. Formation of the Concept of Secondary Rights in the German Civil Doctrine. Bulletin of Civil Law. 2007. No. 2. P. 253 – 270.
7. DSIGHT Company Report on the Results of 2024 “Venture Eurasia” [Electronic resource]. Access mode: <https://b1.ru/upload/sprint.editor/8fa/1zo4ou00wwi9gfjsv2828vq2rwy7ho5r/b1-dsight-venture-eurasia-2024-results-review.pdf?ysclid=md8vikdiod839228477> (date of access: 08.05.2025)
8. Explanatory Note to Bill No. 972589-7 “On Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation (regarding the Convertible Loan)” [Electronic resource]. Access mode: https://sozd.duma.gov.ru/bill/972589-7?ref=vc.ru#bh_note (date of access: 06.05.2025)
9. Federal Law of July 2, 2021 No. 354-FZ "On Amendments to Certain Legislative Acts of the Russian Federation". Collected Legislation of the Russian Federation. 2021. No. 27 (Part I). Art. 5182.
10. Federal Law of April 22, 1996 No. 39-FZ "On the Securities Market". Collected Legislation of the Russian Federation. 1996. No. 17. Art. 1918.
11. Coyle John F., Green Joseph M. The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts. Minnesota Law Review Headnotes. 2018. Vol. 103. No. 42. P. 42 – 66.
12. Dowd K. Startup M&A is holding steady despite an IPO chill [Electronic resource]. Access mode: <https://carta.com/sg/en/data/mergers-acquisitions-2023/> (date of access: 06.05.2025)
13. William F. Miller. Convertible notes, “SAFEs” and “KISSES”: a primer for early-stage companies seeking outside investors [Electronic resource]. Access mode: <https://pldolaw.com/wp-content/uploads/2019/07/AdvisorySafesandKisses.pdf> (date of access: 06.05.2025)

Информация об авторе

Мусукаев А.А., младший юрист, BIRCH LEGAL, стипендиат Правительства РФ и ГК «Металлоинвест», специалист в области сопровождения крупных инвестиционных сделок, профильные секторы – золотодобывача, промышленное производство и банковские операции, Московский государственный институт международных отношений Министерства иностранных дел Российской Федерации

© Мусукаев А.А., 2025