

АЛРУД

Аналитический обзор
М&А сделок

за 2022-2024 гг



Уважаемые читатели!

Глобальная экономика переживает ряд значительных вызовов, включая геополитическую напряженность, инфляционное давление и неопределенность в цепочке поставок. Эти факторы оказывают глубокое влияние на компании всех размеров и секторов. В результате мы наблюдаем переоценку нашими клиентами стратегий развития и повышенный спрос на юридические консультации в области М&А и корпоративных вопросов. Компании и инвесторы ищут способы адаптироваться к меняющимся условиям, оптимизировать свои операции и укрепить свое положение на рынке. Для оценки тенденций мы провели анализ российского М&А рынка.

Аналитический обзор М&А сделок за 2022-2024 гг. подготовлен на основе анализа 65 сделок купли-продажи компаний из более чем 20 сфер индустрии (IT, финтех, ретейл, лёгкая и тяжёлая промышленность, транспорт, фармакология и т.д.) на общую сумму свыше 1,5 трлн рублей, которые АЛРУД сопровождал на протяжении 2,5 лет.

В рамках данного исследования мы пришли к выводу, что несмотря на то, что последние годы большинство М&А сделок связано с выходом иностранных инвесторов с российского рынка, в 2024 г. начался рост классических М&А сделок, в том числе построенных на модели auction sale. Более того, институциональные инвесторы, которые переживали определенный спад активности в качестве покупателей в exit-сделках из-за санкций и были ориентированы преимущественно на решение внутренних бизнес-вопросов, стали играть одни из ключевых ролей на российском рынке.

Также за последнее время новые особенности приобрели сделки по выходу иностранных инвесторов: сократилось число МВО сделок, увеличились сроки сделок из-за необходимости получения согласований в других юрисдикциях в связи с расширением толкования законодательства ЕС и проч.

С более детальным анализом сделок вы можете ознакомиться в подготовленном нами Аналитическом обзоре М&А сделок за 2022-2024 гг.



**Александр
Жарский**

Партнер

Корпоративное право

AZharskiy@alrud.com



**Антон
Джуплин**

Партнер

Корпоративное право

ADzhuplin@alrud.com



**Сергей
Ханаев**

Партнер

Корпоративное право

SKhanaev@alrud.com



**Кристина
Акалович**
Старший юрист

Корпоративное право

KAkalovich@alrud.com

Структурирование сделок

Глобально, как и в 2022 – 2023 гг., так и в 2024 г. большинство M&A сделок связано с выходом иностранных инвесторов с российского рынка (exit-сделки). Данные сделки нацелены на скорейшую продажу иностранного бизнеса и сепарацию российских компаний от международной сети, в связи с чем они имеют определённую специфику:

- Заниженная по сравнению с рыночной цена;
- Значительное ограничение ответственности продавца;
- Отсутствие заверений по бизнесу (продажа “as is”);
- Необходимость получения разрешения Правительственной комиссии РФ по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в РФ, а также согласий иностранных государственных органов (например, Office of Foreign Assets Control, Federale Overheidsdienst Economie, K.M.O., Middenstand en Energie, и т.д.);
- Частая продажа иностранными инвесторами российского бизнеса в пользу местного менеджмента, и проч.

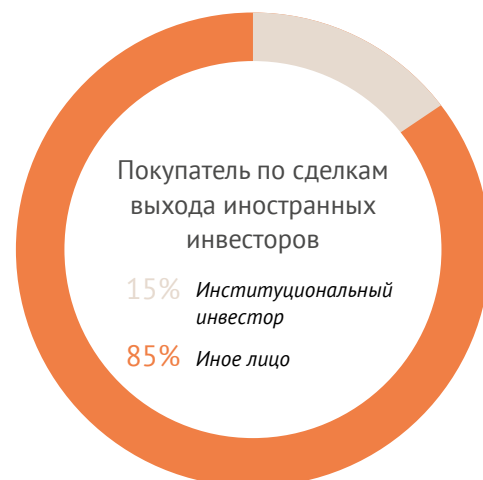
В связи с обозначенными особенностями далее по некоторым критериям мы анализировали данный вид сделок отдельно от классических M&A сделок, не связанных с выходом иностранных инвесторов с российского рынка.

Покупатель по сделке

Необходимо отметить, что институциональные инвесторы переживали определенный спад активности в качестве покупателей в exit-сделках из-за санкций и были ориентированы преимущественно на решение внутренних бизнес-вопросов.

Напротив, особо активными стали новые игроки, которых ранее не было «заметно». Так, в сделках по выходу иностранных инвесторов в 85% случаев приобретателями выступали иные лица (зачастую это конкуренты по бизнесу или лица, осуществляющие аналогичную деятельность в данной области и желающие расширить сферу своей деятельности). Совершение exit-сделок с дисконтом облегчало иным лицам участие в приобретении бизнеса.

В классических M&A сделках с рыночными условиями большинство покупателей – это крупные институциональные инвесторы.



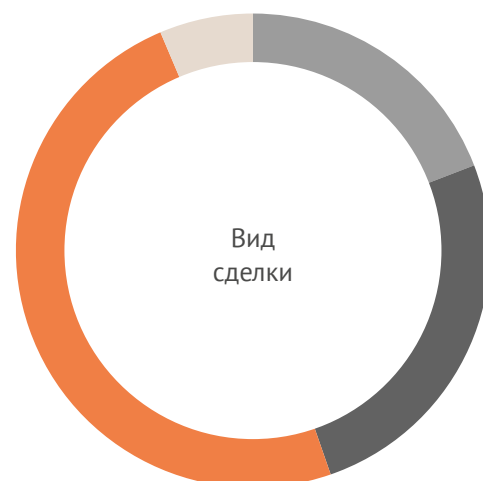
Вид сделок

Большинство как классических M&A сделок, так и exit-сделок представляет собой one-bidder sale, то есть приобретение компании при наличии единственного покупателя. Объясняется это тем, что продавец зачастую выбирает определённого покупателя и диктует свои условия сделки. Особенно это проявляется в сделках по выходу иностранных инвесторов, так как покупатели готовы пойти на встречу продавцу в части некоторых коммерческих условий (например, касательно заверений об обстоятельствах, ограничения ответственности) в целях приобретения бизнеса с дисконтом.

Даже если приобретение бизнеса строится по модели auction sale (приобретение компании при наличии нескольких кандидатов покупателей), то заинтересованные покупатели не представляют свои коммерческие условия, а стараются больше учитывать запросы продавца. Это отличается от характера сделки, совершенной в результате аукциона, в её классическом понимании.

Значительно реже стали встречаться сделки MBO (выкуп компании локальным менеджментом), распространённые в 2022 – 2023 гг. Предполагаем, что это объясняется тем, что те иностранные компании, которые изначально были готовы передать компании местным менеджерам, сделали это в скором времени после введения санкций. Кроме того, не каждая сделка может быть выстроена по модели MBO, т.к. не всегда менеджеры обладают достаточными навыками для самостоятельного ведения бизнеса в качестве акционеров, да и не всегда менеджмент бывает лоялен. Поэтому иностранные продавцы, которые не были намерены продавать бизнес российскому менеджменту, в 2024 г. осуществляют преимущественно one-bidder sale или auction sale сделки.

Более того, сокращение MBO сделок предположительно может быть связано с тем, что государственные органы (при выдаче согласий на совершение сделок или при проведении проверок) крайне внимательно относятся к сделкам, которые не связаны с приобретением менеджментом бизнеса в собственных интересах, а направлены на дальнейшую его перепродажу иным лицам или возвращение иностранным инвесторам в будущем.



- 19% *Выкуп компании менеджментом (MBO)*
- 26% *Приобретение компании при наличии нескольких кандидатов покупателей (Auction sale)*
- 49% *Приобретение компании при наличии единственного покупателя (One-bidder sale)*
- 6% *Внутригрупповая реструктуризация*

Характер сделок по выходу иностранных инвесторов

Подавляющее большинство exit-сделок представляет собой приобретение бизнеса «как есть» (“as is”). В таком случае иностранный инвестор-продавец зачастую не предоставляет заверения об обстоятельствах/обязательства по возмещению потерь касательно бизнес деятельности компании (business warranties/indemnities), а также стороны в редких случаях проводят до сделки анализ компании (due diligence) для оценки рисков её приобретения.

Объясняется это тем, что продавцы намерены оперативно продать российский бизнес без проведения длительной due diligence проверки компании, а также без предоставления гарантий относительно деятельности компании. Покупатели со своей стороны также согласны быстро приобрести бизнес с дисконтом от рыночной стоимости актива. Более того, зачастую покупателями по сделке выступают менеджеры компании, которые хорошо знакомы с её деятельностью, поэтому не нуждаются в предоставлении заверений/обязательств по возмещению потерь касательно бизнес деятельности компании.

В связи с этим продавцы в as is сделках предоставляют только ограниченные заверения по наличию полномочий на подписание документов по сделке (capacity warranties), «чистоте» титула на доли/акции и отсутствию каких-либо обременений титула или претензий со стороны третьих лиц (title warranties). Реже этот список дополняется также налоговыми заверениями, заверениями на ключевые активы и на отсутствие забалансовых обязательств.

Ограничение ответственности продавца по сделкам выхода иностранных инвесторов

Для сделок по выходу иностранных инвесторов с российского рынка характерно значительное ограничение ответственности продавца по требованиям, возникающим в связи с договором купли-продажи долей/акций. Для классических M&A сделок характерно наличие следующих положений об ограничении ответственности продавца:

- Ограничение ответственности продавца максимальной суммой требований, которые могут быть предъявлены

Характер сделки



Способы ограничения ответственности продавца



56% Наличие "классических" ограничений (срок, размер, de minimis, basket, и проч.)

25% Почти полное исключение ответственности продавца

19% Отсутствие детального ограничения ответственности

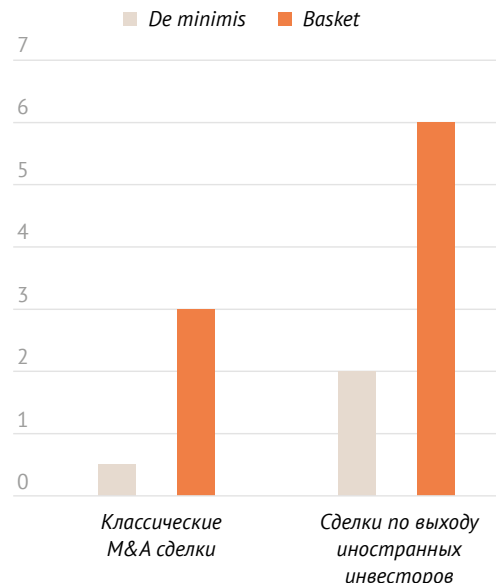
к нему со стороны покупателя (а также дифференциация данных сумм в зависимости от характера предъявляемых требований);

- Установление сроков уведомления о возможных требованиях покупателя к продавцу;
- Ограничение периода времени после завершения сделки, в течение которого покупатель вправе предъявить требования к продавцу (а также дифференциация данных сроков в зависимости от характера предъявляемых требований);
- Установление минимальной суммы требования, которое может быть предъявлено покупателем продавцу (*de minimis*), а также установление минимальной суммы для группы требований, при достижении которой покупатель вправе предъявить их продавцу (*basket*);
- Совместное ведение судебных разбирательств в связи с предъявлением требований третьих лиц;
- Ограничение ответственности продавца в связи с изменением применимого законодательства и учетной политики;
- Ограничение ответственности продавца в случае, если в отношении соответствующих требований третьих лиц были созданы необходимые резервы, и проч.

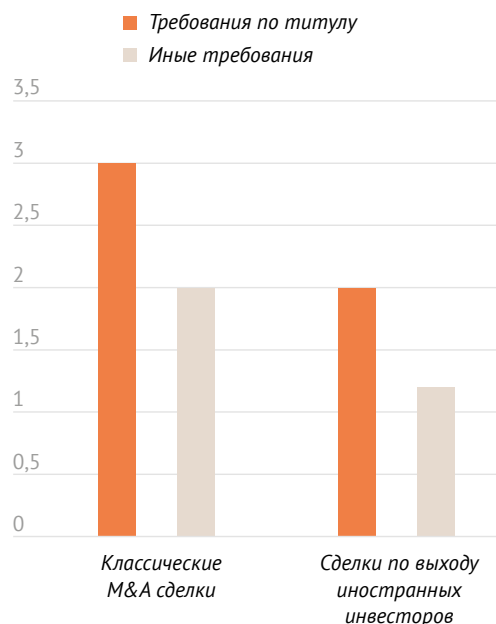
Напротив, в *exit*-сделках чаще всего предусматривается иное регулирование. В 25% случаев по договорам купли-продажи долей/акций ответственность продавца почти полностью исключается (например, за счет установления порога имущественной ответственности продавца в 1 евро или 10 000 рублей).

Даже если в сделках по выходу иностранных компаний предусматриваются классические механизмы по ограничению ответственности, которые были описаны выше, то сущностно они могут значительно отличаться от классических вариантов. Например, ответственность продавца ограничивается номинальной или дисконтированной стоимостью долей/акций, а *de minimis* и *basket* значительно завышены по сравнению с рыночными: 1,5-3% и 5-7% соответственно.

Размер *de minimis* и *basket* в разных типах сделок (% от покупной цены)



Срок для предъявления требований покупателями (годы)



Структура сделки

В целом для M&A сделок в 2022 – 2024 гг. характерно непосредственное приобретение только долей/акций (67% сделок). Реже заключаются сделки, направленные на косвенное приобретение компании (через холдинговую компанию) или на передачу иных активов (asset deal). Зачастую комбинированные варианты структурирования M&A сделок имеют место в следующих ситуациях:

- В целях «упрощения» структурирования сделки – приобретение долей/акций + передача долга/прав требования;
- В целях получения продавцом дополнительной прибыли – приобретение долей/акций + заключение коммерческих договоров с продавцом (например, договоров поставки или оказания услуг);
- В целях передачи актива, без которого компания не может функционировать – приобретение долей/акций + приобретение активов (например, интеллектуальной собственности, недвижимости).

Структура сделки



Опцион на обратный выкуп в сделках по выходу иностранных инвесторов

В рамках некоторых exit-сделок стороны заключают опцион на обратный выкуп долей/акций с целью возвращения иностранных инвесторов в РФ после ослабления санкций. Однако в преобладающем большинстве случаев сделок по выходу иностранных инвесторов опцион на обратный выкуп долей/акций не предусмотрен. Мы полагаем, что это связано как с тем, что существует неопределённость в дальнейшем изменении санкционного и контр-санкционного регулирования, так и с тем, что покупатели сталкиваются с большими сложностями при получении разрешений Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в РФ на сделку¹.

Наличие опциона на обратный выкуп



¹ Более того, в нашей практике встречались случаи, когда Правительственная комиссия по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в РФ выдавала разрешение на выплату покупной цены на зарубежный счет продавца по сделке купли-продажи долей под условием расторжения опционов на обратный выкуп долей.

Уплата покупной цены по сделкам выхода иностранных инвесторов

В exit-сделках структурирование платежей зачастую осуществляется через предоплату или расчеты на закрытии сделки до подачи документов на перевод титула на доли/акции, крайне редко встречается использование механизмов аккредитивов или эскроу. Это обусловлено относительной простотой такого механизма при отсутствии затрат (как, например, при использовании механизма эскроу). Также стороны сделки по выходу иностранных инвесторов редко предусматривают уплату покупной цены в рассрочку в связи с неопределённостью в санкционном регулировании и дальнейшими сложностями при проведении оплаты.

Более того, в большинстве exit-сделок (72%) не предусмотрено положений о корректировке покупной цены (на сумму утечек, данных финансовой отчётности или заработанной прибыли) в связи с изначальным дисконтированием покупной цены. Наличие корректировки покупной цены в остальных случаях объясняется наличием иных контрактных обязательств.

Также в сделках по выходу иностранных инвесторов порой встречался зачет требований по уплате покупной цены против иных требований (например, против требований по уплате суммы займа), так как использование этого механизма «упрощает» структурирование сделки и прекращает обязательства между сторонами.



- 28% *рассрочка*
- 41% *оплата в день закрытия (или около нее)*
- 19% *до закрытия*
- 6% *аккредитив*
- 6% *зачет*



Согласование сделок по выходу иностранных инвесторов с Правительственной комиссией РФ и иностранными государственными органами

В связи с контр-санкционным регулированием с 2022 г. совершение сделок по купле-продаже долей/акций с участием иностранных «недружественных» лиц требует получения разрешения Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в РФ на сделку (за исключением ситуаций КИК и дружественного UBO).

На практике мы отмечаем, что с конца 2022 г. увеличиваются сроки на получение разрешений Правительственной комиссии РФ (на данный момент в среднем требуется около 6–8 месяцев на получение разрешения Правительственной комиссии РФ).

Также сроки осуществления M&A сделок сильно увеличились из-за необходимости получения согласований в других юрисдикциях в связи с расширением толкования законодательства Европейского Союза с 22 декабря 2023 года: теперь продажа компании приравнивается к продаже оборудования и товаров, что может требовать получения согласий иностранных государственных органов, если товар попадает в санкционные списки² (конкретный срок получения согласий зависит от юрисдикции, но в нашей практике срок получения иностранных согласований достигал 1 года).



27%	Не требовалось/сделка была до санкций
37%	Да (менее 3 мес)
9%	Да (3-6 мес)
27%	Да (более 6 мес)



18%	Не требовалось
41%	Да (менее 3 мес)
23%	Да (3-6 мес)
12%	Да (более 6 мес)
6%	В процессе получения



20%	Не требовалось
20%	Да (менее 3 мес)
20%	Да (3-6 мес)
20%	Да (более 6 мес)
20%	В процессе получения

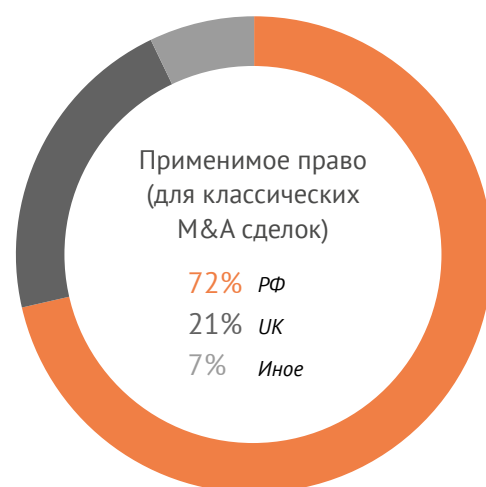
Применимое право и форум для рассмотрения споров

Применимое право. Сделки по выходу иностранных инвесторов преимущественно структурируются либо по английскому праву, либо по праву продавца (шведское, немецкое, испанское и иное право). Если подчинение M&A договоров английскому праву было распространено в России и ранее, то частое подчинение сделок праву продавца является новой тенденцией exit-сделок.

Классические M&A сделки в большинстве, как и ранее, структурируются по российскому праву, так как оно является наиболее комфортным для сторон и содержит все необходимые правовые институты для реализации M&A сделок.

Форум для рассмотрения споров. Во всех видах M&A сделок форумом для рассмотрения споров выступают «нейтральные» иностранные арбитражные центры (HKIAC, SIAC, DIAC). Также в exit-сделках достаточно часто закрепляют «каскадные» арбитражные оговорки, чтобы в случае ужесточения санкций стороны имели возможность на рассмотрение спора в ином выбранном третейском суде.

При этом для классических M&A сделок стороны отдают предпочтение российским арбитражным центрам (например, РАЦ) или даже государственным судам (последнее, скорее, характерно для сделок, где у одной из сторон сделки есть внутренние регламенты по форумам для разрешения споров).



16%	РАЦ
41%	HKIAC
12%	DIAC
12%	Каскадная АО (преимущественно HKIAC - SIAC)
3%	МКАС
16%	Иное



55%	РАЦ
9%	HKIAC
27%	Государственный суд
9%	Иное

Ул. Скаковая, д. 17, стр. 2, 6 эт., Москва, Россия, 125040
E-mail: info@alrud.com | www.alrud.com | Тел. +7 495 234-9692

Обращаем Ваше внимание на то, что вся информация была взята из открытых источников. Автор данного письма, равно как и юридическая фирма АЛРУД, не несет ответственность за последствия, возникшие в результате принятия решений на основе данной информации.

АЛРУД