ASHUR LAW FIRM

Change of Corporate Control over a Subsoil User in M&A Transactions: Issues in the Application of the Legislation of the Republic of Uzbekistan

Tashkent – 2026

ASHUR TASHKENT Law Firm
E-mail: info@ashurlaw.com
www.ashurlaw.com

INTRODUCTION 4

I THE BENEFICIAL OWNER AS THE STARTING POINT FOR THE ANALYSIS OF A CHANGE OF CONTROL 5

II THE PERMIT FOR SUBSOIL USE AS A KEY ASSET IN AN M&A TRANSACTION 5

III CHANGE OF CONTROL OVER A SUBSOIL USER UNDER ARTICLE 111 OF THE LAW ON SUBSOIL 6

IV THE PROBLEM OF DEFINING CORPORATE CONTROL 8

V INDIRECT CHANGE OF CONTROL IN INTERNATIONAL M&A TRANSACTIONS 10

VI FINANCIAL AND TECHNICAL CAPABILITIES OF THE ACQUIRER 13

VII THE IMPACT OF REGULATORY UNCERTAINTY ON THE EXECUTION OF M&A TRANSACTIONS 13

VIII APPLICABLE LAW IN CROSS-BORDER CHANGES OF CONTROL AND BENEFICIAL OWNERSHIP 14

IX PROPOSALS FOR IMPROVING THE LEGAL FRAMEWORK 15

X CONCLUSION 17

CONTACT DETAILS 18

ABSTRACT

This article examines the specific features of the legal framework governing changes in corporate control over a legal entity that is a subsoil user in the context of mergers and acquisitions (M&A) transactions in the Republic of Uzbekistan. Particular attention is paid to the provisions of the new Law of the Republic of Uzbekistan “On Subsoil” No. ZRU-987 dated October 31, 2024, which require approval of a change of control over a subsoil user or a change in its beneficial owner. The article analyzes the distinction between the assignment of rights directly granted under a permit for subsoil use and the acquisition of corporate control over a legal entity holding such a permit. It examines issues relating to the determination of direct and indirect changes of control, the criteria for assessing the acquirer, applicable law, and the impact of regulatory uncertainty on the execution of M&A transactions. Based on an analysis of the legislation, the article puts forward proposals aimed at enhancing legal certainty in the regulation of transactions resulting in a change of control over subsoil users.

Keywords: subsoil use, subsoil, M&A, change of control, corporate control, beneficial owner, investment, permit for subsoil use, acquisition of equity interests, foreign investment.

INTRODUCTION

The development of mineral deposits is characterized by significant capital intensity, long project implementation periods, and investors' heightened dependence on the stability of the legal framework. Accordingly, the acquisition of operating mining enterprises through mergers and acquisitions represents one of the mechanisms through which investors enter subsoil use projects. At the same time, M&A transactions in the mining sector have a distinctive feature that sets them apart from the acquisition of businesses in most other sectors of the economy. The economic value of a subsoil user company is largely determined by its possession of the right to use a specific subsoil area. Consequently, a change in corporate control over such a company, even if the permit itself formally remains with the same legal entity, may effectively result in the transfer of economic control over the project to another investor.

This issue has become particularly relevant following the adoption of Law of the Republic of Uzbekistan No. ZRU-987 dated October 31, 2024, "On Subsoil" (**the "Law on Subsoil"**). The Law established a new regulatory framework for subsoil use, including a specific mechanism requiring approval not only for the assignment of rights granted under a permit but also for a change of control over a subsoil user or a change in its beneficial owner. In this regard, the following question arises: to what extent does the current legislation allow for an unambiguous determination of which corporate M&A transactions constitute a change of control over a subsoil user and, accordingly, require prior engagement with the competent state authority?

The purpose of this article is to analyze the existing mechanism for regulating changes in corporate control over subsoil users, identify certain issues concerning its application to direct and indirect M&A transactions, and formulate proposals aimed at enhancing legal certainty for both the state and investors.

I The Beneficial Owner as the Starting Point for the Analysis of a Change of Control

The starting point for the analysis is the definition of a beneficial owner set out in Article 3 of the Law on Subsoil. It covers a person who directly or indirectly controls or owns a legal entity. An additional automatic criterion is established: ownership of a 25 percent or greater interest, either directly or through one or more related legal entities. The Law uses the term "person" without limiting this definition exclusively to natural persons. Accordingly, it cannot, without further legal grounds, be replaced by the concept of an ultimate beneficial owner who is a natural person, as used in other areas of regulation.

Two separate lines of analysis follow from this definition: the existence of direct or indirect control and the existence of an ownership interest meeting the statutory threshold. The 25 percent threshold is sufficient grounds for recognizing a person as a beneficial owner, but it does not constitute a universal definition of corporate control. The acquisition of such an interest may change the composition of beneficial owners without granting the acquirer decisive influence over management. Conversely, control may, under certain circumstances, be exercised with a smaller ownership interest. Therefore, the absence of a change of control does not, in itself, eliminate the need to separately assess whether a change of beneficial owner has occurred for the purposes of Article 111.

At the same time, Article 3 does not establish a detailed methodology for determining indirect ownership in a multi-tiered structure, aggregating ownership interests, or assessing contractual control mechanisms. It cannot automatically be assumed that the acquisition of 25 percent of any foreign parent company constitutes the acquisition of 25 percent of an Uzbek subsoil user. The entire ownership chain, the scope of the rights being transferred, and their connection with the relevant legal entity must be examined. It is precisely in these respects that further specification of the regulatory framework remains necessary.

II The Permit for Subsoil Use as a Key Asset in an M&A Transaction

The legal framework governing subsoil use is based on the special public-law status of subsoil resources. Unlike the acquisition of ordinary assets of a business entity, the acquisition of a mining company effectively provides an investor with the ability to exercise economic control over activities directly related to the use of natural resources. For this reason, the analysis of M&A transactions must distinguish between two legally different mechanisms: **(1)** the direct assignment to another person of the rights granted under a permit for subsoil use (*asset deal*); and **(2)** the acquisition of equity interests or shares in a legal entity that continues to hold the relevant permit (*share deal*).

In the first case, the entity holding the right to use the subsoil changes. The previous subsoil user assigns the rights granted under the permit to another person, after which the relevant permit must be reissued. In the second case, the holder of the permit does not formally change. For example, if LLC "Mining Uzbekistan" holds a permit for mineral extraction and a foreign investor acquires a 100 percent equity interest in that company, LLC "Mining Uzbekistan" continues to exist and retains its status as a subsoil user. Only the person exercising corporate control over the company changes.

From an economic perspective, however, the outcome of the transaction may be comparable to the transfer of the project itself: the new shareholder gains the ability to determine the legal entity's strategic decisions and, thereby, to control the conduct of subsoil

use activities. The legislation of the Republic of Uzbekistan takes this specific feature into account. Article 109 of the Law on Subsoil provides for the reissuance of a permit, in particular, in the event of the reorganization of a subsoil user and the assignment of the rights granted under a permit to another eligible person. In turn, Article 111 of the same Law establishes a specific regulatory framework not only for the assignment of rights under a permit, but also for a change of control over a subsoil user or its beneficial owner a change in its beneficial owner.

Thus, the legislator effectively proceeds on the basis that, under certain circumstances, a corporate transaction that does not change the legal identity of a subsoil user nevertheless has implications for the public-law regime governing subsoil use.

III Change of Control over a Subsoil User under Article 111 of the Law on Subsoil

Pursuant to Article 111 of the Law on Subsoil, a person holding a permit for geological exploration of subsoil and mineral extraction is entitled to transfer the rights granted under the permit to another person, provided that the latter assumes the corresponding obligations. Of particular importance for M&A transactions is the fact that the legislator makes the requirement for state approval applicable not only to the direct assignment of rights under a permit, but also to a **change of control over a subsoil user or a change in its beneficial owner**, as well as to the pledging of the relevant rights or their provision as other forms of security. Thus, Article 111 effectively covers several situations that differ in their legal nature. The first involves the direct transfer of the rights granted under a permit from one person to another. The second does not involve a change in the subsoil user itself: the legal entity continues to exist and retains the relevant permit, but the person exercising control over it changes. It is this second mechanism that is most significant for transactions involving the acquisition of shares or equity interests (*share deals*).

For example, if LLC “Mining Uzbekistan” holds a mining permit, the sale of a 100 percent equity interest in the company by its shareholder to a foreign investor does not formally constitute a transfer of the permit itself:

before the transaction:

Investor A → 100% of LLC “Mining Uzbekistan” → mining permit;

after the transaction:

Investor B → 100% of LLC “Mining Uzbekistan” → mining permit.

From a corporate law perspective, the subject matter of the transaction is the equity interest in the charter capital of LLC “Mining Uzbekistan,” while the permit continues to be held by the same legal entity. From an economic perspective, however, the person controlling the subsoil user and ultimately determining its activities changes. By bringing changes of control within the scope of Article 111, the legislator extends state oversight to such transactions as well. Where an assignment of rights, a change of control over a subsoil user, or a change in its beneficial owner is contemplated, the subsoil user must provide the necessary information about the relevant person to the Subsoil Use Center under the Ministry of Mining Industry and Geology of the Republic of Uzbekistan at least thirty days before the proposed transaction. The Subsoil Use Center, in turn, must notify the subsoil user of its approval or refusal within twenty working days of receiving the relevant information. Accordingly, the legislation provides not for subsequent notification of the state

authority about a completed corporate restructuring, but for a mechanism of prior state control. For M&A transactions, this has significant practical implications: uncertainty as to whether approval is required complicates the assessment of the feasibility and timing of closing a transaction. In large cross-border transactions, this issue is further compounded by the need to obtain regulatory approvals in multiple jurisdictions.

When considering a proposed change of control, the Subsoil Use Center must establish, in particular, that the new controlling person or its beneficial owner is not disqualified from holding the relevant permit and has the financial and technical capacity necessary to fulfil the obligations associated with it. Accordingly, the scope of state oversight is not limited to the formal identification of the new owner. The legislation permits an assessment of the new controlling person's ability to ensure the continued proper conduct of subsoil use activities. The rationale for this regulatory approach stems from the specific nature of subsoil use rights. By issuing a permit, the state grants a business entity the opportunity to conduct activities involving natural resources of public and economic significance. The state therefore has an objective interest in ensuring that a change in the corporate structure of a subsoil user does not result in effective control passing to a person who fails to meet the applicable requirements or lacks sufficient financial and technical resources to fulfil the relevant obligations. Article 111 is relevant not only to the conventional sale of 100 percent of the shares or equity interests in a subsoil user. In modern M&A practice, a change of control may occur at different levels of a corporate structure. An Uzbek company acting as a subsoil user may be owned by a foreign holding company, which, in turn, forms part of an international group:

Investor → foreign holding company → LLC “Mining Uzbekistan” → mining permit.

In such a structure, the subject matter of the M&A transaction may be the shares of the foreign holding company rather than the equity interests in the Uzbek subsoil user itself. Nevertheless, the ultimate controlling person of the group may change. Accordingly, for cross-border transactions, the extent to which the mechanism established by Article 111 applies to an indirect change of control occurring above the level of the subsoil user's direct shareholder becomes a question of fundamental importance.

The reference to the beneficial owner in Article 111 also warrants particular attention. This indicates that the legislation focuses not only on the formal ownership structure, but also on changes in the person ultimately standing behind the relevant corporate structure. For M&A transactions, this means that the entire ownership chain must be analysed, from the direct shareholder of the subsoil user to the ultimate beneficial owner. In complex international groups, such an assessment may encompass several levels of holding companies across multiple jurisdictions. The difficulty lies in determining which changes at each of these levels have independent significance for the application of Article 111.

Thus, Article 111 of the Law on Subsoil establishes a specific regulatory mechanism through which the state retains the ability to oversee not only the direct transfer of subsoil use rights, but also changes in corporate control over the entity holding those rights. For M&A practice, the existence of such a mechanism generally enhances the protection of public interests, while simultaneously requiring a high degree of legal certainty. If the requirement to obtain prior approval depends on whether a “change of control” has occurred, the parties to a transaction must be able to determine with reasonable precision which specific corporate changes constitute such a change of control. The effectiveness of the

mechanism under Article 111 is therefore directly linked to the clarity of the criteria for determining corporate control in the context of subsoil use.

IV The Problem of Defining Corporate Control

The definition of a beneficial owner in Article 3 already incorporates a quantitative threshold of 25 percent. The problem therefore does not lie in the complete absence of a statutory threshold, but rather in distinguishing between ownership, beneficial ownership status, and control, as well as in determining when changes in these arise for the purposes of Article 111. The examples of decisive influence set out below illustrate the qualitative dimension of control; they do not negate the independent significance of a change in beneficial ownership.

For M&A practice in the subsoil use sector, it is of fundamental importance to be able to determine in advance whether a proposed transaction will result in a change of control over a subsoil user and, accordingly, whether it will require prior approval, a permit, or notification of the competent state authority. This question must be resolved at the transaction structuring and legal due diligence stages, since the need for approval, the timing, and the possibility of completing the transaction depend directly on it. The most straightforward scenario is one in which the ownership of a legal entity holding subsoil use rights changes entirely. For example:

Investor A → 100% of LLC "Mining Uzbekistan" → mining permit

after completion of the transaction:

Investor B → 100% of LLC "Mining Uzbekistan" → mining permit.

In this case, economic and corporate control clearly passes from Investor A to Investor B. At the same time, the legal entity acting as the subsoil user remains unchanged, and the permit issued to it may formally remain in place. The change occurs at the level of the subsoil user's owner. This is precisely why the regulation of changes of control is particularly important: it enables the state to take account of a change in the person who actually determines the activities of a company holding subsoil use rights, even where no formal transfer of the subsoil use rights themselves takes place. However, most M&A transactions are not limited to the acquisition of 100 percent of a company's charter capital. An investor may acquire a 51 percent, 40 percent, 30 percent, or smaller equity interest while nevertheless obtaining the ability to exercise decisive influence over the company's activities. Consequently, relying exclusively on a quantitative criterion – the percentage of shares or equity interests held by an investor – does not always make it possible to determine accurately whether control exists. For example, the acquisition of more than 50 percent of the voting shares will generally enable the acquirer to determine the outcome of votes on a substantial range of matters independently. Nevertheless, de facto control may also arise from an ownership interest of less than 50 percent. If an investor acquires 40 percent of the voting shares while the remaining 60 percent is distributed among a large number of unrelated minority shareholders, that investor may potentially obtain the practical ability to determine voting outcomes and substantially influence the company's activities. Accordingly, in the context of subsoil use, it is appropriate to distinguish between *formal (legal) control* and *de facto control*. The former may be determined by statutory quantitative thresholds for ownership or voting rights, whereas the latter is based on a person's actual

ability to determine the decisions of a subsoil user, directly or indirectly, regardless of the size of that person's ownership interest.

Corporate and shareholders' agreements are also of particular importance. For example, two investors may each hold a 50 percent interest in a company, while a shareholders' agreement grants one of them the right to appoint the general director, appoint a majority of the board of directors, or approve the budget, business plan, major transactions, financing arrangements, disposal of material assets, or other strategic matters. An amendment to such an agreement, without any change in the percentage ownership interests, may substantially alter the actual distribution of control over the subsoil user. A similar issue arises when one shareholder is granted broad *veto rights* (*reserved matters*). The mere right to block certain decisions does not always indicate the existence of control. It is necessary to distinguish between ordinary protective rights held by a minority investor and rights that enable their holder to determine the company's strategic direction. For example, requiring a minority shareholder's consent to the liquidation of a company or a change in its charter capital may serve primarily a protective purpose. By contrast, the right to block approval of the budget, appointment of key executives, adoption of an investment program, or conduct of the company's core business activities may potentially confer significant influence over its management.

Indirect changes of control present an additional challenge. Subsoil use rights may be held by an Uzbek operating company that forms part of a multi-tiered international corporate structure:

Investor A → Holding 1 → Holding 2 → LLC “Mining Uzbekistan” → mining permit.

In such a situation, the acquisition of Holding 1 or another higher-tier company by a foreign investor may result in an actual change in the ultimate controlling person of the Uzbek subsoil user, even though no changes occur at the level of the direct shareholder of LLC “Mining Uzbekistan.” For cross-border M&A transactions, the question of whether the applicable regulations cover such indirect changes of control, and at which level of the corporate chain the relevant test should be applied, is of fundamental importance. The issue of *joint control* is equally significant. Where two or more investors can make key decisions only jointly, neither has sole control, although each participates in exercising joint control. In such circumstances, an amendment to a shareholders' agreement, the exit of one investor, or the acquisition of additional rights by one of the participants may result in a transition from joint to sole control or, conversely, from sole to joint control. Such changes may also be economically comparable to a conventional change in the controlling shareholder.

Thus, to ensure legal certainty in the subsoil use sector, the concept of control should be formulated to encompass not only direct ownership of a specified percentage of equity interests or voting shares, but also other mechanisms of decisive influence. In particular, the determination of control may take into account: the right to exercise, directly or indirectly, a majority of voting rights; the ability to appoint or remove a majority of the members of management bodies; contractual rights that enable a person to determine key corporate decisions; the ability to exercise decisive influence through shareholders' agreements or other legal mechanisms; and the existence of indirect control through a chain of legal entities. At the same time, the statutory definition must make it possible to distinguish actual control from ordinary investor protection rights. An excessively broad definition could lead to a situation in which virtually any change in a corporate structure or the terms of a

shareholders' agreement requires state approval. Conversely, an excessively narrow definition based exclusively on a formal ownership percentage could allow transactions to be structured in such a way that the actual controlling person changes without triggering the procedures established by law.

From an M&A perspective, the optimal approach is to combine clear quantitative thresholds with a functional test of decisive influence. The legislation should clearly establish which transactions constitute a change of control, whether the relevant requirements apply to direct and indirect acquisitions, how joint control is regulated, and which investor rights are regarded solely as protective rights. Such clarity would enable an investor to determine the regulatory implications of a proposed transaction at the due diligence stage and establish whether approval from the competent authority must be obtained before closing. As a result, clear regulation of the concept of corporate control serves a dual purpose: it ensures state oversight of changes in the persons who actually determine the activities of subsoil users while also enhancing the predictability of the legal framework for investors and parties to M&A transactions.

V Indirect Change of Control in International M&A Transactions

Indirect change of control presents particular challenges for the application of legislation governing subsoil use. Unlike the direct acquisition of equity interests or shares in a company that is a subsoil user, an indirect change of control may occur while the company itself, its direct shareholders, and the permit it holds formally remain unchanged. The change takes place at one of the higher levels of the corporate structure, but ultimately results in a new person acquiring the ability to control the subsoil user. This situation is particularly characteristic of large investment and infrastructure projects, as the relevant assets are often structured through several holding and project companies. A typical structure may look as follows:

Investor A → Foreign HoldCo → Uzbek HoldCo → Mining LLC → subsoil use permit.

Suppose Investor B acquires 100% of the shares in Foreign HoldCo. As a result of this transaction, no equity interests in Mining LLC are transferred; Uzbek HoldCo remains the shareholder of Mining LLC; the owner of Uzbek HoldCo also formally remains unchanged; Mining LLC itself retains its status as the same legal entity; and the subsoil use permit issued to it is not transferred to another entity. Nevertheless, Investor A is replaced by Investor B at the top of the corporate structure, as a result of which Investor B gains the ability to determine the activities of Mining LLC indirectly. The economic outcome of such a transaction may therefore be practically indistinguishable from the direct acquisition of 100% of the equity interests in Mining LLC. The only difference lies in the corporate level at which the acquisition takes place. If the regulatory framework applied exclusively to transactions involving direct equity interests or shares in a subsoil user, the parties could potentially circumvent the relevant requirements by moving the transaction to a higher level of the corporate structure. This is precisely why the reference in Article 111 of the Law on Subsoil to not only a change of control over a subsoil user but also a change in its beneficial owner is of considerable significance. Such wording makes it possible to consider the corporate structure beyond the direct ownership of the subsoil user and to take into account changes in the ultimate person behind the relevant asset.

However, recognizing the possibility of regulating indirect changes of control is only the first part of the problem. For international M&A transactions, the more complex issue concerns the limits of such regulation. In other words, it is necessary to determine how far up the corporate chain the analysis must extend and whether every change of control over a foreign company that directly or indirectly owns an Uzbek subsoil user should require prior approval in Uzbekistan. Consider a more complex structure:

Investor A → Global Parent Plc → Regional HoldCo → Foreign HoldCo → Uzbek HoldCo → Mining LLC.

If Investor B acquires Global Parent Plc, which controls an international group with assets in twenty countries, one of which is Mining LLC in Uzbekistan, the transaction may take place entirely outside the Republic of Uzbekistan. The share purchase agreement may be governed by foreign law, the seller and buyer may be foreign persons, and the subject matter of the transaction may consist of shares in a foreign company. Nevertheless, upon closing, the ultimate controlling person of Mining LLC changes. This creates a form of *extraterritorial effect* of subsoil use legislation: a legal requirement under Uzbek law may potentially become relevant to the closing of a transaction between foreign parties involving a foreign company because the target group's corporate structure includes an Uzbek subsoil user. Such an approach is not, in itself, devoid of economic rationale. The place where a corporate transaction takes place does not alter the fact that its outcome may be a change in the person who actually controls the development of natural resources within Uzbekistan. If the approval requirement could be avoided simply by conducting the transaction at the level of a foreign parent company, the mechanism for controlling changes in the ownership of subsoil users would lose much of its effectiveness. At the same time, the opposite extreme would be an excessively broad application of the concept of *indirect change of control*. In international groups, an Uzbek subsoil user may account for only an insignificant part of the acquired group's overall business. For example, the global group may be valued at several billion dollars, while the Uzbek asset represents a relatively small proportion of its total assets. Formally extending the prior approval procedure to every acquisition of a foreign parent company, regardless of the economic significance of the Uzbek asset, could impose a substantial regulatory burden on transactions whose principal subject matter has virtually no connection with Uzbekistan. The central issue, therefore, is whether there is a sufficient connection (*nexus*) between the foreign M&A transaction and the Uzbek subsoil user. This connection may be assessed by reference to several objective circumstances: whether the transaction results in an actual change in the ultimate controlling person; what role the Uzbek subsoil user plays within the acquired group; whether the relevant Uzbek asset has substantial economic or strategic significance; and whether the acquirer obtains the ability to determine key decisions specifically concerning the subsoil user's activities.

One possible way to enhance legal certainty is to introduce a *materiality threshold*. For example, legislation or subordinate regulations could specify the circumstances in which the indirect acquisition of a foreign company is considered sufficiently connected with an Uzbek subsoil user to trigger the obligation to obtain prior approval. Such a threshold could take into account the value of the Uzbek asset relative to the value of the acquired group, the proportion of Uzbek assets in the group's consolidated revenue or total assets, or other objectively measurable indicators. At the same time, a purely valuation-based threshold would not always be sufficient. An individual mineral deposit may account for a relatively

small proportion of a global group's value while nevertheless being strategically significant due to the type of mineral, the size of its reserves, or other characteristics. Therefore, for certain categories of subsoil use, a quantitative threshold could be supplemented by a qualitative criterion relating to the nature of the relevant asset.

It is also necessary to distinguish *changes of control* from *ordinary changes in the ownership structure that do not result in a new ultimate controlling person*. For example, an international group may undertake an internal restructuring:

Parent Company → HoldCo A → Uzbek Mining LLC

is replaced by:

Parent Company → HoldCo B → Uzbek Mining LLC.

If Parent Company remains the same ultimate controlling person both before and after the restructuring, the question arises as to whether the procedure under Article 111 needs to be applied. From an economic perspective, there is no actual change in ultimate control. Accordingly, applying the full prior approval procedure to every intra-group reorganization could create excessive administrative costs without providing any substantial additional protection of the public interest. For such cases, an exemption or a simplified notification procedure could be introduced, provided that the ultimate controlling person remains unchanged.

Acquisitions involving publicly traded companies present a separate issue. Changes in their shareholder base may occur continuously through stock exchange transactions, and individual transactions do not necessarily result in the acquisition of control. Accordingly, in the case of publicly traded companies, it is particularly important that the obligation to obtain approval be linked not to every change in the shareholder structure, but to the acquisition of a block of shares or a combination of corporate rights that genuinely results in a change of control over the relevant group and, consequently, over the Uzbek subsoil user. In practical terms, uncertainty surrounding the criteria for an *indirect change of control* has a significant impact on the execution of international transactions. This is particularly important for large transactions, as closing may depend simultaneously on approvals from antitrust, investment, sector-specific, and other regulatory authorities in several countries. Uncertainty as to whether Article 111 applies may therefore create a risk of delaying completion of a transaction or of the need to obtain Uzbek approval being identified only after the transaction documents have been signed. In this regard, it would be advisable to clarify the concept of indirect change of control in the legislation governing subsoil use. The regulatory framework could expressly provide that the acquisition of control over a foreign legal entity is treated as a change of control over an Uzbek subsoil user where that entity exercises control over the subsoil user, either directly or through a chain of controlled entities. At the same time, it is necessary to establish exceptions and objective criteria limiting the application of this rule, particularly in relation to intra-group restructurings that do not change the ultimate controlling person and other transactions that lack a sufficient economic connection with the Uzbek asset.

The proposed approach to publicly traded companies, however, requires a qualification: a stock exchange transaction that does not change de facto control may nevertheless result in the emergence of or a change in a beneficial owner under the criterion established by Article 3. Similarly, the fact that the ultimate controlling person remains

unchanged following an intra-group restructuring does not automatically mean that all persons meeting the statutory definition of a beneficial owner remain unchanged. Accordingly, the exemptions and simplified procedures described above should be regarded as proposals for improving the regulatory framework, rather than as an existing general exemption from Article 111.

Thus, the regulatory challenge is to strike a balance between two interests. On the one hand, the corporate structure of a transaction should not allow state oversight to be circumvented by moving an acquisition to the level of a foreign holding company. On the other hand, the presence of an Uzbek asset within an international group should not automatically turn every global corporate transaction into a transaction requiring full prior approval in Uzbekistan. A clear definition of indirect change of control, materiality thresholds, exemptions for intra-group restructurings, and rules applicable to publicly traded companies would make the application of Article 111 more predictable while preserving effective state oversight of changes in the ultimate owners of strategically significant subsoil users.

VI Financial and Technical Capabilities of the Acquirer

Another important aspect of Article 111 of the Law on Subsoil is the assessment of the financial and technical capabilities of the new controlling person. The rationale behind this requirement is clear: the state has an interest in ensuring that control over a subsoil user is not acquired by an investor incapable of ensuring the continued fulfilment of the project's obligations. For M&A practice, however, the predictability of the assessment criteria is of considerable importance. Financial capabilities may potentially be understood to include the investor's equity capital, availability of financing, credit rating, the group's financial statements, or its ability to provide funding for the mandatory work programme. Technical capabilities may also be demonstrated in various ways: through the investor's own experience in the mining industry, the experience of other companies within the group, the availability of qualified personnel, or the engagement of a technical operator or specialised contractors. This raises the question of whether the purchaser must itself have direct experience in developing mineral deposits.

For investment funds, private equity firms, and other financial investors, such an approach may prove excessively restrictive. A purchaser may have sufficient capital while retaining the existing professional team of the subsoil user and engaging specialised operators. Therefore, when assessing technical capabilities, it would be appropriate to take into account not only the acquirer's own experience, but also the resources of the corporate group as a whole, the qualifications of the subsoil user's management, and contractual arrangements for engaging professional operators. A more detailed statutory definition of the criteria for assessing the financial and technical capacity of a new controlling person could reduce regulatory uncertainty and facilitate the structuring of investment transactions.

VII The Impact of Regulatory Uncertainty on the Execution of M&A Transactions

Uncertainty regarding the grounds for requiring prior approval of a change of control over a subsoil user affects the feasibility and timing of M&A transactions themselves. The parties need to understand whether an approval obligation arises, which person is subject to assessment, and which circumstances are relevant to the decision of the competent authority. If these questions do not have sufficiently clear answers, the statutory review period alone does not ensure that the procedure will be predictable.

This issue is particularly significant in acquisitions of international groups where the Uzbek subsoil user is located several levels below the foreign company being acquired. An approval requirement relating to a single asset may affect the timeline for completing a global transaction, even if that asset represents an insignificant part of the group's business. The difficulty arises not only where approval is refused, but also where the need to apply to the competent Uzbek authority is identified at a late stage.

Thus, the practical significance of legal certainty under Articles 3 and 111 of the Law on Subsoil extends beyond an individual administrative procedure. Unclear criteria for determining control and beneficial ownership complicate the assessment of the regulatory implications of an acquisition, while differences in how these concepts are classified across multiple jurisdictions further increase this uncertainty. For an investor, it is essential to be able to determine in advance which corporate changes fall within Uzbekistan's approval regime and why.

VIII Applicable Law in Cross-Border Changes of Control and Beneficial Ownership

An additional question arises in international M&A transactions: the law of which state should govern the determination of whether a change of control has occurred? For example, a transaction may be concluded in China, the acquired group may include an intermediate company in France, and the Uzbek subsoil user may sit several corporate levels below. Under the applicable foreign law, the acquisition may not be regarded as a change of control, whereas under the criteria established by Uzbek law, it may raise the question of a change in the controlling person or beneficial owner. This requires a distinction to be drawn between the corporate effects of the transaction and its classification under public law for the purposes of subsoil use.

First, the nature and scope of the corporate rights being acquired must be established. Article 1175 of the Civil Code of the Republic of Uzbekistan (‘**Civil Code**’) provides that the law applicable to a legal entity is the law of the country in which it was incorporated. When analysing a foreign company, the validity and scope of participation rights, voting rights, rights to appoint management bodies, and contractual restrictions must be examined in accordance with the law applicable to them. The law governing a share or equity interest purchase agreement determines the parties' contractual obligations within its scope; the choice of law under Article 1189 of the Civil Code does not, in itself, determine the entire corporate status of the companies concerned or displace the requirements of Uzbek subsoil legislation.

The scope of the rights established must then be assessed for the purposes of Articles 3 and 111 of the Law on Subsoil. It is reasonable to proceed on the basis of an independent assessment of the relevant regulatory grounds under Uzbek law: the foreign-law classification of an acquisition as not involving a change of control is not automatically decisive for the application of Uzbekistan's permit regime. The same rights may have different regulatory significance in different jurisdictions. At the same time, the classification under Uzbek law must not confer on an investor corporate powers that it has not actually acquired under the applicable law.

This approach is consistent with the principle set out in Article 1165 of the Civil Code, under which the mandatory provisions of Uzbek law that apply irrespective of the law chosen by the parties remain applicable. However, a public-law obligation in the field of subsoil use

arises directly under the relevant special legislation; Article 1165 does not replace the need to establish the grounds specified in that legislation. Accordingly, the issue is generally not one of selecting a single law that entirely displaces another, but of distinguishing between their respective spheres of application: foreign law determines the content of corporate rights, while Uzbek law determines the implications of those rights for the subsoil use permit in Uzbekistan. This is the author's interpretation of the interaction between the provisions referred to above, rather than a specific conflict-of-laws rule expressly set out in Article 111.

If foreign law does not recognize a change of control, but the rights acquired genuinely enable the new person, under Uzbek criteria, to determine the decisions of the subsoil user directly or indirectly, the foreign-law classification does not, in itself, preclude the application of Article 111. A change in beneficial ownership must be examined separately: a person may meet the 25 per cent or more ownership criterion under Article 3 without obtaining decisive influence. In that case, the analysis would be based on a change in beneficial ownership status, rather than on a presumption that actual control has changed.

A different situation arises where corporate changes do not transfer either direct or indirect control over the Uzbek subsoil user to a new person and do not change its beneficial owner. A change in the owner at one of the foreign corporate levels is not, by itself, sufficient to conclude unconditionally that an approval obligation has arisen. For example, such a link may be absent because the divesting company does not control the entity below it, or because the relevant management rights remain with another person. This conclusion requires an examination of the entire corporate structure before and after the transaction: the identity of the new owner or its percentage interest in a foreign company cannot substitute for such an analysis.

A change of control over an upstream investor and a change of control over an Uzbek subsoil user are not, however, equivalent events. To establish an indirect change of control, it is necessary to trace whether the ability to determine decisions is transferred along the entire corporate chain down to the Uzbek asset. If this link cannot be established, it cannot be presumed solely because control has changed at an upper level. At the same time, the scope of beneficial owners must be assessed separately under Article 3, as the definition is not limited exclusively to the ultimate controlling natural person.

To enhance legal certainty, it would be appropriate to expressly establish the procedure for taking foreign corporate law into account when determining indirect control, the methodology for determining indirect ownership, and the distinction between a change of control and a change of beneficial owner. The size of the Uzbek asset within a global group and the presence of several intermediate jurisdictions do not, in themselves, exempt a transaction from the applicable requirements. A materiality threshold and specific exemptions may be considered as potential areas for reform, but they should not replace the assessment of whether the grounds specified in Article 111 are met.

IX Proposals for Improving the Legal Framework

The analysis conducted makes it possible to formulate several proposals aimed at enhancing legal certainty in the mechanism governing changes of control over a subsoil user.

First, it would be advisable to clarify the concept of “control” for the purposes of Article 111 of the Law on Subsoil and align it with the existing definition of a beneficial owner in

Article 3. The threshold of ownership of 25 per cent or more should be retained as an independent criterion of beneficial ownership status, while distinguishing it from the ability to determine key decisions of a legal entity, directly or indirectly. Additional rules are needed for calculating indirect ownership interests and assessing contractual control mechanisms.

Second, the legal regime governing indirect changes of control should be defined in greater detail. The legislation should expressly specify the circumstances in which the acquisition of shares or equity interests in a foreign holding company constitutes a change of control over an Uzbek subsoil user. At the same time, the principle of proportionality should be taken into account, and the extension of the permit regime to transactions that do not result in an actual change of control over the project should be avoided.

Third, it would be advisable to clarify the criteria for assessing the financial and technical capabilities of an acquirer. Investors should be able to determine in advance the list of documents and indicators required to demonstrate compliance with the statutory requirements. When assessing technical capabilities, consideration should be given to the resources of the corporate group, management, operators, and contractors, rather than solely to the direct acquirer's own experience.

Fourth, specific exemptions could be introduced for intra-group restructurings in which the ultimate beneficial owner and actual control over the subsoil user remain unchanged. For example, transferring equity interests in an Uzbek company between two subsidiaries of the same international holding company may formally change the immediate shareholder, but does not necessarily change ultimate control over the project. A simplified notification procedure could apply in such cases.

Fifth, it would be useful to develop official guidance or an administrative procedure governing the application of Article 111 of the Law on Subsoil to M&A transactions. This could include illustrative examples of direct and indirect changes of control, requirements for disclosing the corporate ownership chain, and a list of documents demonstrating the acquirer's financial and technical capabilities.

Sixth, the relationship between foreign corporate law and Uzbek approval requirements should be clarified. The regulatory framework should make it possible to establish the content of the rights being acquired under the law applicable to those rights, and then separately assess any change of control or beneficial ownership under the Law on Subsoil. The absence of a change of control under foreign law should not automatically exclude the application of Uzbek requirements; however, a change of ownership at a foreign corporate level should not, in itself, substitute for proof that the relevant grounds for approval have been met.

X CONCLUSION

The adoption of the new version of the Law of the Republic of Uzbekistan “On Subsoil” in 2024 marked an important milestone in the development of the legal framework governing subsoil use. One of the key innovations is the introduction of a specific mechanism for state control over changes of control over a subsoil user or changes in its beneficial owner. This approach appears justified in view of the public significance of subsoil resources and the need to ensure the proper fulfilment of obligations relating to their rational use. An M&A transaction formally limited to the acquisition of equity interests or shares may, in practice, result in the transfer of economic control over a mining project to a new investor. At the same time, the effectiveness of the new mechanism will largely depend on the predictability of its practical application.

Particular attention should be paid to distinguishing between corporate control and beneficial ownership, regulating indirect changes of control within international holding structures, determining the relationship between the applicable legal systems, establishing the criteria for assessing the financial and technical capabilities of an acquirer, and distinguishing transactions requiring approval from intra-group restructurings that do not result in a change of ultimate control.

In this regard, further improvements to the legislation should focus not on strengthening approval requirements as such, but on making their application more predictable. A clear definition of the criteria for direct and indirect control, together with a transparent approval procedure, would help strike a balance between the state's sovereign right to regulate the use of subsoil resources and investors' interest in stable and predictable conditions for carrying out M&A transactions. Such a balance is particularly important for the investment attractiveness of the mining sector of the Republic of Uzbekistan and the development of the market for transactions involving the acquisition and financing of subsoil use projects.

CONTACT DETAILS



Anvar Ikramov
Partner

E-mail: anvar.ikramov@ashurlaw.com
Phone Number: +998 90 359 41 51



Eldorbek Dekhkanov
Associate

E-mail: eldorbek.dehkanov@ashurlaw.com
Phone number: +998 77 267 90 28

This article has been prepared for informational purposes only and reflects the professional opinions of the lawyers of ASHUR Tashkent Law Firm. The information contained herein does not constitute legal advice and should not be regarded as a substitute for an individual legal assessment of specific circumstances.

Any quotation, reproduction, or other use of the materials contained in this article must include proper attribution to the authors and a reference to the original source.

ASHUR LAW FIRM

Смена корпоративного контроля над недропользователем при M&A-сделках: проблемы применения законодательства Республики Узбекистан

Ташкент – 2026

ASHUR TASHKENT Law Firm
E-mail: info@ashurlaw.com
www.ashurlaw.com

АННОТАЦИЯ

В статье рассматриваются особенности правового регулирования смены корпоративного контроля над юридическим лицом — недропользователем при совершении сделок слияний и поглощений (M&A) в Республике Узбекистан. Особое внимание уделяется положениям нового Закона Республики Узбекистан «О недрах» № ЗРУ-987 от 31 октября 2024 года, предусматривающим необходимость согласования смены контроля над недропользователем или смены его бенефициарного владельца. Анализируется разграничение между уступкой непосредственно прав, предусмотренных разрешением на пользование недрами, и приобретением корпоративного контроля над юридическим лицом, являющимся обладателем такого разрешения. Рассматриваются проблемы определения прямой и косвенной смены контроля, критериев оценки приобретателя, применимого права, а также влияния регуляторной неопределенности на осуществление M&A-сделок. На основе анализа законодательства сформулированы предложения по повышению правовой определенности регулирования сделок, влекущих смену контроля над недропользователями.

Ключевые слова: недропользование, недра, M&A, смена контроля, корпоративный контроль, бенефициарный владелец, инвестиции, разрешение на пользование недрами, приобретение долей, иностранные инвестиции.

ВВЕДЕНИЕ 4
I БЕНЕФИЦИАРНЫЙ ВЛАДЕЛЕЦ КАК ИСХОДНОЕ ПОНЯТИЕ ДЛЯ АНАЛИЗА СМЕНЫ КОНТРОЛЯ 5
II РАЗРЕШЕНИЕ НА ПОЛЬЗОВАНИЕ НЕДРАМИ КАК КЛЮЧЕВОЙ АКТИВ M&A-СДЕЛКИ. 5
III СМЕНА КОНТРОЛЯ НАД НЕДРОПОЛЬЗОВАТЕЛЕМ ПО СТАТЬЕ 111 ЗАКОНА «О НЕДРАХ» 6
IV ПРОБЛЕМА ОПРЕДЕЛЕНИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ 8
V КОСВЕННАЯ СМЕНА КОНТРОЛЯ В МЕЖДУНАРОДНЫХ M&A-СДЕЛКАХ 11
VI ФИНАНСОВЫЕ И ТЕХНИЧЕСКИЕ ВОЗМОЖНОСТИ ПРИОБРЕТАТЕЛЯ 14
VII ВЛИЯНИЕ РЕГУЛЯТОРНОЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ НА ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ M&A-СДЕЛОК 15
VIII ПРИМЕНИМОЕ ПРАВО ПРИ ТРАНСГРАНИЧНОЙ СМЕНЕ КОНТРОЛЯ И БЕНЕФИЦИАРНОГО ВЛАДЕЛЬЦА 16
IX ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО СОВЕРШЕНСТВОВАНИЮ ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ 17
X ЗАКЛЮЧЕНИЕ 19
КОНТАКТНЫЕ ДАННЫЕ 20

ВВЕДЕНИЕ

Разработка месторождений полезных ископаемых характеризуется значительной капиталоемкостью, длительными сроками реализации проектов и повышенной зависимостью инвесторов от стабильности правового режима. В связи с этим приобретение действующих горнодобывающих предприятий посредством сделок слияний и поглощений представляет собой один из механизмов входа инвесторов в проекты недропользования. При этом M&A-сделка в горнодобывающем секторе обладает особенностью, отличающей ее от приобретения бизнеса в большинстве иных отраслей экономики. Экономическая ценность компании-недропользователя в значительной степени обусловлена наличием у нее права пользования конкретным участком недр. Следовательно, изменение корпоративного контроля над такой компанией, даже если само разрешение формально продолжает принадлежать тому же юридическому лицу, способно фактически привести к переходу экономического контроля над проектом к другому инвестору.

Данная проблема приобретает особую актуальность в связи с принятием Закона Республики Узбекистан от 31 октября 2024 года № ЗРУ-987 «О недрах» (Закон «О недрах»). Закон сформировал новую модель регулирования пользования недрами, в том числе предусмотрел специальный механизм согласования не только уступки прав, предусмотренных разрешением, но и смены контроля над недропользователем либо смены его бенефициарного владельца. В этой связи возникает вопрос: в какой степени действующее законодательство позволяет однозначно определить, какие корпоративные M&A-сделки являются сменой контроля над недропользователем и, соответственно, требуют предварительного взаимодействия с уполномоченным государственным органом?

Цель настоящей статьи состоит в анализе действующего механизма регулирования смены корпоративного контроля над недропользователем, выявлении отдельных вопросов его применения к прямым и косвенным M&A-сделкам и формулировании предложений, направленных на повышение правовой определенности для государства и инвесторов.

I Бенефициарный владелец как исходное понятие для анализа смены контроля

Отправной точкой анализа является определение бенефициарного владельца, закрепленное в статье 3 Закона «О недрах». Оно охватывает лицо, которое прямо или косвенно контролирует юридическое лицо либо владеет им. Дополнительно установлен автоматический критерий: владение долей в размере 25 процентов или более непосредственно либо через одно или несколько взаимосвязанных юридических лиц. Закон использует слово «лицо», не ограничивая данное определение исключительно физическими лицами. Поэтому его нельзя без дополнительных оснований подменять используемым в иных областях регулирования понятием конечного бенефициара – физического лица.

Из этого определения следуют два самостоятельных направления анализа: наличие прямого или косвенного контроля и наличие предусмотренного законом участия в капитале. Порог 25 процентов является достаточным основанием для признания лица бенефициарным владельцем, но не универсальным определением корпоративного контроля. Приобретение такой доли может изменить состав бенефициарных владельцев, не предоставляя приобретателю решающего влияния на управление. Напротив, контроль при определенных обстоятельствах возможен и при меньшей доле участия. Следовательно, отсутствие смены контроля само по себе не исключает необходимости отдельно проверить изменение бенефициарного владельца для целей статьи 111.

Вместе с тем статья 3 не устанавливает подробной методики определения косвенного участия в многоуровневой структуре, агрегирования долей и оценки договорных механизмов контроля. Нельзя автоматически считать, что приобретение 25 процентов любой вышестоящей иностранной компании означает приобретение 25 процентов узбекского недропользователя. Необходимо исследовать всю цепочку владения, объем передаваемых прав и их связь с соответствующим юридическим лицом. Именно в этих пределах сохраняется потребность в конкретизации регулирования.

II Разрешение на пользование недрами как ключевой актив M&A-сделки.

Правовой режим недропользования основывается на особом публично-правовом статусе недр. В отличие от приобретения обычных активов хозяйственного общества, приобретение горнодобывающей компании фактически предоставляет инвестору возможность осуществлять экономический контроль над деятельностью, непосредственно связанной с использованием природных ресурсов. Именно поэтому при анализе M&A-сделок необходимо разграничивать два юридически различных механизма: **(1)** непосредственную уступку права, предусмотренного разрешением на пользование недрами, другому лицу (*asset deal*) и **(2)** приобретение долей или акций юридического лица, которое продолжает оставаться обладателем соответствующего разрешения (*share deal*). В первом случае происходит изменение самого субъекта права пользования недрами. Предыдущий недропользователь уступает предусмотренные разрешением права другому лицу, после чего соответствующее разрешение подлежит переоформлению. Во втором случае обладатель разрешения формально не меняется. Например, если ООО «Mining Uzbekistan» является обладателем разрешения на добычу полезных ископаемых и иностранный инвестор

приобретает 100% долей данного общества, ООО «Mining Uzbekistan» продолжает существовать и сохраняет статус недропользователя. Изменяется лишь лицо, осуществляющее корпоративный контроль над обществом.

Однако с экономической точки зрения результат сделки может быть сопоставим с передачей самого проекта: новый участник получает возможность определять стратегические решения юридического лица и тем самым контролировать осуществление деятельности по недропользованию. Законодательство Республики Узбекистан учитывает данную особенность. Статья 109 Закона «О недрах» предусматривает переоформление разрешения, в частности, при реорганизации недропользователя и при уступке предусмотренных разрешением прав другому правомочному лицу. В свою очередь, статья 111 того же Закона устанавливает специальное регулирование не только уступки прав по разрешению, но также смены контроля над недропользователем или смены его бенефициарного владельца.

Таким образом, законодатель фактически исходит из того, что корпоративная сделка, не изменяющая юридическую личность недропользователя, при определенных обстоятельствах все равно имеет значение для публично-правового режима недропользования.

III Смена контроля над недропользователем по статье 111 Закона «О недрах»

В соответствии со статьей 111 Закона Республики Узбекистан «О недрах» лицо, имеющее разрешение на геологическое изучение недр и добычу полезных ископаемых, вправе передать предусмотренные разрешением права другому лицу при условии принятия последним соответствующих обязательств. Для M&A-сделок особое значение имеет то, что законодатель связывает необходимость государственного согласования не только с непосредственной уступкой прав по разрешению, но и со сменой контроля над недропользователем или сменой его бенефициарного владельца, а также с предоставлением соответствующих прав в залог или иное обеспечение. Таким образом, статья 111 фактически охватывает несколько различных по своей юридической природе ситуаций. Первая предполагает непосредственную передачу прав, предусмотренных разрешением, от одного лица другому. Вторая не сопровождается сменой самого недропользователя: юридическое лицо продолжает существовать и сохраняет соответствующее разрешение, однако изменяется лицо, осуществляющее контроль над ним. Именно второй механизм имеет наиболее существенное значение для сделок по приобретению акций или долей (*share deals*).

Например, если ООО «Mining Uzbekistan» является обладателем разрешения на добычу, продажа его участником 100% доли иностранному инвестору формально не означает передачу самого разрешения:

до сделки:

Инвестор А → 100% ООО «Mining Uzbekistan» → разрешение на добычу;

после сделки:

Инвестор В → 100% ООО «Mining Uzbekistan» → разрешение на добычу.

С точки зрения корпоративного права предметом сделки являются доли в уставном капитале ООО «Mining Uzbekistan», тогда как разрешение продолжает принадлежать тому же юридическому лицу. Однако с экономической точки зрения происходит изменение лица, которое контролирует недропользователя и в конечном итоге определяет его деятельность. Включение смены контроля в сферу действия статьи 111 позволяет распространить государственный контроль и на такие сделки. При предполагаемой уступке прав, смене контроля недропользователя или его бенефициарного владельца недропользователь должен **не менее чем за тридцать дней до предполагаемой сделки** предоставить Центру пользования недрами при Министерстве горнодобывающей промышленности и геологии Республики Узбекистан необходимые сведения о соответствующем лице. Центр пользования недрами, в свою очередь, уведомляет недропользователя об одобрении либо отказе в течение двадцати рабочих дней с момента получения соответствующих сведений. Тем самым законодательство предусматривает не последующее уведомление государственного органа о состоявшейся корпоративной реструктуризации, а механизм **предварительного государственного контроля**. Для M&A это имеет принципиальное практическое значение: неопределенность относительно необходимости согласования затрудняет оценку возможности и сроков завершения сделки. В крупных трансграничных сделках данная проблема осложняется необходимостью получения регуляторных согласований в нескольких юрисдикциях.

При рассмотрении предполагаемой смены контроля Центр пользования недрами должен установить, в частности, что новое контролирующее лицо или его бенефициарный владелец не лишены права владеть соответствующим разрешением и обладают необходимыми финансовыми и техническими возможностями для выполнения обязательств, связанных с разрешением. Следовательно, предмет государственного контроля не ограничивается формальной идентификацией нового собственника. Законодательство позволяет оценивать способность нового контролирующего лица обеспечить дальнейшее надлежащее осуществление деятельности в сфере недропользования. Логика такого регулирования обусловлена особым характером прав на недропользование. При выдаче разрешения государство предоставляет хозяйствующему субъекту возможность осуществлять деятельность в отношении природных ресурсов, имеющих публичное и экономическое значение. Поэтому государство объективно заинтересовано в том, чтобы изменение корпоративной структуры недропользователя не приводило к переходу фактического контроля к лицу, которое не отвечает установленным требованиям либо не располагает достаточными финансовыми и техническими ресурсами для исполнения соответствующих обязательств. При этом статья 111 имеет значение не только для классической продажи 100% долей или акций недропользователя. В современной M&A-практике изменение контроля может происходить на различных уровнях корпоративной структуры. Узбекская компания-недропользователь может принадлежать иностранной холдинговой компании, которая, в свою очередь, входит в международную группу:

Инвестор → иностранная холдинговая компания → ООО «Mining Uzbekistan» → разрешение на добычу.

В подобной структуре предметом M&A-сделки могут выступать акции иностранной холдинговой компании, а не непосредственно доли узбекского недропользователя. При этом конечное контролирующее лицо группы может измениться. Поэтому для трансграничных сделок принципиальное значение приобретает вопрос о том, в какой мере предусмотренный статьей 111 механизм распространяется на *косвенную смену контроля*, происходящую выше уровня непосредственного участника недропользователя.

Отдельного внимания заслуживает упоминание в статье 111 *бенефициарного владельца*. Тем самым законодательство ориентируется не только на формальную структуру владения, но и на изменение лица, стоящего в конечном итоге за соответствующей корпоративной структурой. Для M&A это означает необходимость анализа всей цепочки владения — от непосредственного участника недропользователя до конечного бенефициарного владельца. В сложных международных группах такая проверка может охватывать несколько уровней холдинговых компаний и несколько юрисдикций. Сложность заключается в установлении того, какие изменения на каждом из этих уровней приобретают самостоятельное значение для применения статьи 111.

Таким образом, статья 111 Закона «О недрах» формирует специальный регуляторный механизм, посредством которого государство сохраняет возможность контролировать не только непосредственную передачу прав недропользования, но и изменение корпоративного контроля над лицом, которому такие права принадлежат. Для M&A-практики наличие такого механизма в целом повышает защищенность публичных интересов, однако одновременно требует высокой степени правовой определенности. Если необходимость получения предварительного одобрения зависит от наличия «смены контроля», участники сделки должны иметь возможность достаточно точно установить, **какие именно корпоративные изменения образуют такую смену контроля**. Поэтому эффективность механизма статьи 111 непосредственно связана с ясностью критериев определения корпоративного контроля применительно к отношениям недропользования.

IV Проблема определения корпоративного контроля

Определение бенефициарного владельца в статье 3 уже содержит количественный критерий 25 процентов. Поэтому проблема заключается не в полном отсутствии законодательного порога, а в разграничении владения, бенефициарного статуса и контроля, а также в установлении их изменений для целей статьи 111. Приведенные ниже примеры решающего влияния раскрывают качественную сторону контроля; они не отменяют самостоятельного значения смены бенефициарного владельца.

Для M&A-практики в сфере недропользования принципиальное значение имеет возможность заранее определить, приведет ли предполагаемая сделка к смене контроля над недропользователем и, соответственно, повлечет ли она необходимость получения предварительного согласования, разрешения либо уведомления компетентного государственного органа. Данный вопрос должен быть разрешим еще на стадии структурирования сделки и проведения юридической проверки (*due diligence*), поскольку от него непосредственно зависят необходимость согласования, сроки и возможность завершения сделки. Наиболее очевидной

является ситуация, при которой происходит полная смена собственника юридического лица, обладающего правом недропользования. Например:

Инвестор А → 100% ООО «Mining Uzbekistan» → разрешение на добычу

после совершения сделки:

Инвестор В → 100% ООО «Mining Uzbekistan» → разрешение на добычу.

В данном случае экономический и корпоративный контроль очевидным образом переходит от инвестора А к инвестору В. При этом само юридическое лицо – недропользователь – остается неизменным, равно как формально может сохраняться выданное ему разрешение. Изменение происходит на уровне собственника недропользователя. Именно поэтому регулирование смены контроля имеет особое значение: оно позволяет государству учитывать изменение лица, которое фактически определяет деятельность компании, обладающей правом пользования недрами, даже если формального перехода самого права недропользования не происходит. Однако большинство M&A-сделок не ограничивается приобретением 100% уставного капитала. Инвестор может приобрести 51%, 40%, 30% или меньшую долю участия, при этом получить возможность оказывать решающее влияние на деятельность общества. Следовательно, использование исключительно количественного критерия – процента принадлежащих инвестору акций или долей – не всегда позволяет корректно установить наличие контроля. Например, приобретение более 50% голосующих акций, как правило, предоставляет приобретателю возможность самостоятельно определять результаты голосования по значительному кругу вопросов. Вместе с тем фактический контроль может возникнуть и при владении менее чем 50%. Если инвестор приобретает 40% голосующих акций, а оставшиеся 60% распределены между большим количеством не связанных между собой миноритарных акционеров, такой инвестор потенциально может получить фактическую возможность определять результаты голосования и существенно влиять на деятельность общества. Поэтому применительно к недропользованию целесообразно разграничивать *формальный (юридический) контроль* и *фактический контроль*. Первый может определяться через установленные законом количественные пороги владения или голосования, тогда как второй — через реальную возможность лица прямо или косвенно определять решения недропользователя независимо от размера принадлежащей ему доли.

Особое значение имеют также корпоративные и акционерные соглашения. Например, два инвестора могут владеть компанией в пропорции 50/50, однако корпоративное соглашение может предоставлять одному из них право назначать генерального директора, большинство членов совета директоров либо согласовывать бюджет, бизнес-план, крупные сделки, привлечение финансирования, отчуждение существенных активов или иные стратегические вопросы. Изменение такого соглашения без изменения процентного соотношения долей может существенно изменить фактическое распределение контроля над недропользователем. Аналогичная проблема возникает при предоставлении одному из участников широких *прав вето* (*reserved matters*). Само по себе право блокировать отдельные решения не всегда свидетельствует о наличии контроля. Необходимо разграничивать обычные защитные права миноритарного инвестора и права, позволяющие определять стратегическое направление деятельности компании. Например, необходимость

согласия миноритарного акционера на ликвидацию общества или изменение его уставного капитала может иметь преимущественно защитный характер. В то же время право блокировать утверждение бюджета, назначение ключевых руководителей, инвестиционную программу или осуществление основной хозяйственной деятельности потенциально способно предоставить его обладателю существенное влияние на управление компанией.

Дополнительную сложность представляет *косвенная смена контроля*. Право недропользования может принадлежать узбекской операционной компании, тогда как сама компания входит в многоуровневую международную корпоративную структуру:

Инвестор А → Holding 1 → Holding 2 → ООО «Mining Uzbekistan» → разрешение на добычу.

В такой ситуации приобретение иностранным инвестором Holding 1 или иной вышестоящей компании может привести к фактической смене конечного контролирующего лица узбекского недропользователя, хотя на уровне непосредственного участника ООО «Mining Uzbekistan» никаких изменений не произойдет. Для трансграничных M&A-сделок вопрос о том, охватывает ли регулирование такие косвенные изменения контроля и на каком уровне корпоративной цепочки должен применяться соответствующий тест, имеет принципиальное значение. Не менее важен вопрос *совместного контроля*. Если два или несколько инвесторов могут принимать ключевые решения только совместно, ни один из них не обладает единоличным контролем, однако каждый участвует в осуществлении совместного контроля. В таком случае изменение корпоративного соглашения, выход одного из инвесторов либо приобретение одним из участников дополнительных прав может привести к переходу от совместного контроля к единоличному или, наоборот, от единоличного контроля к совместному. Такие изменения также могут быть экономически сопоставимы с классической сменой контролирующего собственника.

Таким образом, для обеспечения правовой определенности в сфере недропользования понятие контроля целесообразно формулировать таким образом, чтобы оно охватывало не только прямое владение определенным процентом долей или голосующих акций, но и иные механизмы решающего влияния. В частности, при определении контроля могут учитываться: право прямо или косвенно распоряжаться большинством голосов; возможность назначать или освобождать большинство членов органов управления; наличие договорных прав, позволяющих определять ключевые решения общества; возможность осуществлять решающее влияние через корпоративные соглашения или иные юридические механизмы; а также наличие косвенного контроля через цепочку юридических лиц. Одновременно законодательное определение должно позволять отличать собственно контроль от обычных прав защиты инвестора. Чрезмерно широкое определение способно привести к ситуации, когда практически любое изменение корпоративной структуры или условий акционерного соглашения потребует государственного согласования. Напротив, чрезмерно узкое определение, основанное исключительно на формальном проценте владения, может позволить структурировать сделки таким образом, чтобы фактическая смена контролирующего лица происходила без применения предусмотренных законодательством процедур.

С точки зрения M&A оптимальным является сочетание четких количественных критериев **с** функциональным тестом решающего влияния. При этом законодательство должно максимально ясно определять, какие сделки признаются сменой контроля, распространяются ли соответствующие требования на прямые и косвенные приобретения, как регулируется совместный контроль и какие права инвесторов рассматриваются исключительно как защитные. Такая определенность позволит инвестору уже на стадии due diligence установить регуляторные последствия предполагаемой сделки и определить, требуется ли получение согласия компетентного органа до ее закрытия. В результате четкое регулирование понятия корпоративного контроля выполняет двойную функцию: обеспечивает государственный контроль за изменением лиц, фактически определяющих деятельность недропользователей, и одновременно повышает предсказуемость правового режима для инвесторов и участников M&A-сделок.

V Косвенная смена контроля в международных M&A-сделках

Особую сложность для применения законодательства о недропользовании представляет ***косвенная смена контроля*** *(indirect change of control).* В отличие от прямого приобретения долей или акций компании-недропользователя, при косвенной смене контроля сама компания, ее непосредственные участники и принадлежащее ей разрешение могут формально оставаться неизменными. Изменение происходит на одном из вышестоящих уровней корпоративной структуры, однако его конечным результатом становится появление нового лица, способного контролировать недропользователя. Для крупных инвестиционных и инфраструктурных проектов такая ситуация является особенно характерной, поскольку соответствующие активы нередко структурируются через несколько холдинговых и проектных компаний. Типовая структура может выглядеть следующим образом:

Investor A → Foreign HoldCo → Uzbek HoldCo → Mining LLC → разрешение на недропользование.

Предположим, что Investor B приобретает 100% акций Foreign HoldCo. В результате такой сделки доли непосредственно в Mining LLC не отчуждаются; участником Mining LLC продолжает оставаться Uzbek HoldCo; собственник Uzbek HoldCo также формально не меняется; сама Mining LLC сохраняет статус того же юридического лица; выданное ей разрешение на недропользование также не передается другому субъекту. Тем не менее на вершине корпоративной структуры Investor A заменяется Investor B, вследствие чего последний получает возможность косвенно определять деятельность Mining LLC. Экономический результат такой сделки, таким образом, может практически не отличаться от прямого приобретения 100% долей в Mining LLC. Различается лишь корпоративный уровень, на котором осуществляется приобретение. Если регулирование распространялось бы исключительно на сделки с непосредственными долями или акциями недропользователя, стороны потенциально могли бы обходить соответствующие требования путем переноса сделки на более высокий уровень корпоративной структуры. Именно поэтому упоминание в статье 111 Закона «О недрах» не только смены контроля над недропользователем, но и изменения его бенефициарного владельца имеет существенное значение. Такая формулировка позволяет рассматривать корпоративную структуру шире непосредственного состава участников

компании-недропользователя и учитывать изменение конечного лица, стоящего за соответствующим активом.

Однако признание самой возможности регулирования косвенной смены контроля является лишь первым элементом проблемы. Для международных M&A-сделок значительно более сложным является вопрос о *пределах такого регулирования*. Иными словами, необходимо определить, насколько далеко вверх по корпоративной цепочке должен осуществляться анализ и любое ли изменение контроля над иностранной компанией, прямо или косвенно владеющей узбекским недропользователем, должно требовать предварительного согласования в Узбекистане. Рассмотрим более сложную структуру:

Investor A → Global Parent Plc → Regional HoldCo → Foreign HoldCo → Uzbek HoldCo → Mining LLC.

Если Investor B приобретает Global Parent Plc, контролирующую международную группу с активами в двадцати государствах, одним из которых является Mining LLC в Узбекистане, такая сделка может осуществляться полностью за пределами Республики Узбекистан. Договор купли-продажи акций может регулироваться иностранным правом, продавец и покупатель могут являться иностранными лицами, а предметом сделки могут выступать акции иностранной компании. Тем не менее в результате закрытия сделки изменяется конечное контролирующее лицо Mining LLC. Возникает своеобразный *экстерриториальный эффект* законодательства о недропользовании: юридическая норма Узбекистана потенциально становится значимой для закрытия сделки между иностранными лицами в отношении иностранной компании вследствие того, что в корпоративной структуре target group находится узбекский недропользователь. Сам по себе такой подход не является лишенным экономической логики. Место совершения корпоративной сделки не изменяет того факта, что ее результатом может стать смена лица, фактически контролирующего разработку природного ресурса на территории Узбекистана. Если требование о согласовании можно было бы исключить исключительно посредством проведения сделки на уровне иностранной материнской компании, механизм контроля за сменой владельца недропользователя в значительной степени утратил бы эффективность. Вместе с тем противоположной крайностью является чрезмерно широкое применение концепции *indirect change of control*. В международных группах узбекский недропользователь может представлять лишь незначительную часть совокупного бизнеса приобретаемой группы. Например, стоимость глобальной группы может составлять несколько миллиардов долларов, тогда как стоимость узбекского актива – относительно небольшую долю ее совокупных активов. Формальное распространение процедуры предварительного согласования на любое приобретение иностранной материнской компании вне зависимости от экономической значимости узбекского актива способно создавать существенную регуляторную нагрузку для сделок, основной предмет которых практически не связан с Узбекистаном. Поэтому центральным становится вопрос о наличии достаточной *связи (nexus)* между иностранной M&A-сделкой и узбекским недропользователем. Такая связь может оцениваться с учетом нескольких объективных обстоятельств: приводит ли сделка к реальной смене конечного контролирующего лица; какую роль узбекский недропользователь занимает в приобретаемой группе; обладает ли соответствующий

узбекский актив существенной экономической или стратегической значимостью; получает ли приобретатель возможность определять ключевые решения именно в отношении деятельности недропользователя.

Одним из возможных способов повышения правовой определенности является использование *критерия существенности (materiality threshold).* Например, законодательство или подзаконное регулирование могло бы определить обстоятельства, при которых косвенное приобретение иностранной компании считается достаточно связанным с узбекским недропользователем для возникновения обязанности получить предварительное одобрение. Такой критерий потенциально может учитывать стоимость узбекского актива относительно стоимости приобретаемой группы, долю узбекских активов в консолидированной выручке или активах группы либо иные объективно измеримые показатели. Вместе с тем исключительно стоимостный критерий также не всегда является достаточным. Отдельное месторождение может составлять относительно небольшую часть стоимости глобальной группы, но иметь стратегическое значение с учетом вида полезного ископаемого, размера запасов или иных характеристик. Поэтому для определенных категорий недропользования количественный критерий может дополняться качественным критерием, связанным с характером соответствующего актива.

Необходимо также разграничивать *смену контроля* и *обычные изменения структуры владения, не приводящие к появлению нового конечного контролирующего лица*. Например, международная группа может провести внутреннюю реструктуризацию:

Parent Company → HoldCo A → Uzbek Mining LLC

заменяется на:

Parent Company → HoldCo B → Uzbek Mining LLC.

Если Parent Company до и после реструктуризации остается тем же конечным контролирующим лицом, возникает вопрос о необходимости применения процедуры статьи 111. С экономической точки зрения фактическая смена конечного контроля отсутствует. Поэтому распространение полноценной процедуры предварительного согласования на каждую внутригрупповую реорганизацию может создавать избыточные административные издержки без существенной дополнительной защиты публичного интереса. Для подобных случаев возможно предусмотреть исключение либо упрощенный уведомительный режим при условии неизменности конечного контролирующего лица.

Отдельную проблему представляют приобретения ***публичных компаний***. Изменения в составе их акционеров могут происходить постоянно посредством биржевых операций, причем отдельные сделки сами по себе не обязательно приводят к возникновению контроля. Поэтому применительно к публичным компаниям особенно важно связывать возникновение обязанности по согласованию не с любым изменением структуры акционеров, а с приобретением такого пакета акций или совокупности корпоративных прав, которые действительно приводят к смене контроля над соответствующей группой и, как следствие, над узбекским недропользователем. С практической точки зрения неопределенность критериев indirect change of control

существенно влияет на проведение международных сделок. Для крупных сделок это приобретает особое значение, поскольку закрытие может зависеть одновременно от согласований антимонопольных, инвестиционных, отраслевых и иных регуляторов в нескольких государствах. Неопределенность относительно применимости статьи 111 способна, соответственно, создавать риск задержки завершения сделки либо возникновения ситуации, когда необходимость получения узбекского одобрения выявляется уже после подписания транзакционной документации. В этой связи представляется целесообразным нормативно конкретизировать понятие косвенной смены контроля применительно к недропользованию. Регулирование могло бы прямо устанавливать, что приобретение контроля над иностранным юридическим лицом рассматривается как смена контроля над узбекским недропользователем, если такое юридическое лицо прямо или через цепочку контролируемых лиц осуществляет контроль над недропользователем. Одновременно необходимо определить исключения и объективные критерии, ограничивающие применение данного правила, в частности в отношении внутригрупповых реструктуризаций, не изменяющих конечного контролирующего лица, и иных сделок, не имеющих достаточной экономической связи с узбекским активом.

При этом предложенный подход к публичным компаниям нуждается в оговорке: биржевая сделка, не меняющая фактический контроль, все же может повлечь появление или смену бенефициарного владельца по критерию статьи 3. Аналогично неизменность конечного контролирующего лица при внутригрупповой реструктуризации не означает автоматически неизменности всех лиц, отвечающих законодательному определению бенефициарного владельца. Поэтому описанные исключения и упрощения следует рассматривать как предложения по совершенствованию регулирования, а не как уже действующее общее освобождение от статьи 111.

Таким образом, задача регулирования состоит в достижении баланса между двумя интересами. С одной стороны, корпоративная структура сделки не должна позволять обойти государственный контроль путем переноса приобретения на иностранный холдинговый уровень. С другой стороны, наличие узбекского актива в международной группе не должно автоматически превращать любую глобальную корпоративную транзакцию в сделку, требующую полноценного предварительного согласования в Узбекистане. Четкое определение косвенной смены контроля, критериев существенности, исключений для внутригрупповых реструктуризаций и правил для публичных компаний позволило бы сделать применение статьи 111 более предсказуемым и одновременно сохранить эффективный контроль государства за изменением конечных владельцев стратегически значимых недропользователей.

VI Финансовые и технические возможности приобретателя

Еще одним важным аспектом статьи 111 Закона «О недрах» является проверка финансовых и технических возможностей нового контролирующего лица. Логика данного требования понятна: государство заинтересовано в том, чтобы контроль над недропользователем не получил инвестор, неспособный обеспечить дальнейшее выполнение обязательств по проекту. Однако для M&A-практики существенное значение имеет предсказуемость критериев такой оценки. Под финансовыми возможностями потенциально могут пониматься собственный капитал инвестора,

наличие доступного финансирования, кредитный рейтинг, финансовая отчетность группы либо способность обеспечить финансирование обязательной программы работ. Технические возможности также могут подтверждаться различными способами: собственным опытом инвестора в горнодобывающей отрасли, опытом других компаний группы, наличием квалифицированного персонала, привлечением технического оператора или специализированных подрядчиков. Следовательно, возникает вопрос: должен ли сам покупатель обладать непосредственным опытом разработки месторождений?

Для инвестиционных фондов, private equity и иных финансовых инвесторов такой подход может оказаться чрезмерно ограничительным. Покупатель может обладать достаточным капиталом, сохраняя при этом существующую профессиональную команду недропользователя и привлекая специализированных операторов. Поэтому при оценке технических возможностей целесообразно учитывать не только собственный опыт приобретателя, но и ресурсы всей корпоративной группы, квалификацию менеджмента недропользователя и договорные механизмы привлечения профессиональных операторов. Более детальное закрепление критериев оценки финансовой и технической состоятельности нового контролирующего лица могло бы снизить регуляторную неопределенность и облегчить структурирование инвестиционных сделок.

VII Влияние регуляторной неопределенности на осуществление M&A-сделок

Неопределенность оснований предварительного согласования смены контроля над недропользователем затрагивает саму возможность и сроки осуществления M&A-сделки. Участникам необходимо понимать, возникает ли обязанность согласования, в отношении какого лица проводится проверка и какие обстоятельства имеют значение для решения уполномоченного органа. Если эти вопросы не имеют достаточно определенного ответа, установленный законом срок рассмотрения сведений сам по себе не обеспечивает предсказуемости процедуры.

Особенно существенна эта проблема при приобретении международной группы, когда узбекский недропользователь находится на нескольких уровнях ниже приобретаемой иностранной компании. Согласование, связанное с одним активом, может повлиять на сроки завершения глобальной сделки, даже если этот актив составляет незначительную часть бизнеса группы. Сложность возникает не только при отказе в одобрении, но и при позднем выявлении самой необходимости обращения в узбекский уполномоченный орган.

Таким образом, практическое значение определенности статей 3 и 111 Закона «О недрах» выходит за рамки отдельной административной процедуры. Неясность критериев контроля и бенефициарного владения затрудняет оценку регуляторных последствий приобретения, а различия в их квалификации в нескольких юрисдикциях усиливают эту неопределенность. Для инвестора существенна возможность заранее установить, какие корпоративные изменения подпадают под узбекский разрешительный режим и почему.

VIII Применимое право при трансграничной смене контроля и бенефициарного владельца

В международной M&A-сделке возникает дополнительный вопрос: по праву какого государства следует определять, произошла ли смена контроля? Например, сделка заключается в Китае, приобретаемая группа включает промежуточную компанию во Франции, а узбекский недропользователь находится на нескольких уровнях ниже. По применимому иностранному праву приобретение может не считаться сменой контроля, тогда как по критериям законодательства Узбекистана возникает вопрос об изменении контролирующего лица либо бенефициарного владельца. Это требует разграничения корпоративных последствий сделки и ее публично-правовой квалификации для целей недропользования.

Прежде всего необходимо установить содержание приобретаемых корпоративных прав. Статья 1175 Гражданского кодекса Республики Узбекистан (ГК) относит закон юридического лица к праву страны его учреждения. При анализе иностранной компании следует исследовать действительность и содержание прав участия, голосования, назначения органов управления и договорных ограничений с учетом применимого к ним права. Право, регулирующее договор купли-продажи акций или долей, определяет договорные обязательства сторон в пределах своей сферы действия; выбор такого права в соответствии со статьей 1189 ГК сам по себе не определяет весь корпоративный статус компаний и не устраняет требования узбекского законодательства о недрах.

Затем установленный объем прав необходимо квалифицировать для целей статей 3 и 111 Закона «О недрах». Представляется обоснованным исходить из самостоятельной оценки узбекского регуляторного основания: иностранная квалификация приобретения как неконтрольного не имеет автоматически определяющего значения для применения узбекского разрешительного режима. Одни и те же права могут иметь различное регуляторное значение в разных государствах. При этом узбекская квалификация не должна создавать у инвестора корпоративные полномочия, которых он в действительности не получил по применимому праву.

Такой подход согласуется с принципом статьи 1165 ГК о сохранении действия императивных норм Узбекистана, применяемых независимо от выбранного права. Вместе с тем публично-правовая обязанность в сфере недропользования возникает непосредственно из специального закона; статья 1165 не заменяет установления предусмотренных им оснований. Поэтому речь обычно идет не о выборе одного права, полностью вытесняющего другое, а о разграничении сфер их применения: иностранное право определяет содержание корпоративных прав, а узбекское законодательство – их последствия для разрешения на пользование недрами в Узбекистане. Это авторская интерпретация взаимодействия названных норм, а не специальное коллизионное правило, прямо сформулированное в статье 111.

Если иностранное право не признает смены контроля, но приобретенные права по узбекским критериям действительно позволяют новому лицу прямо или косвенно определять решения недропользователя, иностранная квалификация сама по себе не исключает применения статьи 111. Отдельно проверяется смена бенефициарного владельца: лицо может соответствовать предусмотренному статьей 3 критерию владения 25 процентами или более и без получения решающего влияния. В таком

случае основанием анализа будет изменение бенефициарного статуса, а не презумпция фактической смены контроля.

Иная ситуация возникает, если корпоративные изменения не передают новому лицу ни прямого, ни косвенного контроля над узбекским недропользователем и не изменяют его бенефициарного владельца. Самого изменения собственника на одном из иностранных уровней недостаточно для безусловного вывода о возникновении обязанности согласования. Например, такая связь может отсутствовать вследствие отсутствия контроля у отчуждаемой компании над нижестоящим звеном или сохранения соответствующих управленческих прав у другого лица. Этот вывод требует проверки всей структуры до и после сделки: наименование нового собственника либо процент участия в иностранной компании не заменяют такого анализа.

При этом смена контроля над вышестоящим инвестором и смена контроля над узбекским недропользователем не являются тождественными событиями. Для вывода о косвенной смене контроля необходимо проследить, передается ли возможность определять решения по всей корпоративной цепочке до узбекского актива. Если такая связь не подтверждается, ее нельзя предполагать только вследствие изменения контроля на верхнем уровне. Одновременно сохраняется самостоятельная проверка круга бенефициарных владельцев по статье 3, определение которых не ограничено исключительно конечным контролирующим физическим лицом.

Для повышения правовой определенности представляется целесообразным прямо закрепить порядок учета иностранного корпоративного права при установлении косвенного контроля, методику определения косвенного владения и разграничение смены контроля со сменой бенефициарного владельца. Размер узбекского актива в глобальной группе и наличие нескольких промежуточных юрисдикций сами по себе не образуют освобождения от действующих требований. Порог существенности и специальные исключения могут обсуждаться как направления реформы, но не подменять проверку оснований статьи 111.

IX Предложения по совершенствованию правового регулирования

Проведенный анализ позволяет сформулировать несколько предложений, направленных на повышение правовой определенности механизма смены контроля над недропользователем.

Во-первых, представляется целесообразным конкретизировать понятие «контроль» применительно к статье 111 Закона «О недрах», согласовав его с уже существующим определением бенефициарного владельца в статье 3. Порог владения 25 процентов или более следует сохранить в качестве самостоятельного критерия бенефициарного статуса, разграничив его с возможностью прямо или косвенно определять ключевые решения юридического лица. Дополнительно необходимы правила расчета косвенного участия и оценки договорных механизмов контроля.

Во-вторых, необходимо более детально определить правовой режим косвенной смены контроля. Следует прямо установить, в каких случаях приобретение долей или акций иностранной холдинговой компании считается сменой контроля над узбекским

недропользователем. При этом необходимо учитывать принцип соразмерности и избегать распространения разрешительного режима на сделки, не приводящие к фактическому изменению контроля над проектом.

В-третьих, целесообразно конкретизировать критерии оценки финансовых и технических возможностей приобретателя. Инвестор должен иметь возможность заранее определить перечень документов и показатели, необходимые для подтверждения соответствия требованиям законодательства. При оценке технических возможностей следует учитывать ресурсы группы компаний, менеджмента, операторов и подрядчиков, а не исключительно собственный опыт непосредственного приобретателя.

В-четвертых, возможно установление специальных исключений для внутригрупповых реструктуризаций, при которых конечный бенефициарный владелец и фактический контроль над недропользователем не изменяются. Например, перенос долей в узбекской компании между двумя дочерними обществами одного и того же международного холдинга формально может изменить непосредственного участника, однако не обязательно изменяет конечный контроль над проектом. Для подобных случаев могла бы применяться упрощенная уведомительная процедура.

В-пятых, представляется полезным разработать официальные разъяснения или административный регламент применения статьи 111 Закона «О недрах» к M&A-сделкам. В нем могли бы быть приведены типовые примеры прямой и косвенной смены контроля, требования к раскрытию корпоративной цепочки и перечень документов, подтверждающих финансовую и техническую состоятельность приобретателя.

В-шестых, целесообразно определить соотношение иностранного корпоративного права и узбекских требований о согласовании. Регулирование должно позволять установить содержание приобретаемых прав по применимому к ним праву, после чего отдельно оценить смену контроля и бенефициарного владельца по Закону «О недрах». Отсутствие смены контроля по иностранному праву не должно автоматически исключать узбекские требования, однако и изменение собственника на иностранном уровне не должно само по себе подменять доказательство соответствующего основания согласования.

X ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Принятие Закона Республики Узбекистан «О недрах» в новой редакции от 2024 года стало важным этапом развития правового регулирования отношений недропользования. Одним из существенных нововведений является закрепление специального механизма государственного контроля за сменой контроля над недропользователем или сменой его бенефициарного владельца. Данный подход представляется оправданным с учетом публичного значения недр и необходимости обеспечения надлежащего исполнения обязательств по их рациональному использованию. M&A-сделка, формально ограниченная приобретением долей или акций, может фактически приводить к переходу экономического контроля над горнодобывающим проектом к новому инвестору. Вместе с тем эффективность нового механизма во многом будет зависеть от определенности его практического применения.

Наибольшего внимания требуют разграничение корпоративного контроля и бенефициарного владения, регулирование косвенной смены контроля в международных холдинговых структурах, соотношение применимых правопорядков, критерии оценки финансовых и технических возможностей приобретателя, а также разграничение сделок, требующих согласования, и внутригрупповых реструктуризаций, не приводящих к смене конечного контроля.

В этой связи дальнейшее совершенствование законодательства целесообразно направить не на усиление разрешительных требований как таковых, а на повышение их предсказуемости. Четкое определение критериев прямого и косвенного контроля и прозрачная процедура согласования позволят обеспечить баланс между суверенным правом государства контролировать использование недр и интересом инвесторов в стабильных и предсказуемых условиях осуществления M&A-сделок. Такой баланс имеет особое значение для инвестиционной привлекательности горнодобывающего сектора Республики Узбекистан и развития рынка сделок, связанных с приобретением и финансированием проектов недропользования.

КОНТАКТНЫЕ ДАННЫЕ



Анвар Икрамов
Партнер

Почта: anvar.ikramov@ashurlaw.com
Тел.: +998 90 359 41 51



Элдорбек Дехканов
Юрист

Почта: eldorbek.dehkanov@ashurlaw.com
Тел.: +998 77 267 90 28

Настоящая статья подготовлена исключительно в информационных целях и отражает профессиональное мнение юристов Адвокатской фирмы «ASHUR Tashkent». Содержащаяся в статье информация не является юридической консультацией и не может рассматриваться в качестве замены индивидуальной правовой оценки конкретных обстоятельств.

При цитировании, воспроизведении или ином использовании материалов настоящей статьи обязательны указание авторов и ссылка на первоисточник.