ККМР LEGAL | АНАСТАСИЯ НЕРЧИНСКАЯ | VERBA LEGAL | Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

При поддержке:

SALUTE ADVISORY

ИССЛЕДОВАНИЕ РЫНКА

M&A

ИТОГИ 2022-2024, ТРЕНДЫ И СПЕЦИФИКА 2025

При участии:

ALUMNI PARTNERS | BETTER CHANCE лучший выбор | ELWI | LEVEL Legal Services | L·G·S LEGAL SERVICES

Melling Voitishkin &Partners | NIKOLSKAYA consulting | seamless LEGAL | STONEBRIDGE LEGAL | ВОСХОД юридическая фирма

Аверта Групп | ADVANCE CAPITAL | NOVUS CAPITAL | Gardiner Resources

Вступительное слово хэдлайнеров



ЮЛИЯ ЗАГОРНОВА

Партнер Группы компаний Б1, руководитель группы по оказанию услуг в области слияний и поглощений

Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Период с начала 2022 г. можно с уверенностью назвать одним из самых необычных этапов развития рынка M&A в России за последние 20 лет. Поменялось если не все, то очень многое – геополитическая обстановка, макроэкономические факторы, круг участников сделок, регулирование, логика подхода к ценообразованию и переговорному процессу. Все эти изменения требуют от игроков рынка гибкости и умения адаптироваться в постоянно изменяющемся ландшафте. И в этот период понимание особенностей M&A в России – это не просто преимущество, а необходимость.

Данное исследование – больше чем просто анализ данных. Это своего рода дорожная карта по широкому кругу аспектов, без которых совершение успешных сделок невозможно. В условиях глобальной неопределенности Россия остается рынком с огромным потенциалом, где именно сейчас у дальновидных и подготовленных инвесторов есть шанс совершить уникальные сделки и повлиять на дальнейшее развитие целых отраслей. Вызовы, безусловно, существенны, но и награда для тех, кто подходит к этому рынку с глубоким пониманием, гибкостью и стратегическим мышлением, будет очень значимой. Мы искренне надеемся, что каждый читатель данного исследования найдет в нем что-то полезное для себя – будь то свежий взгляд на практические аспекты сделок или идеи для создания новых историй успеха.



АНАСТАСИЯ НЕРЧИНСКАЯ

Участвуя в подготовке и проведении данного исследования, мы ставили своей задачей не просто предложить читателю еще один взгляд на рынок M&A в России (который вот уже четвертый год, безусловно, переживает уникальные преобразования), но, скорее, вовлечь участников рынка в диалог, позволив профессионалам из финансового, юридического и налогового секторов M&A-сообщества, а также отраслевым экспертам открыто обсуждать вопросы, волнующие стороны сделок и их консультантов в новых реалиях российского M&A.

В рамках данного исследования мы старались подвести итоги важнейшего исторического периода развития отечественного рынка M&A и открыть дискуссию о драйверах и процессах, которые будут определять динамику M&A-активности в 2025 г.

Вступительное слово хэдлайнеров

Данное исследование посвящено, безусловно, интересному этапу M&A-рынка. Я начинала свой карьерный путь в эпоху M&A-бума, еще до кризиса 2008-го г., застала несколько этапов развития российского законодательства, стремящегося перенять лучшие зарубежные практики, и в какой-то момент начало казаться, что ничего принципиально нового в регулировании сделок уже не будет. Тем не менее, последние несколько лет показали, что это не так – рынок M&A в России активизировался под влиянием внешнеполитических и макроэкономических факторов, а M&A-специалисты столкнулись с совершенно новыми вызовами, тестирующими не только их опыт и знания, но и способности к нестандартному мышлению и поиску выхода из непростых ситуаций.

Мы проделали серьезную работу совместно с ведущими экспертами рынка, провели опросы среди M&A-департаментов крупного бизнеса, лучших команд в области юридического и инвестиционного консалтинга, чтобы аккумулировать и систематизировать наиболее значимые тенденции в области M&A-сделок последних лет. В настоящем исследовании собраны мнения множества специалистов, адресующих самые разные аспекты современного этапа M&A в России. Мы искренне благодарны всем, кто принял в нем участие и сделал возможным подготовку столь масштабного документа.



ТАТЬЯНА НЕВЕЕВА

Управляющий партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

VERBA LEGAL

Наше исследование направлено на то, чтобы дать всем участникам рынка M&A оптику для нахождения своей комфортной зоны возможного соглашения исходя из текущих реалий – жесткой ДКП, отсутствия широкого выбора таргетов, сформировавшихся паттернов владельцев капитала.

Это исследование посвящено не просто очередному этапу, а уникальному периоду 2022–2024 годов – времени, когда главной тенденцией была доместификация, возвращения капитала, который до известной степени заменил международные инвестиции. При том, что вовлеченность России в глобальные цепочки товарооборота поменялась, но не уменьшилась, вовлеченность в глобальные рынки капитала резко упала. Рынок и институциональная среда следующих 5 - 10 лет будут опираться во многом на существующие сделки и согласованные условия, поэтому важно отрефлексировать, как именно это происходило. Так наша макрозадача в исследовании была помочь сделочной России узнать и понять саму себя.



АЛЕКСАНДР ПАНОВ

Старший партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

VERBA LEGAL

Вступительное слово хэдлайнеров



АЛЕКСАНДР РУДЯКОВ

Старший партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

2024 г. продемонстрировал, насколько рынок M&A изменился. Прежде всего, видны качественные изменения в их структуре, экономической и юридической логике, а также наполнении. Каждая сделка сегодня – это не шаблонный договор или путь, а отдельная история: с нюансами переговоров и регулирования, нестандартными решениями, с многоуровневой структурой и необходимостью принимать решения в условиях крайне сжатого времени и переизбытка неконтролируемых сторонам рисков.

Когда мы начинали это исследование, перед нами стояла цель – не просто собрать статистику, а понять реальные изменения на рынке. Мы провели десятки интервью с юристами, инвесторами, внутренними командами, – и в каждом разговоре звучало одно и то же: универсальные подходы больше не работают, успех сегодня – это всегда про гибкость и индивидуальный подход, про особенности отрасли и ювелирную работу.

Мы надеемся, что это исследование станет не только источником полезной информации, но и основой для открытого профессионального диалога – о том, куда движется рынок, и что есть новая школа в новой реальности сделок.



АЛЕКСАНДР КУЗНЕЦОВ

Партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

В нашем исследовании мы выделяем ключевые векторы развития рынка: от смены логики оценки активов и изменения роли финансовых инвесторов до появления новых моделей структурирования сделок и переосмысления отраслевых границ. Мы стремились не только зафиксировать происходящее, но и проанализировать, как текущая динамика влияет на принятие стратегических решений в горизонте нескольких лет.

Для многих участников рынка M&A сегодня – это не столько способ масштабирования, сколько форма адаптации к новому порядку. А значит, внимательное изучение этих процессов – шаг к более точному позиционированию в будущей архитектуре рынков.

Это исследование – попытка зафиксировать не только количественные параметры сделок, но и качественные сдвиги в мотивации и подходах к ним. Мы старались отразить реальные ориентиры, на которые бизнес действительно опирается сегодня.

Вступительное слово хэдлайнеров

Рынок M&A в России в период с 2022 г. радикально изменился, требуя от участников гибкости и нового взгляда на привычные процессы. Внешние факторы обусловили изменение M&A-ландшафта, стратегий игроков, а также подходов к выработанным ранее стандартам переговоров и договорных условий.

ККМП всегда стремится быть в авангарде изменений, и участие в этом исследовании стало для нас логичным шагом. Мы объединили усилия с лучшими экспертами, чтобы создать всеобъемлющий отчет о рынке M&A в России. Мы надеемся, что представленные в нем аналитические данные и практические рекомендации помогут нашим клиентам и партнерам успешно реализовывать сделки в новых условиях.

Настоящее исследование – это результат совместной работы экспертов, призванный не только зафиксировать ключевые изменения и факторы периода, но и спровоцировать дискуссию о существующих проблемах и их решениях. Мы намеренно сделали акцент на многообразии мнений, чтобы предоставить читателям максимально полную картину происходящего, отражающую реальные вызовы и возможности, с которыми сталкиваются стороны сделок и их консультанты.



АЛЁНА КУЧЕР

Старший партнер юридической фирмы ККМП



МАКСИМ КУЛЕШОВ

Управляющий партнер юридической фирмы ККМП



ВАЛЕРИАН МАМАГЕИШВИЛИ

Старший юрист юридической фирмы ККМП

KKMP LEGAL

Вступительное слово хэдлайнеров



АННА МАКСИМЕНКО

Партнер юридической фирмы КИМП

KKMP LEGAL



АЛЕКСАНДР АНИЧКИН

Партнер юридической фирмы КИМП

KKMP LEGAL

В настоящее время рынок M&A России находится на перепутье. С одной стороны, геополитические факторы, экономические санкции и контрсанкционные меры создают серьезные препятствия для сделок. С другой стороны, для ряда игроков это период возможностей: для консолидации активов и выхода на перспективные рынки. В этом исследовании мы постарались объективно оценить эти противоречия и предложить читателям взгляд на перспективы развития рынка на основе опыта ведущих экспертов.

Подготовка отчета стала для нас не просто аналитической задачей, а возможностью услышать и систематизировать опыт ключевых игроков рынка M&A. Открытый диалог между финансовыми, юридическими, налоговыми экспертами и отраслевыми профессионалами дал нам всестороннюю картину рынка в рамках исследуемого периода. В этом исследовании мы постарались максимально отразить эту многогранность, предоставив читателю возможность сопоставить различные точки зрения и сформировать собственное представление о текущих и будущих трендах. Мы попытались консолидировать знания и прогнозы ведущих экспертов, чтобы помочь участникам рынка ориентироваться в сложных реалиях. Мы надеемся, что разнообразие представленных точек зрения станет ценным ресурсом для принятия взвешенных решений и ориентации в текущих реалиях.

Вступительное слово хэдлайнеров

Изучение рынка слияний и поглощений в 2022-2024 гг. интересно тем, что скорость и масштаб изменений самых разных факторов – регулирования, макроэкономической конъюнктуры, состава участников, подходов к сделкам – пожалуй, не имеют аналогов в российской истории.

В рамках исследования мы постарались пропустить статистику и сухие факты через призму нашего опыта M&A-сделок и взаимодействия с различными участниками. Поэтому интерпретация результатов исследования опирается на логику, подходы и мотивацию продавцов бизнеса, финансовых и стратегических инвесторов в реальных ситуациях.



ЕВГЕНИЙ ПЕНКИН

Управляющий партнер инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

SALUTE ADVISORY

Уведомление об авторских правах

Соправообладатели исследования: Анастасия Нерчинская, Группа компаний Б1, ККМП, VERBA LEGAL

© 2025 Анастасия Нерчинская, Группа компаний Б1, ККМП, VERBA LEGAL. Все права защищены.

Исследование организовали и провели: Анастасия Нерчинская, ведущие юридические фирмы – ККМП и VERBA LEGAL, Группа компаний Б1, ведущий эксперт на рынке аудиторских и консалтинговых услуг, при поддержке инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory.

Использование какой-либо части данного исследования допускается **исключительно в формате цитирования в информационных, научных, учебных или культурных целях.**

При цитировании какой-либо части материала исследования в любой объективной форме, будь то текст, графики или данные опросов, воспроизведение и исполнение части исследования, включая использование содержащейся в исследовании информации, обязательна ссылка на данное исследование в качестве источника цитаты с указанием соправообладателей в следующем формате:

«Исследование рынка M&A 2022-2024 и трендов 2025 г., проведенное Анастасией Нерчинской, Группой компаний Б1, ККМП и VERBA LEGAL».

В случае цитирования путем воспроизведения, исполнения, в том числе использования содержащейся в исследовании информации, в устном выступлении, ссылка на исследование осуществляется в устной форме в указанном выше формате.

Любое нарушение указанных выше требований считается нарушением авторских прав соправообладателей исследования.

Информация об авторах внешних комментариев указана в тексте исследования. Цитирование авторских комментариев допускается только при условии указания информации об авторах используемых комментариев вместе со ссылкой на данное исследование в указанном выше формате.

Какое-либо использование материала за исключением цитирования с учетом указанных выше требований **запрещено.**

Об исследовании

Уважаемые читатели!

Мы рады представить Вашему вниманию первый выпуск крупномасштабного комплексного экспертно-аналитического исследования российского рынка M&A. Исследование охватывает период с 2022 г. до начала 2025 г., который, бесспорно, был для российского рынка M&A сложным и уникальным. За этот период кардинально изменился M&A-ландшафт, профиль ключевых игроков и регуляторная среда. Исследование является беспрецедентным по составу участников и многообразию обсуждаемых аспектов сделок M&A, которые совершались в новых экономических и геополитических реалиях.

Исследование организовали и провели Анастасия Нерчинская, ведущие юридические фирмы – ККМП и VERBA LEGAL, Группа компаний Б1, ведущий эксперт на рынке аудиторских и консалтинговых услуг, при поддержке инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory. К участию в исследовании были привлечены многие ведущие игроки рынка M&A, в том числе представители инвестиционно-банковского бизнеса и юридического M&A-консалтинга high-market профиля.

В исследовании затронуты наиболее важные финансово-экономические и юридические аспекты сделок M&A. Также в нем отражены мнение и опыт ведущих юридических фирм в лучших практиках структурирования сделок слияний и поглощений.

Исследование проводилось на основе различных методов[1]: (i) онлайн-опросов представителей различных M&A-направлений (в том числе IB, финансовых и M&A-консультантов, индустриальных игроков, ведущих юридических M&A-консультантов, GR-компаний); (ii) сбора и анализа статистических данных по реальным сделкам анализируемого периода, предоставленных участниками исследования; (iii) глубинных и блиц-интервью с ведущими экспертами рынка. Также мы использовали аналитические данные внешних провайдеров, в том числе аналитику рынка, подготовленную инвестиционным банком Advance Capital.

Исследование охватывает различные аспекты сделок M&A периода 2022 г. – 1П 2025 г. в разрезе всех этапов M&A-процесса: от форматов взаимодействия с контрагентами, оценки бизнеса и согласования с государственными органами, до аспектов due diligence, управления рисками, структурирования и закрытия сделок. В материале подробно отмечаются особенности и проблематика сделок M&A, характерные для этого периода и актуальные в новых реалиях. Мы рассказываем о том, что изменилось в работе по сделкам с 2022 г. и анализируем причины этих изменений.

Приятного чтения!

Авторы исследования

[1] Более подробно методология исследования описана в Приложении 2 «Методология исследования».

Содержание

01

M&A-АКТИВНОСТЬ В ПЕРИОД 2022–2024 ГГ. | ИТОГИ, ФАКТЫ, ТРЕНДЫ

1. Краткий обзор рынка M&A в период 2022–2024 гг. 13
2. Ключевые события, изменившие M&A-ландшафт 21
3. Ожидания по M&A-активности и динамике мультипликаторов 25
4. Факторы, сдерживающие M&A-активность в 2025 г. 35
5. Предпосылки роста рынка M&A в 2025 г. 43

2025 – год ожиданий и надежд. 58
Эксклюзивное интервью управляющего директора инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

02

M&A-ЛАНДШАФТ, ФОНДОВЫЙ РЫНОК И СТРУКТУРЫ ВЛАДЕНИЯ АКТИВАМИ

1. Актуальные форматы сделок и профили игроков 61
2. **Спецпроект** | Сделки на рынках капитала - изменения и перспективы 92
3. Контур владения активами в новых реалиях 103

03

НАЧАЛЬНЫЕ ЭТАПЫ СДЕЛОК M&A | АКТУАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ

1. Формат сделок | Конкурентный процесс или эксклюзивные переговоры 112
2. Актуальные вопросы оценки бизнеса 117
3. Финансирование сделок M&A 133
4. Подготовка активов к продаже 141

04

ОСОБЕННОСТИ СОГЛАСОВАНИЯ СДЕЛОК M&A С ГОСУДАРСТВЕННЫМИ ОРГАНАМИ

1. Государственное регулирование сделок M&A 160

Практика согласования сделок-«выходов» с Подкомиссией. 162
Эксклюзивное интервью старшего консультанта GR-фирмы Kesarev

Подходы ФАС РФ к согласованию сделок M&A. 170
Эксклюзивное интервью партнера юридической фирмы ККМП

2. Особенности согласования сделок M&A и вопросы повышенного внимания регуляторов 174

Содержание

ПРОВЕРКА БИЗНЕСА И УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ

05

Актуальные подходы к проведению финансовой проверки бизнеса. 181
Эксклюзивное интервью партнера Группы компаний Б1

1. Комплексная проверка бизнеса | Актуальные подходы 185
2. Управление рисками в сделках M&A | Лучшие практики 208

ЛУЧШИЕ ПРАКТИКИ ЮРИДИЧЕСКОГО СТРУКТУРИРОВАНИЯ СДЕЛОК M&A

06

1. Подходы к структурированию сделок M&A 237
2. Использование опционных конструкций | Лучшие практики 264
3. Спецпроект | Механики определения и корректировки цены в сделках M&A 286
4. Расчеты и обеспечение обязательств по сделкам M&A 306
5. Особенности переговорного процесса по транзакционнным условиям 320

ПРИЛОЖЕНИЯ

1. Используемые термины 349
2. Методология исследования 352
3. Корпоративные хэдлайнеры исследования 357
4. Ограничение ответственности 363

M&A-активность в период 2022-2024 гг. | Итоги, факты, тренды

01



01 Краткий обзор рынка M&A в период 2022-2024 гг.

Авторы текста: Юлия Загорнова, Алексей Лукьянов, Анастасия Нерчинская



- В 2023 г. рынок M&A отыграл 28% падение 1П 2022 г., и до 2П 2024 г. демонстрировал умеренный рост.
- С середины 2024 г. при сохраняющейся тенденции к росту темп восстановления рынка существенно замедлился.
- Средний размер сделок M&A за период 2022–2024 гг. снизился на 22%.
- В 2024 г. число мегасделок в сравнении с 2023 г. сократилось почти вдвое.
- Сегмент TMT на протяжении всего периода 2022-2024 гг. лидировал по числу закрытых сделок.
- Средние мультипликаторы к EBITDA по внутрироссийским сделкам продолжали медленное восстановление вплоть до второй половины 2024 г.
- В 2024 г. рынок по количеству закрытых сделок восстановился до уровня 2021 г.

В период 2022–2024 гг. процессы на российском рынке M&A происходили на фоне крайне нестабильной геополитической ситуации, беспрецедентного санкционного давления, массового оттока иностранных инвестиций, срыва логистических цепочек и введения барьеров на трансграничное движение капитала. В таких условиях M&A-ландшафт и бизнес-среда претерпели серьезные изменения.

С точки зрения факторов, влияющих на динамику M&A-активности, этот период условно можно разделить на два этапа. **Первый этап** (2022 г. – середина 2024 г.) характеризовался массовой продажей иностранными собственниками российских активов в условиях относительно мягкой монетарной политики. Высокая активность M&A-игроков в этот период привела к глубокой локализации рынка и существенной консолидации ряда отраслей.

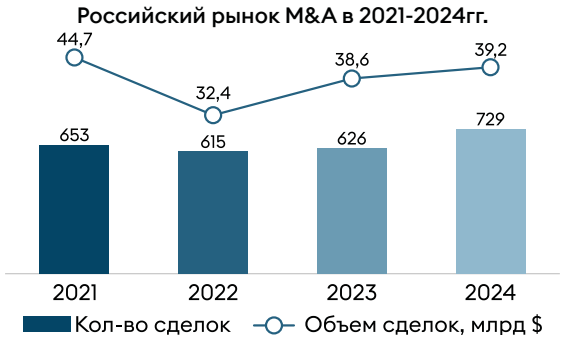
Второй этап (середина 2024 г. – I кв. 2025 г.) был отмечен ужесточением кредитно-денежной политики и регуляторных требований в отношении «выходов» иностранных компаний, а также новым витком дестабилизации на глобальных рынках в связи с началом «торговых войн» США. Эти факторы привели к снижению инвестиционной активности на российском рынке и необходимости поиска новых «точек роста».

После резкого падения в 1П 2022 г., пик которого пришелся на март, рынок M&A продолжил снижаться более медленными темпами вплоть до начала 2023 г. На фоне массовых «выходов» иностранных инвесторов в 2023 г. M&A-активность начала расти. Однако восстановление рынка снова замедлилось после повышения ключевой ставки осенью 2024 г. Тем не менее, на протяжении всего периода 2023–2024 гг. динамика рынка M&A **демонстрировала восходящий тренд**. В 1П 2025 г. тенденция к восстановлению рынка до уровня 2021 г. сохраняется.

В подразделе 1.1 мы рассмотрели основные изменения рынка M&A за период 2022–2024 гг. на основе статистических данных, предоставленных инвестиционным банком Advance Capital.

1.1. Общая статистика рынка

По данным Advance Capital в 2024 г. **объем** российского рынка M&A **в денежном выражении** вырос лишь на 2%, достигнув **39,2 млрд долл.** против 38,6 млрд долл. в 2023 г. (см. график далее). При этом **по числу закрытых сделок** в сравнении с 2023 г. рынок увеличился на 16% (729 против 626 сделок, соответственно). **Средний размер** сделки в период 2023–2024 гг. **снизился с 62 млн долл. до 54 млн долл.** (см. график далее) в связи с сокращением доли крупных сделок, включая «выходы» иностранных игроков.



Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

В 2024 г. впервые за три года количество закрытых сделок превысило **показатель 2021 г.**, (составив 729 против 653, соответственно). Однако совокупный объем M&A-рынка все еще не достиг уровня 2021 г. (39 млрд долл. против 45 млрд долл., соответственно).



Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

Таким образом, несмотря на положительную динамику за последние три года, рынок восстановился до показателей 2021 г. лишь по количеству сделок, но не по объему.

На протяжении периода 2022–2024 гг. на общий уровень M&A-активности существенно влияла **динамика роста ключевой ставки** ЦБ РФ (см. график далее).

В 2022–2023 гг., среднегодовая ключевая ставка, несмотря на некоторые колебания, сохранялась на уровне **около 10%.** В этот период условия для использования заемного финансирования в сделках M&A были более благоприятными.



Источник: сайт Банка России

Начавшийся в середине 2023 г. постепенный рост ключевой ставки с 8,5% до 15%, не вызвал существенного спада M&A-активности.

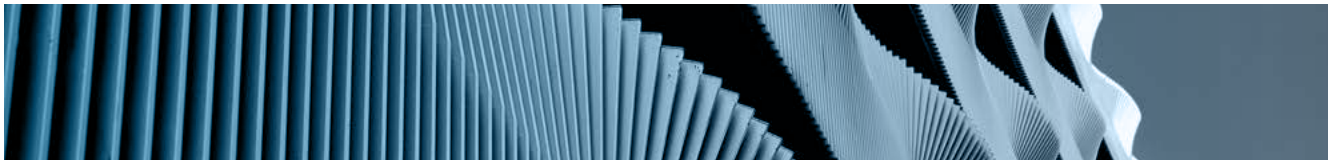
При этом новый виток повышения ключевой ставки до 21% в период с июня по октябрь 2024 г. **оказал значительное влияние** на оценку приобретаемых активов и общую динамику рынка.

Резкое изменение кредитно-денежной политики привело к **приостановке ряда инициированных сделок, переоценке активов, пересмотру M&A-стратегий и замедлению рынка в целом.**



Источник: сайт Банка России

Однако, несмотря на эти факторы, в декабре 2024 г., по данным Advance Capital, было закрыто наибольшее число сделок (112 сделок) за период 2022–2024 гг. с совокупным объемом 7,9 млрд долл. Ключевым драйвером роста M&A-активности во второй половине 2024 г. стала налоговая реформа[2], ужесточившая правила налогообложения доходов физических лиц, полученных в рамках сделок M&A.



2 Поправки в налоговое законодательство вступили в силу 1 января 2025 г.

1.2. Крупнейшие сделки за период 2022–2024 гг.

В таблице ниже указаны сделки, которые, по данным Advance Capital, являлись крупнейшими[3] за период 2022–2024 гг.

Топ-3 сделок за период 2022–2024 гг.

№	Сделка	Отрасль	Сумма, млрд $
2024			
1	Продажа российского бизнеса Yandex N.V.	TMT	$5,2 млрд
2	«Мангазея» купила активы «Полиметалла» в РФ	Горнодобывающая промышленность и металлургия	$3,6 млрд
3	«РЖД» приобрела 350 тыс. кв. м. в Moscow Towers	Недвижимость	$2 млрд
2023			
1	МВО «Вымпелком»	TMT	$2,6 млрд
2	«СГ Транс» купила «Первую грузовую компанию»	Логистика и транспортная инфраструктура	$2,4 млрд
3	«Газпромбанк» приобрел 14 ТЦ «Мега» у Ingka Centres	Недвижимость	$2 млрд
2022			
1	Банк ВТБ купил банк «Открытие»	Финансовые институты	$5 млрд
2	Kismet Capital Group купила Avito	TMT	$2,6 млрд
3	Государство увеличило долю в уставном капитале «Аэрофлота»	Логистика и транспортная инфраструктура	$0,9 млрд

Источник данных: Advance Capital

Суммы крупнейших сделок в 2022 и 2024 гг. (покупка банка «Открытие» банком ВТБ и продажа российского бизнеса Yandex N.V., соответственно) состав или более 5 млрд долл. каждая. Столь крупные сделки являются единичными на российском рынке, но оказывают значительное влияние как на объем всего рынка, так и на динамику отдельных индустрий. Примечательно, что в период 2022–2024 гг. хотя бы одна из топ-3 крупнейших сделок в каждом году приходилась на отрасль TMT: разделение активов Яндекса (2024 г.), МВО «Вымпелкома» (2023 г.), приобретение Avito (2022 г.).

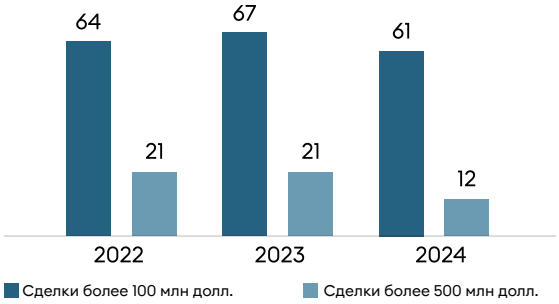
3 Стоимостью от 0,5 млрд долл.

При этом ни в один из годов указанного периода в топ-3 **не вошли сделки из сферы ритейла и тяжелой промышленности**, ряд которых был закрыт по высоким оценкам (порядка 1 млрд долл.).

В каждом году периода 2022–2024 гг. к числу крупнейших сделок относились как «выходы» иностранных владельцев (Avito, «Полиметалл», «Мега», «Вымпелком», «Яндекс»), так и сделки между российскими игроками («Открытие», «ПГК», «Аэрофлот», Moscow Towers).

Общее количество крупнейших сделок в 2024 г. сократилось с 21 до 12 единиц (см. график далее). Для сравнения, в 2022 г. число таких сделок совпадало с показателем 2023 г., также составляя 21 сделку. Это объясняется большей осторожностью игроков в отношении крупных инвестиций и снижением их риск-аппетита, а также снижением доли сделок-«выходов». В 2024 г. количество крупных сделок с оценкой от 0,1 до 0,5 млрд долл. незначительно уменьшилось (61 сделка) по сравнению с 2023 г. (67 сделок). Тем не менее, с 2022 г. ежегодное общее количество таких сделок, в отличие от крупнейших, существенно не менялось (см. график ниже).

Кол-во сделок с объемом более 100 и 500 млн долл. в 2022-2024 гг.



Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

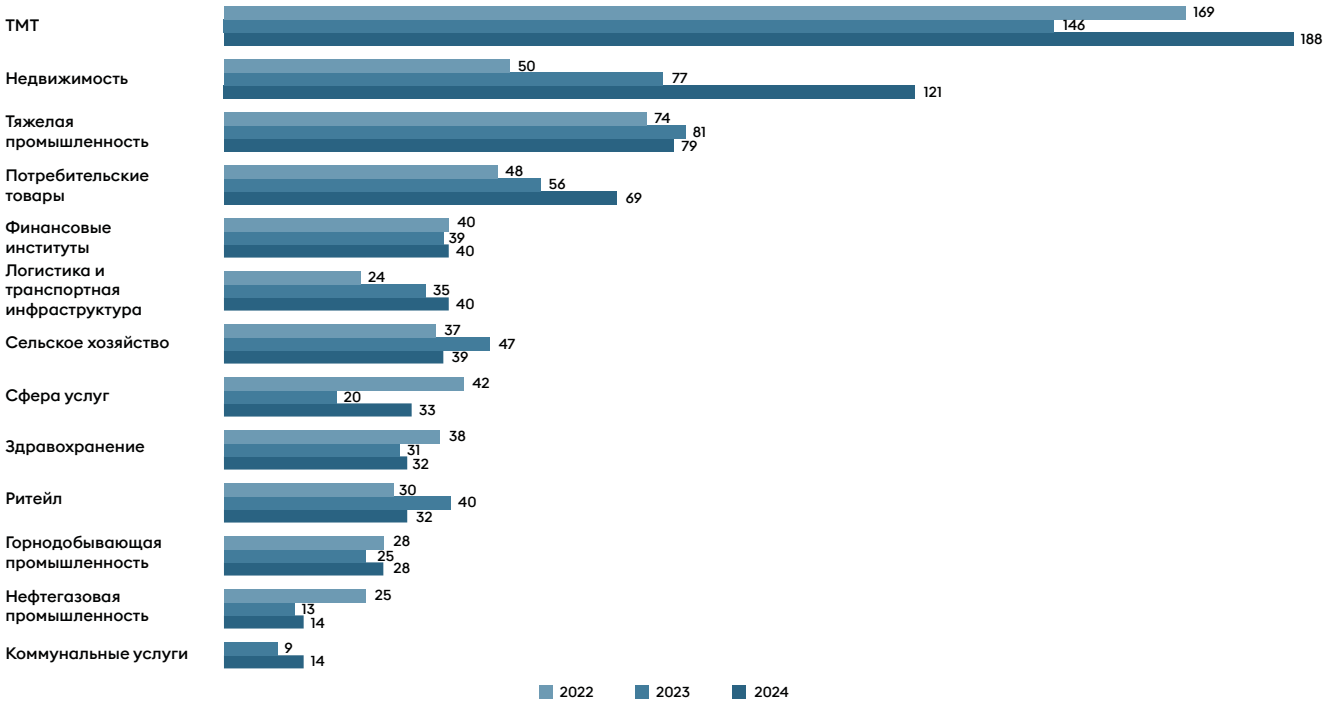
1.3. Отрасли с наибольшей M&A-активностью рынка

Общая динамика наиболее активных отраслей рынка за период 2022–2024 гг. приведена на графике ниже.

По **количеству** сделок в 2022–2024 гг. неизменно лидировал сектор **TMT**. В 2024 г. в нем было закрыто **188 сделок**[4], размер десяти из которых по отдельности превысил 100 млн долл. К технологическому сектору относится и самая крупная сделка 2024 г. – продажа российской части «Яндекса» (5,2 млрд долл.).

Это позволило сегменту TMT в 2024 г. стать лидером и по **объему** сделок наряду с сектором недвижимости (в обоих секторах объем сделок в 2024 г. составил по 8,8 млрд долл.).

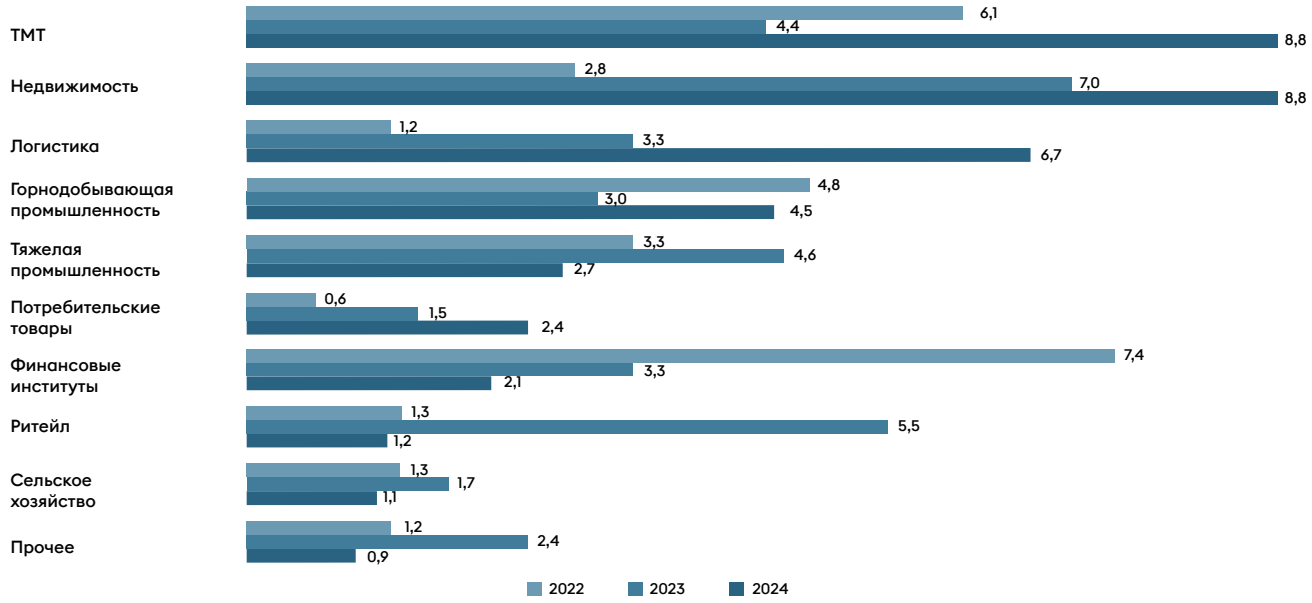
Топ индустрий по количеству сделок в 2022–2024 гг.



Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

4 146 сделок в 2023 г. и 169 - в 2022 г.

Топ индустрий по объему сделок в 2022–2024 гг. (в млрд долл.)



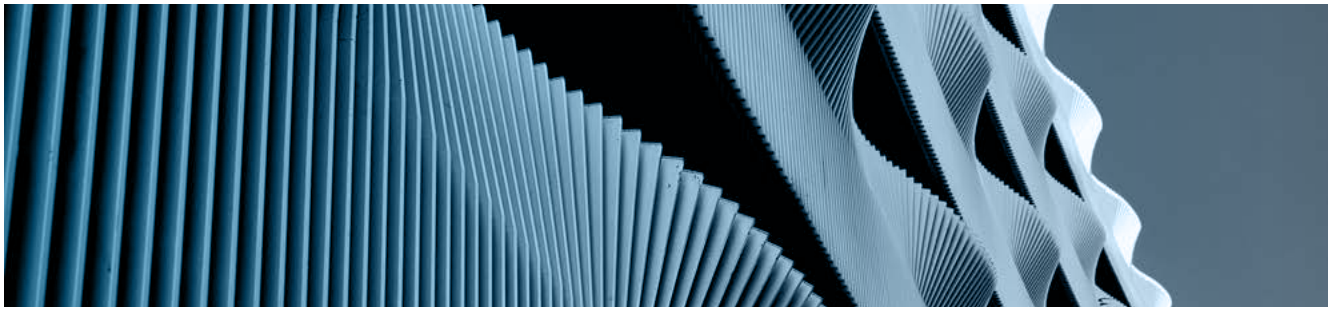
Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

Стоит отметить, что сектор недвижимости по общему объему закрытых сделок в 2024 г. лидирует второй год подряд. Количество сделок в сфере недвижимости выросло более чем в полтора раза – с 77 в 2023 г. до 121 в 2024 г. В результате этого сектор занял второе место по количеству закрытых сделок, а также второй год подряд стал лидером по объему сделок.

Наибольшее число сделок в этом сегменте было связано с продажей различных объектов офисной недвижимости, включая сразу три ключевые сделки в 2024 г.: Moscow Towers, БЦ «РВБ» и деловой центр SLAVA.

В 2024 г. у инвесторов существенно возрос интерес к активам в сферах логистики и транспортной инфраструктуры. С 2023 г. число закрытых сделок в этих секторах выросло на 14%, а объем сделок увеличился в два раза. В 2024 г. в сфере логистики было закрыто 6 крупных сделок (на сумму более 100 млн долл.), что в два раза превышает показатель 2023 г. Две сделки с «ПГК», а также сделка по продаже железнодорожного оператора «Нефтетранссервис» обеспечили сегменту логистики третье место по объему сделок в 2024 г. По количеству сделок в 2024 г. тройку лидеров замыкает сектор тяжелой промышленности (79 сделок в 2024 г.). В связи с сокращением доли сделок продажи производственных активов иностранными компаниями общий объем сегмента к концу 2024 г. уменьшился более чем на 40% в сравнении с показателем 2023 г., достигнув 2,7 млрд долл. В результате этого в 2024 г. сфера тяжелой промышленности не вошла в тройку лидеров по объему сделок. При этом по количеству закрытых сделок сегмент демонстрирует стабильность на протяжении последних трех лет.

Что касается других отраслей, в 2023 г. одним из лидеров по объему сделок стал ритейл за счет сделки с Fix Price. А в 2022 г. крупнейшей индустрией по объему стали финансовые институты за счет покупки банком ВТБ банка «Открытие». Сектор горнорудной промышленности, несмотря на сделку с «Полиметаллом», в 2024 г. не смог войти в тройку лидеров по объему сделок, однако оказался в топ-3 в 2022 г. Секторы потребительских товаров и сельского хозяйства в период 2022–2024 гг. по числу закрытых сделок в целом были сопоставимы с тройкой лидеров, однако, по объемам серьезно уступали другим сегментам рынка.

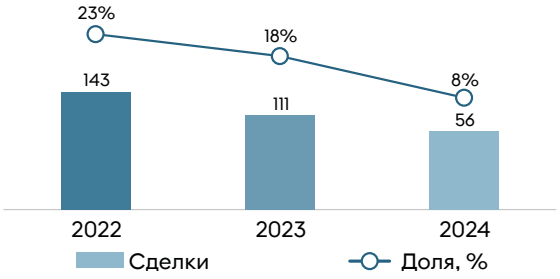


1.4. Сделки-«выходы» иностранных компаний из российских активов

Сделки по продаже иностранными компаниями своих российских подразделений в 2022 г. стали новым явлением и трендом на российском рынке M&A. До начала 2024 г. за счет количества и объемов они **существенно влияли на рынок в целом**: на оценки, подходы к сделкам и общую активность игроков.

Однако с 2024 г. количество таких сделок и, соответственно, их влияние на рынок существенно снизилось. Это объясняется объективным сокращением числа выставляемых на продажу активов иностранных собственников, сдерживающей монетарной политикой ЦБ РФ и ужесточением регулирования сделок-«выходов».

Кол-во сделок по продаже иностранных компаний и их доля в общем объеме



Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

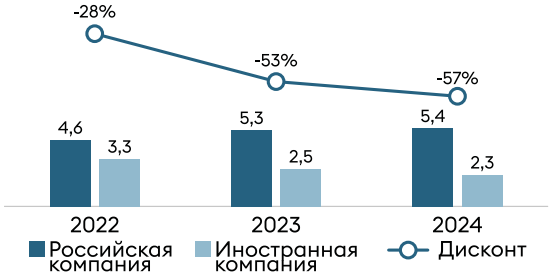
До октября 2024 г. российские активы иностранных компаний должны были продаваться с дисконтом не менее 50% к рыночной стоимости, подтвержденной независимым оценщиком. С октября 2024 г. дисконт к рыночной стоимости актива был увеличен с 50% до 60%, минимальный взнос в бюджет повышен с 15% до 35%, а сделки на сумму более 50 млрд руб. должны получить одобрение Президента РФ[5]. При этом Подкомиссия оставила за собой полномочие увеличивать размер дисконта и взноса в бюджет по конкретным сделкам и определила график перечисления денежных средств в федеральный бюджет.

Несмотря на то, что данные меры были приняты только в октябре 2024 г., снижение доли сделок-«выходов» наблюдалось уже с января 2024 г.

В период с января по сентябрь 2024 г. было закрыто почти в три раза меньше сделок по «выходу» иностранных инвесторов, чем за тот же период годом ранее (33 сделки против 88, соответственно).

При этом с октября по декабрь как в 2023 г., так и в 2024 г. было закрыто по 23 сделки продажи активов иностранными владельцами.

Средние мультипликаторы EV/EBITDA российских и иностранных компаний в 2022-2024гг.



Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

На фоне ужесточения в 2024 г. регулирования сделок-«выходов» **фактический дисконт** на активы, продаваемые иностранными игроками, вырос до 57% (с 53% в 2023 г. и 28% в 2022 г.) к средним мультипликаторам по внутрироссийским сделкам.

При этом такие сделки с иностранными активами в среднем оценивались по **мультипликатору EV/EBITDA** порядка 2,3x в 2024 г. (против 2,5x в 2023 г. и 3,3x в 2022 г.).

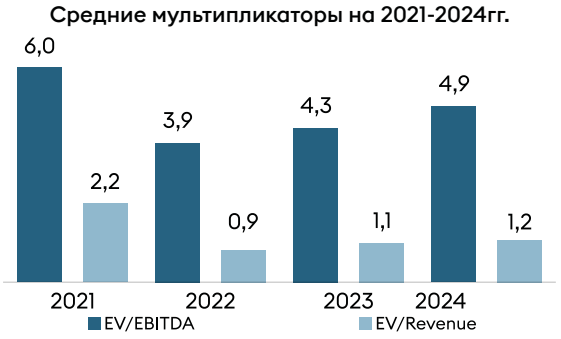
Негативный эффект на средние мультипликаторы к EBITDA постепенно нивелировался в 2023–2024 гг. за счет сокращения общего количества активов иностранных компаний.



5 Более подробно об этапах развития регулирования сделок-«выходов» можно прочитать в эксклюзивном интервью с представителем GR-фирмы Kesarev в части 4 исследования.

1.5. Средние оценки

После резкого падения в 2022 г. средние **мультипликаторы к EBITDA** по внутренним российским сделкам показывали стабильный рост (с 4,6x до 5,4x EV/EBITDA, соответственно). Эту тенденцию можно было наблюдать вплоть до середины 2024 г., то есть до момента резкого скачка ключевой ставки ЦБ РФ.



Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

Однако значения средних мультипликаторов все еще значительно ниже уровней 2021 г., когда сделки оценивались выше 6x EV / EBITDA. Схожую динамику демонстрирует и мультипликатор EV/Revenue[6].

Во втором полугодии 2024 г. (особенно в последнем квартале) давление на мультипликаторы существенно возросло на фоне высокой ключевой ставки, ограничивающей возможности привлечения заемного финансирования, а также стремления многих собственников активов завершить их продажу до конца года на фоне изменений в налоговом законодательстве, вступивших в силу с 1 января 2025 г.

Одним из факторов, способствующих поддержанию оценок в частных сделках M&A с участием российских игроков в период 2022–2024 гг., мог стать **рост индекса MOEX**, наблюдаемый с середины 2022 г. по май 2024 г.

Также положительная динамика мультипликаторов могла быть связана с сокращением количества сделок в сегменте **тяжелой промышленности**[7], где традиционно преобладают невысокие оценки.

В то же время в 2024 г. существенно (с 12% до 22%) выросла доля сделок в сегменте TMT, где, наоборот, применяются более высокие мультипликаторы.



Источник данных: сайт Московской Биржи

При этом оценки компаний **финансового сектора** в 2024 г. **практически не изменились:** средний мультипликатор P/B по сделкам, связанным с покупкой как классических банков, так и страховых, микрофинансовых, лизинговых и прочих финансовых организаций, остался на уровне 0,9x.



Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

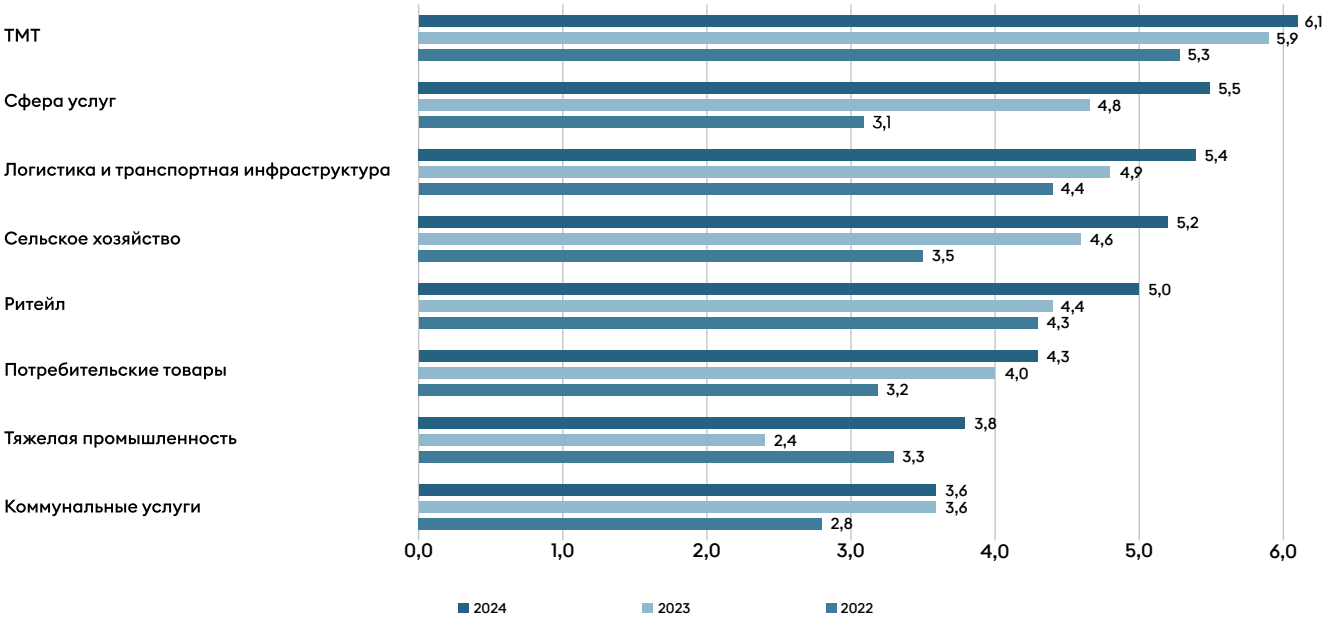
При этом средний мультипликатор P/E лишь незначительно превысил 7,0x. По сравнению с уровнем 2022 г. прирост составил около 60%.

6 По общему правилу, в ценообразовании большинства сделок используется мультипликатор EV/EBITDA. EV/Revenue или EV/Sales выполняет, скорее, справочную функцию. В отдельных случаях (например, в отсутствие положительной EBITDA) инвесторы могут использовать мультипликатор EV/Revenue.

7 Доля таких сделок в 2024 г. снизилась с 12% до 7% в сравнении с 2023 г.

Как видно на графике ниже, в основных сегментах российского рынка M&A в 2024 г. наблюдался рост мультипликаторов в среднегодовом выражении в сравнении с уровнем 2023 г. При этом, ужесточение монетарной политикиво втором полугодии 2024 г. негативно повлияло на данный тренд. Наибольший рост оценок был отмечен в секторе **тяжелой промышленности** за счет двукратного снижения числа сделок по продаже активов иностранных игроков.

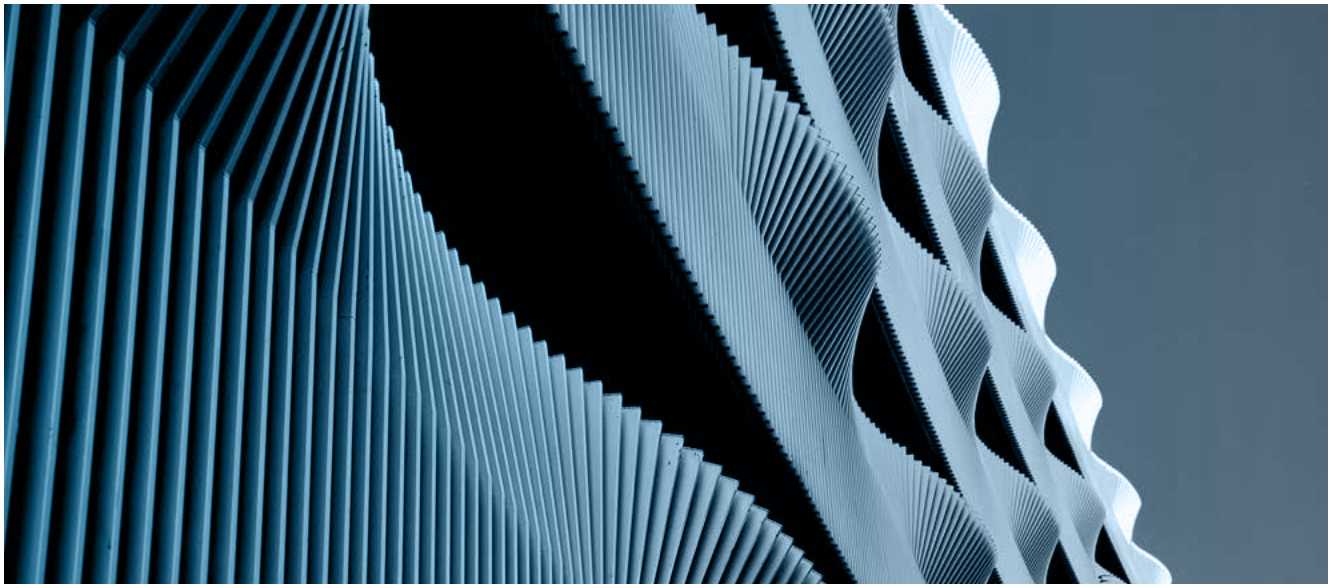
Средний мультипликатор EV/LTM EBITDA в 2022-2024 гг.



Источник данных: Advance Capital
Автор графика: Алексей Лукьянов

Лидерство по среднему уровню мультипликаторов в течение периода 2022–2024 гг. сохраняет сектор **TMT**. Также мультипликаторы выше 5x к EBITDA в 2024 г. наблюдались в **сфере услуг, логистики, сельского хозяйства и ритейла.** Эти же индустрии оценивались по мультипликаторам выше среднего уровня и в 2023 г.

> «Несмотря на общее неблагоприятное изменение макроэкономической ситуации в 2024 г., российский рынок M&A показал устойчивость как по количеству и объему закрытых сделок, так и по уровню средних мультипликаторов»



02 Ключевые события, изменившие M&A-ландшафт

Авторы текста: Юлия Загорнова, Анастасия Нерчинская, Татьяна Невеева, Валериан Мамагеишвили



- За период 2022–2024 гг. в ряде отраслей рынка (включая информационные технологии, ритейл, фармацевтику, сельское хозяйство, финансовые институты, коммерческую недвижимость) произошла консолидация.
- К концу 2024 г. в структуре рынка существенно снизилась доля иностранных собственников, которых заместили российские игроки.
- В указанный период структуры владения и управления бизнесами стали более сложными и закрытыми.
- В сделках M&A чаще стали участвовать публичные компании и организации с государственным участием.
- В IП 2025 г. сохраняющаяся неопределенность геополитического и макроэкономического треков существенно сдерживает M&A-активность.

В дополнение к обзорному анализу рынка M&A, приведенному в подразделе 1.1, мы в тезисном формате отметили основные вехи и ключевые события периода 2022–2024 гг., ставшие **драйверами трансформации рынка M&A и бизнес-среды в целом**.

Ключевые события и изменения регуляторной среды

2022 год

- Резкое сокращение внешних инвестиций, блокировка доступа к зарубежным рынкам капитала, приостановка торгов российскими ценными бумагами на западных площадках, начало роста стоимости долгового финансирования на локальном рынке.
- Приостановка или замедление деятельности ряда бизнесов, принадлежащих нерезидентам.
- Начало тренда на массовые сделки-«выходы» до введения специального регулирования этого сегмента рынка (сделки совершаются быстро и в максимально упрощенных форматах, на условиях «как есть»). Среди ключевых сделок-«выходов» 2022 г. - приобретение Avito, Petropavlovsk, Ball Corporation, Mercedes Benz, Renault и другие.
- Существенное снижение оценок в ряде отраслей (пик - март 2022 г.) в ответ на внешние события и замедление рынка в целом.
- Начало тренда на сделки MBO, включение в «пакеты выходов» условий опционов на возврат в российскую юрисдикцию.
- Принятие на фоне активной продажи нерезидентами крупных российских активов первого блока «ограничительного» регулирования сделок-«выходов»; формирование Подкомиссии, введение правила о продаже активов с 50% дисконтом.
- Начало тренда на активную локализацию рынка; доминирующий тип сделок – приобретение стратегическими покупателями полного контроля над активами.
- Развитие более узкого тренда на консолидацию отраслей; крупные игроки чаще приобретают конкурирующие бизнесы или активы в том же сегменте с целью увеличения доли рынка.

- Начало тренда на реструктуризацию бизнесов – от «смены вывески» без реальной продажи активов до полного обособления российского и международного контуров владения активами.

- Единичные продажи российских бизнесов за рубежом под влиянием фактора санкционного давления.

- Начало тренда на непубличность сделок и отказа от анонсирования реальных оценок продажи бизнесов, запрос на конфиденциальность владения.

- Тренд на усложнение структур владения бизнесами (дробление, деконсолидация) в связи с усиливающимся санкционным давлением. Рост числа ЗПИФов в структурах владения активами.

- Снижение средних мультипликаторов оценки по итогам года на фоне массовых сделок-«выходов».

- Активизация тренда на редомициляции холдинговых компаний в российскую юрисдикцию.

- Некоторое восстановление рынка за счет ряда крупных сделок, включая покупку банка «Открытие» банком ВТБ (более 5 млрд долл.), приобретение сервиса Avito группой Kismet (2,4 млрд долл.), покупку банка «СМП» Промсвязьбанком (672 млн долл.), приобретение компанией Sminex девелопера «Интеко» (600 млн долл.), покупку группой компаний «Арнест» российских активов американского производителя алюминиевой тары Ball Corporation (530 млн долл.).

2023 год

- Ужесточение регулирования сделок-«выходов»: введение требований о выполнении КПЭ; установление взноса в бюджет и ограничений на вывод дивидендов; возможность приостановления сделки на неопределенный срок до получения согласования профильных органов; введение института временного управления имуществом; повышение обязательного взноса до 15%; ограничение сроков реализации опционов; тренд на «блокирование» сделок MBO и колл-опционов на возврат; более тщательная оценка профиля покупателя.

- Постепенное снижение доли сделок-«выходов» и глубокая локализация рынка. Среди ключевых «выходов» 2023 г. – приобретение «Вымпелком», Mondi, Henkel, IKEA, Continental, Bosch и другие.

- Резкое сокращение числа сделок формата MBO.

- Продолжающееся давление на мультипликаторы на фоне сохранения существенной доли сделок-«выходов». Продолжение тренда на снижение оценок по российским активам по сравнению с «докризисным» уровнем в ряде отраслей, с медленным их восстановлением в некоторых других отраслях (например, в ритейле). Неготовность игроков раскрывать реальные процессы ценообразования по непубличным сделкам.

- Начало тренда на покупку российскими игроками иностранных бизнесов в дружественных юрисдикциях (включая покупку ПАО «Татнефть» 100% акций в топливной компании Aytemiz Akaryakit (Турция) за 336 млн долл., приобретение ПАО «Лукойл» 50% в ТОО Kalamkas-Khazar Operating (Казахстан) за 200 млн долл., приобретение компанией Технониколь активов СВУДС Экспорт (Беларусь) у литовской VMG Group).

- Продолжение относительно стабильного низкого тренда «выходов» российских игроков из зарубежных активов в недружественных юрисдикциях.

- Передача ряда активов во временное управление государству (активы Danone, Carlsberg).

- Усиление тренда на редомициляцию бизнесов. Введение процедуры обязательной редомициляции для ряда компаний, признаваемых «экономически значимыми организациями».

- Усиление роли государства и крупных корпораций в M&A-процессах.

- Продолжение трендов локализации и консолидации рынка.

2024 год

- Ужесточение регулирования сделок-«выходов»: увеличение дисконта с 50% до 60%, обязательного взноса – с 15% до 35%, получение специального одобрения Президента РФ для сделок свыше 50 млрд руб.

- Резкое сокращение доли сделок-«выходов». Исчерпание тренда «выходов» иностранных владельцев из российских активов на фоне ужесточения регулирования подобного рода сделок. Как следствие – практически полная локализация рынка.

- Продолжение тренда на консолидацию отраслей и увеличение доли рынка крупными игроками.

- Ужесточение монетарной политики, повышение ключевой ставки Банка России до исторического максимума (21%).

- Сложности с привлечением долгового финансирования на фоне высокой ключевой ставки. Переход к гибридным форматам финансирования сделок в зависимости от наличия доступа к рынкам капитала.

- Формирование рынка проблемных (перекредитованных) активов и смещение на него фокуса внимания финансовых и стратегических игроков. Начало тренда на продажу бизнесов в связи с невозможностью обслуживания текущей долговой нагрузки.

- Усиление разногласий сторон по вопросам оценки: нежелание продавцов продавать активы по текущим мультипликаторам оценки, против нежелания покупателей учитывать в оценке потенциальное улучшение рыночной конъюнктуры из-за неопределенности масштаба и сроков такого улучшения.

- Приостановка сделок, рост числа частых переносов переговоров по сделкам на неопределенный срок в отсутствие срочных / личных мотивов продажи.

- Увеличение разрыва между величинами средних мультипликаторов по российским сделкам и сделкам-«выходам».

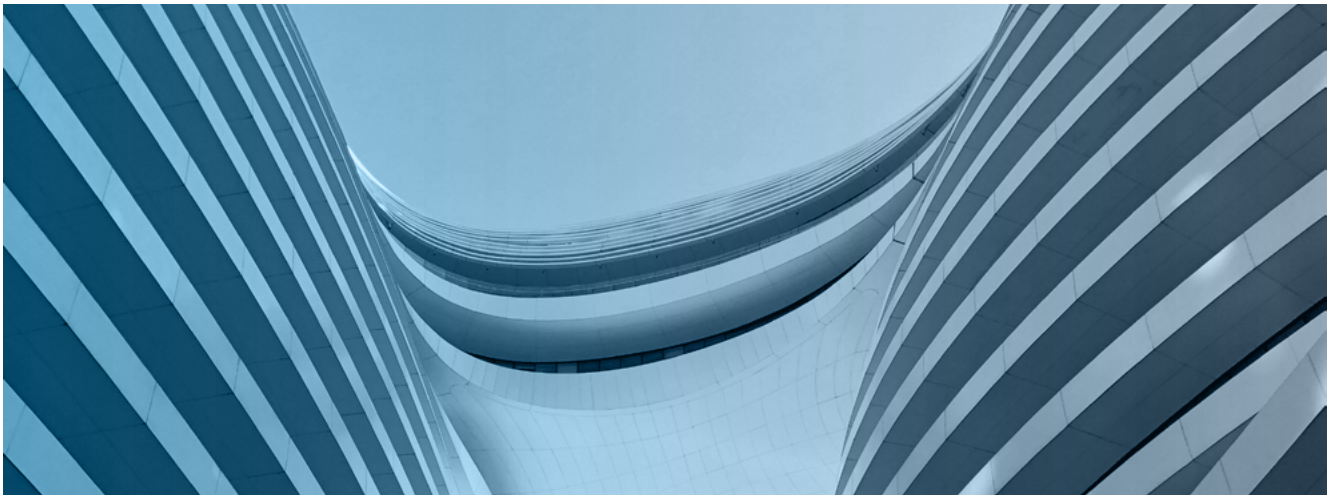
- Проведение налоговой реформы, введение прогрессивной шкалы налогообложения, изменение правил налогообложения ряда операций, связанных с продажей бизнесов. Как следствие – активизация продаж бизнесов физическими лицами.

- Совершение первых сделок по перепродаже активов, приобретенных у иностранных владельцев (в частности, покупка Совкомбанком банка «Хоум Кредит энд Финанс», приобретение «Севергрупп» шинного завода «Кордиант», покупка холдингом «Свеза» ЦБК «Кама»).

- Тренд на более тщательный отбор и проверку активов со стороны всех поставщиков капитала, усложнение структур сделок с фокусом на equity-финансирование и более частое использование опционов, увеличение числа рассрочек платежей, более частое использование механики earn-out в целях сближения позиций сторон по оценке.

- Продолжение тренда на редомициляцию и реструктуризацию структур владения активами. Усиление тренда на конфиденциальность сведений о собственниках активов.

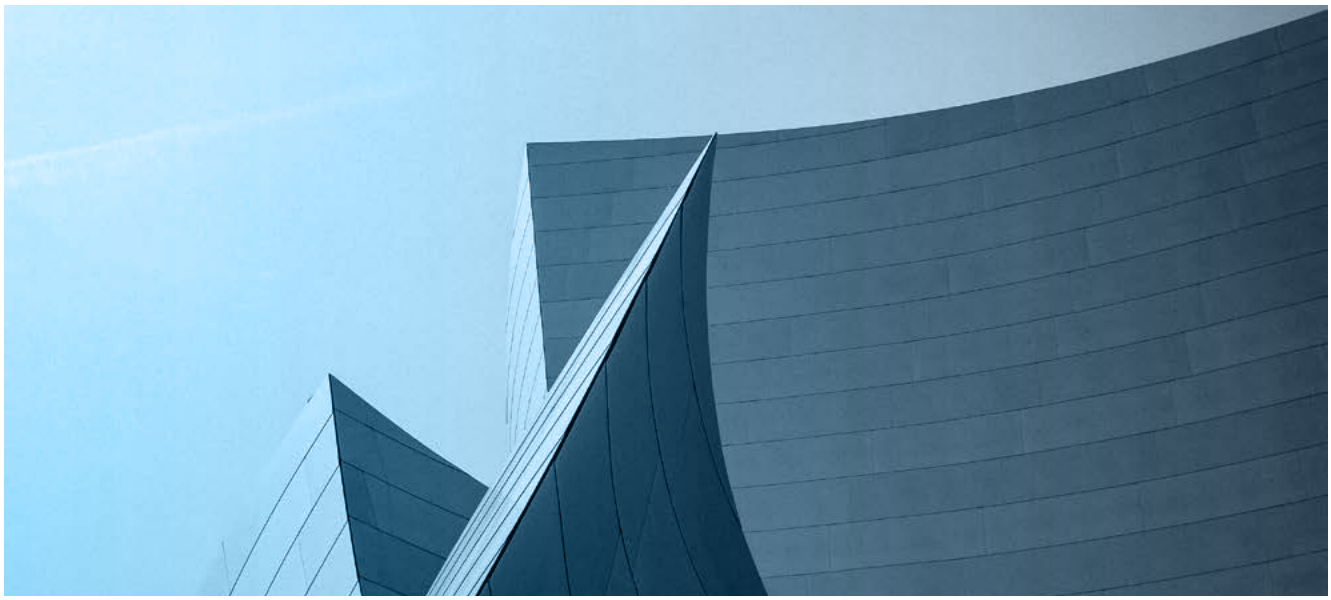
- Активизация внешнеполитического переговорного трека с повесткой, включающей, среди прочего, вопросы смягчения санкционного давления.



1П 2025 года

- Жесткая тарифная политика США («торговые войны» с Китаем и другими странами), увеличение импортных пошлин, риски дестабилизации цен на нефть и усиление неопределенности в глобальной экономике.
- Сохранение ключевой ставки на уровне 21% вплоть до начала июня и ее снижение до 20% с 9 июня 2025 г., общее продолжение курса монетарной политики, направленного на сдерживание инфляции и «охлаждение» экономики.
- Снижение кредитной активности бизнесов, включая потенциальных покупателей активов.
- Усиление тренда на гибридные модели финансирования сделок.
- Ужесточение регулирования сделок-«выходов» – сокращение срока валидности отчета об оценке активов, приобретаемых у иностранных владельцев.
- Продолжение роста интереса инвесторов к сегменту проблемных активов.
- Усиление требований инвесторов к качеству активов – от способности генерировать поток и обслуживать долг до сокращения сроков окупаемости инвестиций.
- Усиление тренда на усложнение структур и механик сделок: использование инструментов, позволяющих перенести в будущее платежи, передачу титула хотя бы на часть бизнеса и риски (в том числе использование таких инструментов как механики earn-out, «рамочные» и опционные конструкции, уменьшение покупной цены по формуле, рассрочка платежа).
- Проработка регулирования опций «возвратов» на российский рынок иностранных инвесторов, покинувших его в период 2022-2024 гг.

«За период 2022–2024 гг. отраслевая структура рынка существенно изменилась. Завершилась его трансформация в связи с сокращением доли активов, принадлежащих иностранным владельцам, и замещением зарубежных инвестиций капиталом локальных игроков. При этом ряд отраслей (в частности, TMT, транспорт, ритейл), несмотря на жесткие санкционные ограничения и регуляторные барьеры, продемонстрировали в этот период особую активность, став локомотивами рынка».



03 Ожидания по M&A-активности и динамике мультипликаторов в 2025 г.

Авторы текста: Юлия Загорнова, Анастасия Нерчинская



- Большинство IB и M&A-консультантов и около трети индустриальных игроков не ожидают роста M&A-активности в 2025 г.
- Мнения игроков, особенно представителей индустрий, в отношении динамики рынка очень поляризованы.
- Собственники с диверсифицированными портфелями придерживаются более оптимистичных взглядов на активность рынка.
- Многие игроки в 2025 г. займут выжидательную позицию и приостановят M&A-активность до улучшения макроэкономической ситуации.
- Прогнозы динамики мультипликаторов очень разнонаправлены, но большинство игроков не ожидает их роста в 2025 г.
- Ключевые факторы сдержанной динамики мультипликаторов – жесткая монетарная политика и высокий уровень санкционного давления.
- Основные предпосылки к росту рынка – интерес игроков к сегменту проблемных активов и продолжение тренда на консолидацию.

К началу 2025 г. российский рынок M&A находился под влиянием следующих макроэкономических и конъюнктурных факторов.

С октября 2024 г. действовала рекордно высокая ключевая ставка (21% до начала июня 2025 г., снижена до 20% с 9 июня 2025 г.), что привело к существенному удорожанию заемного финансирования и усилению дефицита ликвидности. Доля сделок-«выходов» при этом резко уменьшилась в связи с сокращением банка доступных для продажи активов, а также ужесточением регуляторных требований. У крупных локальных игроков сохранился интерес к консолидации активов в отдельных отраслях, при смещении фокуса в сегмент перспективных, но закредитованных активов.

Исходя из этих предпосылок, многие игроки в 2025 г. ожидают продолжения давления на мультипликаторы оценки и сокращения общего количества сделок продажи бизнесов.

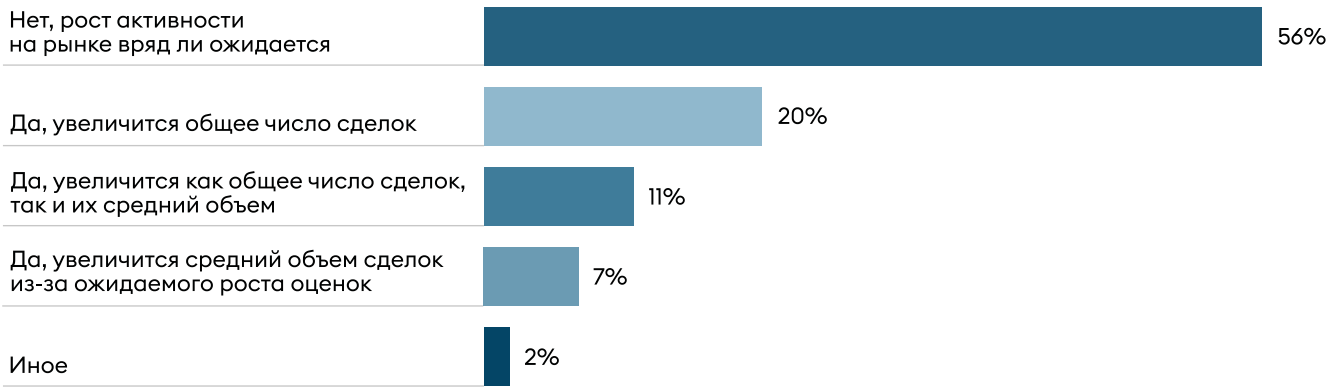
В рамках данного исследования мы проанализировали драйверы динамики рынка M&A и мультипликаторов оценки в 2025 г., а также предпосылки восстановления инвестиционной активности.

3.1 Ожидания по M&A-активности в 2025 г.

#Результаты_опросов

В ходе данного исследования мы попросили представителей IB, финансового и M&A-консалтинга, а также участников бизнес-команд из разных отраслей (ИТ, медиа, ритейл, машиностроение, легкая и тяжелая промышленность, металлургия, финансовые услуги и ряд других) поделиться мнением о возможном росте M&A-активности в 2025 г. Итоги обоих опросов приведены на графиках далее.

Будет ли рынок M&A активен в 2025 г.?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-игроков

Ожидаете ли Вы роста M&A-активности в 2025 г. в индустрии Вашей деятельности?



По данным Опроса индустриальных игроков

Большинство (**56%**) респондентов Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов[8] **с осторожностью** оценивают перспективы рынка M&A в 2025 г. По их мнению, в текущем году **вряд ли ожидается рост M&A-активности. 38%** респондентов данного опроса настроены более **оптимистично.**

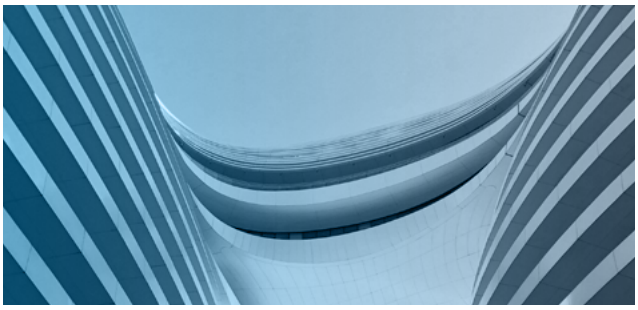
Результаты Опросов индустриальных игроков[9] оказались **более разнонаправленными и поляризованными,** чем итоги опроса представителей сферы IB и финансовых консультантов.

Относительное большинство (**36%**) респондентов Опроса индустриальных игроков **выразили пессимистичные ожидания в отношении M&A-активности в 2025 г.** Так ответило большинство опрошенных игроков из секторов металлургии, машиностроения, тяжелой промышленности, инфраструктурного подсектора TMT.

33% респондентов этого опроса предположили, что M&A-активность в индустриях их деятельности в 2025 г. **не претерпит каких-либо изменений и сохранится на текущем уровне.** Участники этих сегментов рынка, скорее, займут **выжидательную позицию.** Так ответили представители секторов легкой и тяжелой промышленности, FMCG и ритейла, сферы финансовых услуг, машиностроения, металлургии и других и даже несколько игроков из сферы ИТ.

Однако **30%** респондентов опроса (преимущественно представители индустрии TMT, банковского сектора и финансовых услуг и ритейла) ответили, что **в 2025 г. ожидают роста M&A-активности в соответствующих индустриях.**

> «38% респондентов-представителей сферы IB, финансового и M&A консалтинга оптимистично смотрят на перспективы рынка M&A в 2025 г.»



8 Все опросы в ходе данного исследования были завершены к середине февраля 2025 г. и могут не учитывать последующие изменения макроэкономической ситуации.

9 Используя здесь и далее по тексту ссылки на итоги Опроса индустриальных игроков, мы понимаем, что его результаты основаны на ответах 33 респондентов из различных секторов рынка и могут не отражать состояние соответствующей индустрии в целом. В данном исследовании мы приводим итоги этого опроса исключительно в качестве примеров, иллюстрирующих мнение представителей соответствующих сегментов рынка.

«Около трети индустриальных игроков ожидает улучшения ситуации на рынке M&A в 2025 г.»

В связи с относительно небольшим размером целевой группы (33 респондента) Опроса индустриальных игроков нам не удалось выявить абсолютной корреляции между прогнозами относительно активности рынка и конкретным сектором или индустрией. Тем не менее, итоги опроса показывают **высокую поляризацию мнений** даже среди респондентов, оперирующих в одной индустрии или в одном секторе рынка. Например, среди 6 игроков подсектора ИТ, представляющих различные направления (программное обеспечение, облачные технологии, искусственный интеллект), двое ответили, что ожидают спада M&A-активности, еще двое – что ожидают роста активности, остальные – что ситуация не изменится.

Интересно отметить, что относительное большинство игроков, которые в период 2022-2024 гг. приобретали бизнесы в различных секторах и диверсифицировали портфели активов[10], **допустили возможность оживления M&A-активности в 2025 г.** При этом, как показали итоги опросов, почти все респонденты из указанной категории ответили, что **не ожидают роста мультипликатора** EV/EBITDA в 2025 г.

В ходе исследования мы также попросили индустриальных игроков отметить три ключевых фактора, которые, по их мнению, в наибольшей степени повлияют на динамику рынка в 2025 г. Итоги опроса приведены на графике ниже.

Топ-3 факторов влияния на динамику приобретений активов в 2025 г.



По данным Опроса индустриальных игроков

#Мнение_экспертов

В ходе коротких интервью ряд экспертов выразили схожие ожидания в отношении активности рынка в 2025 г. и отметили тенденцию к замедлению динамики в ряде секторов.



СОВКОМБАНК

Александр Венгранович

Управляющий директор - начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк»

Рынок **остается поляризованным:** динамика возможна в сегментах, зависящих от государственной поддержки (импортозамещение, инфраструктура). Выжидательная позиция сохранится в отраслях с высокой волатильностью (например, ритейл, где покупатели ждут коррекции цен).

Представители строительной отрасли также отметили, что в 2025 г. девелоперы, скорее всего, займут выжидательную позицию и временно приостановят M&A-активность.



10 33% респондентов, 11 из 33 респондентов Опроса индустриальных игроков.

#Мнение_экспертов



синара девелопмент

Марина Гнилоквас

Руководитель Департамента правового сопровождения инвестиционной деятельности ООО «Специализированный застройщик «Синара-Девелопмент»

В сравнении с 2022 г., когда у большинства застройщиков наблюдалось значительное увеличение объема продаж за счет покупателей, которые в условиях неизвестности активно скупали объекты недвижимости, вторая половина 2024 г. запомнилась отменой льготных программ, ростом ставок, и, как следствие, спадом спроса. Существенное удорожание кредитных денег отразилось и на замедлении рынка купли-продажи земельных участков.

В таких условиях развитие сферы M&A и увеличение сделок вряд ли возможно. Девелоперы **скорее находятся в выжидательной позиции**. Те сделки, которые были запланированы скорее всего будут завершены, хотя не исключен их перенос до более стабильных времен.



Аверта Групп

Алексей Шаров

Управляющий партнер «Аверта Групп»

В базовом сценарии, мы предполагаем, что не стоит ожидать ни резкого роста, ни резкого падения M&A-рынка (по количеству и объему сделок) в силу ряда причин: доступ к финансированию, рост кредитной нагрузки, продолжительность жесткой денежно-кредитной политики, геополитические причины и т.д. Но структурно **рынок будет ассиметричен по времени деловой активности** относительно 2024 г. – рост количества сделок придется на 2П 2025 г. (ожидаемое смягчение денежно-кредитной политики, исторически более активная M&A-деятельность во второй половине года, сезонность многих бизнесов).

В топе по количеству сделок будут TMT, недвижимость, FMCG и ритейл, Лидерами по объему сделок будут TMT, недвижимость, горнодобывающая промышленность.



A101

Анатолий Клинков

Директор по взаимодействию с инвесторами, A101

С одной стороны, все придерживают новые проекты, поскольку рынок довольно сложный. С другой стороны, у некоторых игроков возникает желание продать ряд проектов, чтобы снизить кредитную нагрузку. Но тут рынок полностью на стороне покупателя – деньги очень дорогие.

«Таким образом, общий вектор ожиданий по рынку 2025 г. можно охарактеризовать как сдержанный, но при этом относительно оптимистичный»

3.2 Прогнозы по динамике мультипликаторов оценки в 2025 г.

Многие игроки рынка в 2024 г. вплоть до осени[11] ожидали восстановления мультипликаторов до уровня, близкого к показателям 2020-2021 гг. Однако с ужесточением кредитно-денежной политики Банка России **давление на оценки возобновилось и усилилось.** В ходе данного исследования мы проанализировали факторы, влияющие на динамику мультипликаторов оценки и возможные траектории ее развития в 2025 г.

3.2.1 Прогнозы динамики мультипликаторов

#Результаты_опросов

Как в 2025 г. изменится среднеотраслевой мультипликатор EV/EBITDA по сделкам M&A?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Мы попросили представителей IB, финансовых и M&A-консультантов, а также индустриальных игроков, поделиться мнением об ожидаемой **динамике среднеотраслевого мультипликатора EV/EBITDA[12] в 2025 г.** как по рынку в целом, так и в различных отраслях. Результаты опросов приведены на графике.

Мнения респондентов Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов относительно ожидаемой динамики среднеотраслевого мультипликатора EV/EBITDA в 2025 г. **существенно разделились: 44%** респондентов опроса в 2025 г. ожидает **роста мультипликатора** к EBITDA.

В то же время, по мнению большинства (**56%**[13]) опрошенных мультипликатор EV/EBITDA не покажет положительной динамики в 2025 г.

11 25 октября 2024 г. Совет директоров Банка России принял решение повысить ключевую ставку на 200 б.п., до 21% годовых.

12 EV/EBITDA является основным и наиболее универсальным мультипликатором стоимости бизнеса, используемым в переговорах по сделкам в большинстве отраслей. Стороны сделок могут дополнительно использовать специфические мультипликаторы, применимые к конкретным индустриям. Однако, показатель EV/EBITDA используется в основной массе сделок, поэтому в рамках данного исследования мы ориентировались именно на его динамику. Под «среднеотраслевым» мультипликатором для целей данного исследования понимается средневзвешенный мультипликатор с учетом сделок-«выходов», а также сделок с российскими компаниями.

13 Что примерно соответствует доле респондентов, которые не ожидают роста активности на российском рынке M&A в 2025 г. (см. график в начале раздела 3.1 исследования).

Какой динамики оценок Вы ожидаете в индустрии Вашей сферы деятельности?



По данным Опроса индустриальных игроков

Результаты Опросов индустриальных игроков показывают более пессимистичные настроения в отношении динамики оценок в 2025 г. **63%** респондентов из различных индустрий не ожидает роста мультипликатора EV/EBITDA в 2025 г. Большинство респондентов данного опроса, выразивших ожидания отрицательной динамики мультипликатора, оперирует в металлургической отрасли.

При этом большее число респондентов, допускающих возможность роста мультипликатора в 2025 г., относятся к сфере финансовых рынков.

Большинство представителей диверсифицированных бизнесов, инвестирующих в активы из разных отраслей, предполагает, что мультипликатор в 2025 г. останется на том же уровне или продолжит снижение.

Как показывают результаты опросов, текущий рынок M&A находится в состоянии **высокой степени неопределенности и поляризованности, его динамику сложно прогнозировать даже на относительно коротком горизонте.**

#Мнение_экспертов

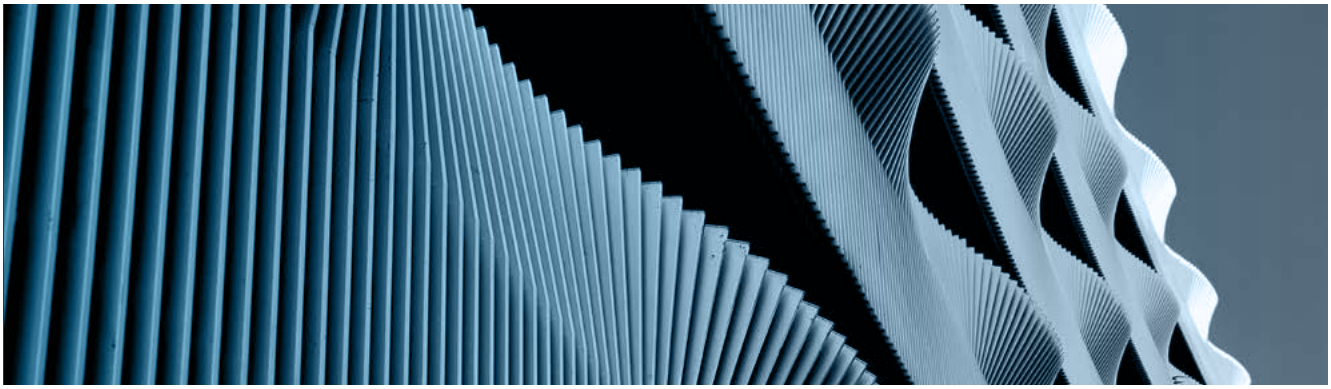


Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

Окончательно делать выводы относительно вектора движения мультипликатора оценки в начале 2025 г. **преждевременно**. С одной стороны, снижение ключевой ставки может все же **«подтолкнуть» мультипликаторы вверх**. Однако, с другой стороны, бизнесы, которые уже попали в «ловушку» высоких кредитных ставок и в данный момент испытывают финансовые трудности, не смогут быстро почувствовать эффект снижения ключевой ставки и будут вынуждены продаваться **по более низкой оценке.** В свою очередь, игроки, имеющие в этот момент возможность приобрести бизнес дешевле, будут максимально использовать эту возможность.

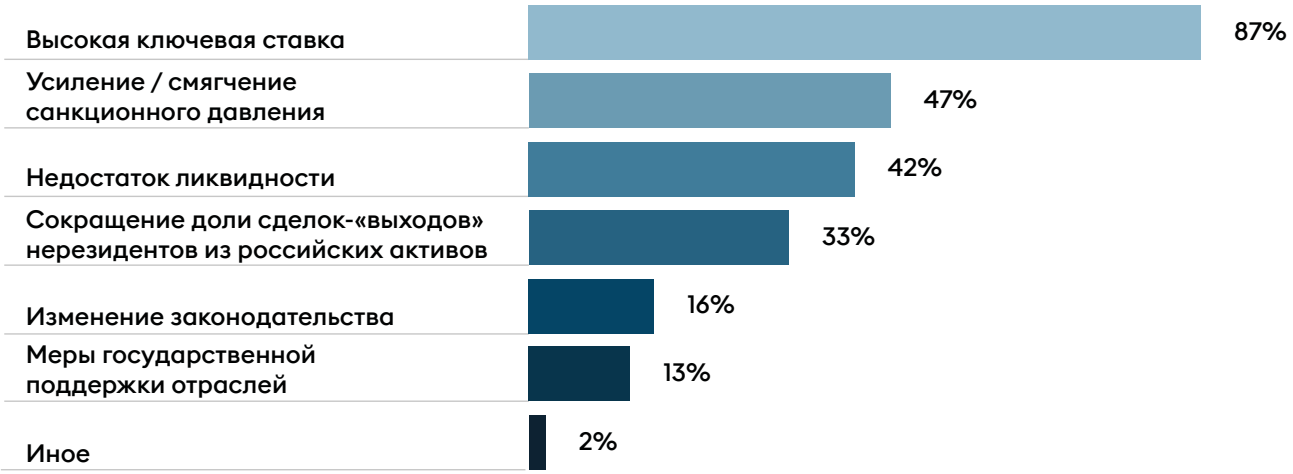


3.2.2 Ключевые факторы влияния на динамику мультипликаторов в 2025 г.

#Результаты_опросов

Мы попросили представителей IB и M&A-консалтинга отметить ключевые факторы, которые в 2025 г. могут оказать **наибольшее влияние на динамику мультипликаторов** к EBITDA. Ответы респондентов приведены на графике ниже.

Какие факторы могут оказать наибольшее влияние на оценки на рынке M&A в 2025 г.?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Абсолютное большинство (**87%**) респондентов опроса связывает сдержанные прогнозы динамики мультипликаторов в 2025 г. **с высокой ключевой ставкой, дефицитом ликвидности и высоким уровнем санкционного давления.** В октябре 2024 г. Банк России **повысил ключевую ставку до исторического максимума (21%)**[14]. Это привело к существенному удорожанию корпоративных кредитов.

По разным данным стоимость кредита на сделку M&A в текущих условиях может достигать **24-27%**, а **объемы кредитов** в среднем сократились до **3x EBITDA** приобретаемого актива[15].

Резкое удорожание финансирования сделок M&A привело к возобновлению давления на мультипликаторы и усилению наметившейся в 2023 г. проблемы недостатка ликвидности.



14 По состоянию на 09.06.2025 г. ключевая ставка Банка России установлена на уровне (20%).

15 При этом с учетом введения в 2021 г. правила о повышении требований к размеру расчетных резервов по выдаваемым M&A-кредитам и отнесения их к III категории качества, банки стали более строго оценивать кредитный профиль потенциальных заемщиков.

#Мнение_экспертов



Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

Если еще в начале осени 2024 г. мы видели тенденцию к росту мультипликаторов на фоне снижения доли сделок с иностранными игроками и к перераспределению сделок в сторону покупок стратегическими инвесторами, то с увеличением размера ключевой ставки до 21% **давление на мультипликаторы снова усилилось**.

Многие респонденты (**47%**) опроса также считают, что вектор динамики мультипликаторов оценки в 2025 г. напрямую зависит от возможности смягчения (или наоборот, усиления) **санкционного давления**. Этот фактор существенно влияет на уровень **странового риска и перспективы роста** различных отраслей (особенно тех, что в большей степени пострадали от введения санкций – авиаперевозки, лесная промышленность, черная металлургия, автомобилестроение).



Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

Введенные санкционные ограничения оказали существенное влияние на оценку бизнесов в российском периметре. Это можно увидеть при сравнении мультипликаторов компаний-аналогов на российском и международных рынках, а также при сопоставлении средних значений мультипликаторов отдельных компаний до и после ужесточения санкционного давления. Смягчение режима санкций неизбежно **приведет к увеличению спроса на российские активы, притоку ликвидности и возврату мультипликаторов к среднеисторическим значениям**.

33% респондентов важным драйвером влияния на рост мультипликаторов считают **сокращение доли сделок-«выходов» иностранных владельцев из российских активов.** Этот фактор, по мнению экспертов рынка, также является одним из ключевых, но, скорее, носит более специфический и «вторичный» характер, нежели указанные выше базовые факторы.



Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

Сокращение доли выходов иностранцев из российских активов **окажет значительное влияние на оценки российских бизнесов.** Массовый выход иностранных инвесторов в предыдущие годы происходил со значительным дисконтом к справедливой рыночной стоимости активов ввиду установленных регуляторных требований и сжатых сроков. Это, в свою очередь, **привело к существенному снижению мультипликаторов.** При сокращении доли выходов иностранных инвесторов и улучшении макроэкономической ситуации можно ожидать **нормализацию оценок до уровня, близкого к историческим значениям.** Кроме того, если ранее сделки с иностранцами были, скорее, вынужденными для продавцов в силу геополитической ситуации, то в 2025 г. многие владельцы активов предпочитают дождаться улучшения макроэкономической ситуации вместо продажи актива по низкой оценке, что также вносит свой вклад в нормализацию значений мультипликаторов.

Таким образом, большинство провайдеров консультационных услуг по вопросам **продажи бизнесов** напрямую связывают факт снижения уровня мультипликаторов с **вектором монетарной политики** Банка России и **страновыми рисками**, возникшими в результате геополитической эскалации. «Поскольку оба эти фактора бизнес оценивает **как временные**, многие продавцы **предпочитают дождаться улучшения геополитической ситуации**, стабилизации макропоказателей (в первую очередь, снижения ключевой ставки) и восстановления уровня мультипликаторов оценки бизнеса» – комментирует итоги опроса **Константин Южаков, вице-президент, инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory.**

> «Игроки рынка едины во мнении, что к фундаментальным факторам влияния на динамику мультипликаторов оценки относятся кредитно-денежная политика регулятора, а также уровень санкционного давления. Остальные факторы, такие как сокращение доли сделок-«выходов» или меры государственной поддержки отдельных отраслей носят более специфический и локальный характер».

3.2.3 Когда ожидается улучшение ситуации?

Процесс восстановления мультипликаторов, очевидно, **займет длительное время.** По прогнозам экспертов рынка говорить о значимом восстановлении мультипликаторов (в первую очередь, EV/EBITDA) можно будет **не ранее окончания III кв. 2025 г.** Потому даже в случае реализации оптимистического сценария развития макроэкономической ситуации большинство игроков не ожидает, что в 2025 г. будет закрыто значительное число сделок.

Снижение ключевой ставки Банком России до 20% с 9 июня 2025 г., с одной стороны, может сигнализировать о потенциальном начале постепенного смягчения кредитно-денежной политики, что должно в перспективе придать положительный импульс рынку M&A. Однако, с другой стороны, нынешний уровень ставки все еще является «заградительно» высоким с точки зрения оценки инвесторами экономической эффективности большинства инвестиционных возможностей.

#Мнение_экспертов



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Поскольку в течение 2025 г. ситуация в отношении санкций и монетарной политики может развернуться на 180 градусов (причем не раз), с уверенностью можно сказать лишь, что возможный всплеск активности при улучшении конъюнктуры **вряд ли успеет конвертироваться в большое количество сделок, закрытых до конца 2025 г.**



СОВКОМБАНК

Александр Венгранович

Управляющий директор - начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк»

В 2025 г. успех M&A будет зависеть от способности сторон находить компромиссы в условиях неопределенности, а не от рыночного аппетита к рискам.

В то же время потенциальное у**лучшение геополитической обстановки и смягчение денежно-кредитной политики** могут быть значимыми факторами, влияющими на рост количества сделок в 2025 г.

Таким образом, по мнению большинства экспертов рынка, в 2025 г. в отношении динамики оценок сохранится высокая неопределенность. При этом их возможное восстановление не станет ключевым драйвером M&A-активности в 2025 г. и не приведет к высокой доле сделок продажи бизнесов по экономическим мотивам вплоть до начала-середины 2026 г.



04 Факторы, сдерживающие M&A-активность в 2025 г.

Авторы текста: Юлия Загорнова, Анастасия Нерчинская



- Со второй половины 2024 г. сложилась ситуация «расхождения в оценках» в среднем на уровне 3x-5x EBITDA.
- На фоне давления на оценку продавцы все чаще приостанавливают сделки как на начальных этапах, так и в фазе активных переговоров.
- Для целей оценки стали чаще применять LTM-базис и фактические финансово-операционные показатели. В 2025 г. этот тренд сохранится.
- При наличии сопоставимых по доходности инструментов с меньшим риском покупатели ужесточили требования к качеству активов.

Отсутствие оптимизма в отношении M&A-активности в 2025 г. сложно назвать неожиданным. Тренд на массовые сделки-«выходы» иностранных владельцев из российских активов, ставший ключевым фактором роста рынка в 2022-2023 гг., пошел на спад еще в начале 2024 г. Вместе с тем, со второй половины 2024 г. **усилилось влияние ряда негативных факторов**, ограничивающих возможность активного роста рынка M&A. Общие причины сдержанных прогнозов инвестиционной активности связаны, в первую очередь, с жесткими текущими макроэкономическими условиями и высоким уровнем геополитической напряженности. Главными факторами, отрицательно влияющими на динамику рынка M&A в 2025 г., являются **критически высокая стоимость заемного финансирования** и связанная с этим «классическая» ситуация **«расхождения сторон по оценкам»** (т.н. valuation gap), из-за чего стороны все чаще вынуждены приостанавливать сделки.

Продолжение **сокращения доли сделок-«выходов»** может стать важным фактором замедления рынка M&A в 2025 г., что отмечается многими экспертами.

#Мнение_экспертов



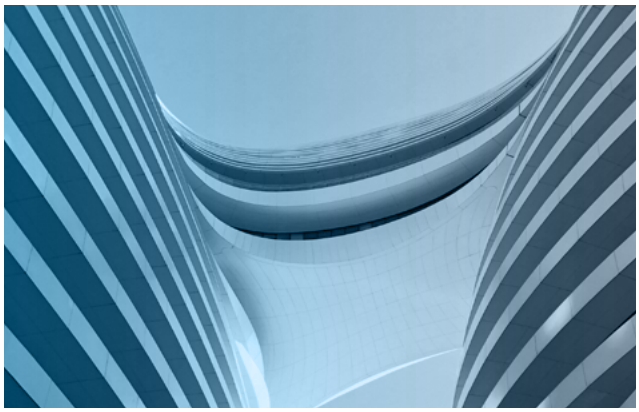
ADVANCE CAPITAL

Павел Терентьев

Head of Research Advance Capital

Большинство иностранцев, которые действительно хотели покинуть рынок, уже завершили продажу своих российский активов. На фоне введения новых регуляторных мер (повышения дисконта, взноса и необходимости согласования крупных проектов на самом высоком уровне), я бы не стал рассчитывать на то, что в 2025 г. мы услышим о большом числе по-настоящему громких сделок по уходу иностранных компаний с российского рынка.

> «В 2025 г. не ожидается большого числа сделок по выходу иностранных инвесторов из российских активов»





LEVEL Legal Services

Леонид Эрвиц

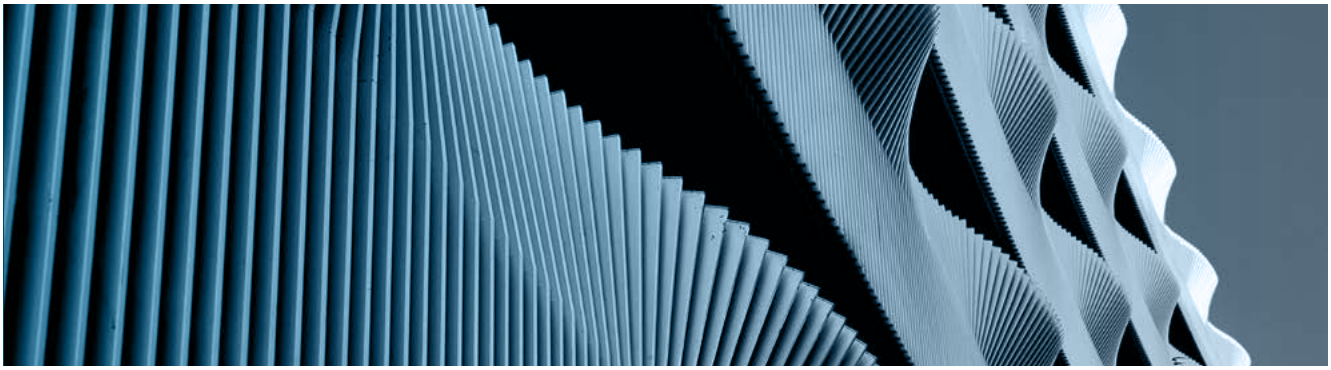
Управляющий партнер юридической фирмы LEVEL Legal Services, глава корпоративной практики

Уйти (нельзя) остаться: поток сделок-«выходов» иссяк

Выделяем 2 основных фактора, повлиявших на снижение количества сделок по «выходу» иностранных инвесторов из российских компаний в 2024 г.:

1. Многие иностранные инвесторы, которые стремились избавиться от своих российских активов, уже сделали это в той или иной форме еще до 2024 г. (экстренная продажа до введения ограничений на сделки с долями/акциями компаний с участием инвесторов из недружественных юрисдикций, продажа с учетом введенных ограничений на основании разрешения, выданного Правительственной комиссией или Президентом РФ, ликвидация или даже «забрасывание» компании). В РФ в основном остались самые стойкие инвесторы из недружественных юрисдикций, которые изначально не собирались уходить, не готовы делать это на нерыночных условиях, либо которым полностью свернуть свою деятельность на российском рынке безрисковым образом достаточно затруднительно. В последнем случае речь идет, прежде всего, об оставшихся в РФ «дочках» иностранных банков из недружественных юрисдикций, которые в текущих условиях работают, находясь между молотом и наковальней в лице иностранных и российских отраслевых регуляторов.
2. Осенью 2024 г. были ужесточены типовые условия для согласования сделок по выходу из российских активов инвесторов из недружественных юрисдикций. Был увеличен «налог на выход» (ожидаемая сумма взноса в бюджет в связи с совершением сделки) с 15% до 35% от рыночной стоимости актива. Также был увеличен минимальный ожидаемый дисконт покупной цены для таких сделок (с 50% до 60% от рыночной стоимости актива). Из-за этого подготовка некоторых сделок по выходу была остановлена.

Полагаем, что общий тренд на уменьшение количества сделок по выходу иностранных инвесторов из российских компаний сохранится и далее. Исключение составляют «внутригрупповые» сделки, в рамках которых российские бенефициары, которые не раскрывались как владельцы КИК, намерены исключить из структуры своего владения российскими активами промежуточные звенья – компании из недружественных юрисдикций. Согласование таких сделок, как правило, не требует возложения на стороны обязательства по уплате «налога на выход», в связи с чем последнее ужесточение регулирования в рассматриваемой сфере не привело к усложнению порядка согласования сделок такого типа.

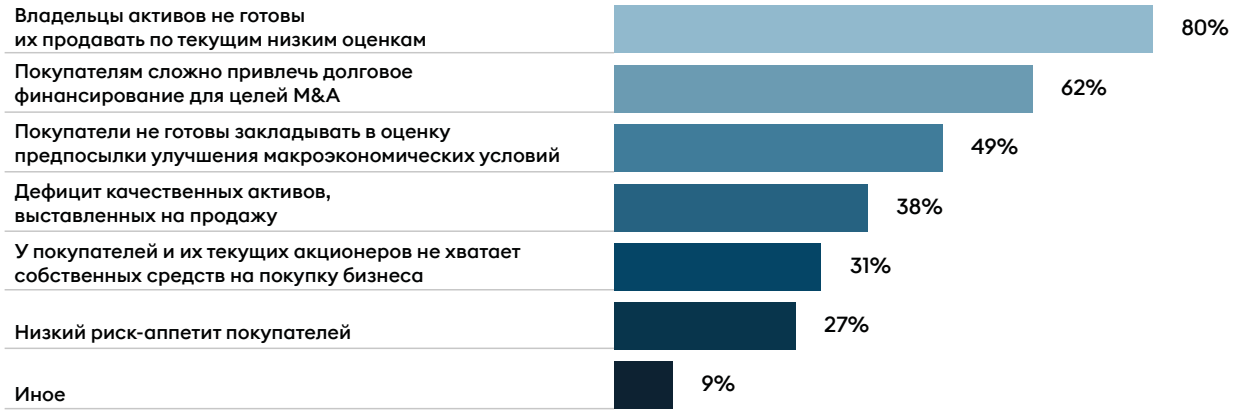


Однако на инвестиционную активность в 2025 г. будут влиять и другие, более фундаментальные факторы. В ходе данного исследования мы проанализировали основные причины сдержанных прогнозов M&A-активности в 2025 г.

#Результаты_опросов

В рамках исследования мы попросили представителей сферы IB, финансового и M&A-консалтинга поделиться мнением о том, с какими **сложностями участники рынка M&A могут столкнуться в 2025 г.** при инициировании сделок.

С какими сложностями участники сделок M&A могут столкнуться в 2025 г.?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Давление на стоимость бизнеса: продавцы не готовы отчуждать активы по низким оценкам

Как видно из опроса, абсолютное большинство (**80%**) представителей сферы IB, финансового и M&A-консалтинга считают **низкий уровень мультипликаторов оценки основной причиной** текущего замедления рынка M&A.

Как отмечают эксперты рынка, по состоянию **на начало 2025 г.** в большинстве отраслей мультипликаторы оценки бизнесов, применяемые в российских сделках, **снизились относительно показателей середины 2024 г.** Со второй половины 2024 г. ситуация «расхождения в оценках» фиксируется в среднем на уровне **3x-5x EBITDA**[16]. То есть «средний» покупатель не готов платить за актив запрашиваемую продавцом цену по мультипликатору 5x EBITDA и выше, а собственник – продавать бизнес по оценке 3x EBITDA, о чем просит покупатель.

> «С середины 2024 г. наиболее частая ситуация расхождения в оценках продавца и покупателя актива фиксируется на уровне 3x-5x EBITDA»

16 Более подробно об этом можно прочитать в эксклюзивном интервью Управляющего директора инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory в конце раздела 5 части 1 исследования.

#Мнение_экспертов

Средний мультипликатор, обсуждаемый сторонами на переговорах о приобретении бизнеса, сегодня во многих отраслях составляет порядка **3x EBITDA**. Для сравнения игроки приводят данные на начало 2024 г., когда наиболее часто обсуждаемый уровень мультипликатора составлял в среднем около **5x EBITDA**.

В такой ситуации для собственников активов **отсутствуют нормальные экономические мотивы продажи бизнеса**. На сделку продажи выходят по ряду иных причин (например, в качестве меры предупреждения банкротства), не связанных с возможностью получения экономической выгоды.



NOVUS CAPITAL

Сергей Орехов

Управляющий Партнер Novus Capital

При текущей ставке Банка России, WACC по проектам часто получается выше 26-27%. Учитывая, что часто более 50% оценки бизнеса лежит в постпрогнозном периоде, такой WACC редко приводит к оценке бизнеса выше 3x EBITDA. Собственников, которые готовы продать активы по таким оценкам, по нашему опыту, практически нет.



СОВКОМБАНК

Александр Венгранович

Управляющий директор - начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк»

В текущих условиях ключевые разногласия в сделках M&A сосредоточены вокруг ценообразования – разрыв в ожиданиях между покупателями и продавцами остается значительным. С одной стороны, продавцы часто ориентируются на докризисные мультипликаторы, с другой – покупатели учитывают повышенные риски (стоимость капитала, геополитика, волатильность сырьевых рынков и пр.).



A101

Анатолий Клинков

Директор по взаимодействию с инвесторами, A101

На сегодня самый ключевой вопрос – цена и сроки оплаты. Высокая ставка по бридж-кредитам сильно влияет на экономику проекта, что усложняет переговоры. Сделки разваливаются по причине того, что участники не могут согласовать цену и сроки оплаты (покупатели зачастую хотят отсрочку для сокращения своих издержек по привлечению финансирования).

В такой ситуации в отсутствие реальной перспективы банкротства владельцы активов предпочитают **занять выжидательную позицию, временно приостановив переговорный процесс или поиск приобретателя**. Покупатели, желающие приобрести конкретные активы «здесь и сейчас», вынуждены либо идти на компромисс по цене, соглашаясь на ее повышение, либо договариваться о такой структуре сделки, чтобы она состоялась в текущем моменте, но на условиях, **приемлемых для обеих** сторон (например, с применением механизма earn-out).

#Мнение_экспертов



Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

В текущих условиях остановка продавцами ряда сделок из-за невозможности договориться о цене не является редкостью. В отсутствие мотивов для срочной продажи бизнеса (например, семейных, личных), продавцы рассматривают возможность поставить процесс на паузу и вернуться к переговорам по сделке через 12-18 месяцев, планируя посвятить это время более тщательной предпродажной подготовке актива и повышению эффективности бизнеса.

«В 2025 г. доля M&A-сделок (вне зависимости от их общего числа, которое не ожидается большим), совершаемых по экономическим мотивам, будет сопоставима с долей сделок, совершенных по иным мотивам (например, личным, или связанным с отсутствием возможности самостоятельно развивать проблемный актив)»

Дефицит ликвидности у покупателей

62% респондентов опроса IB, финансовых и M&A-консультантов отметили, что в связи с высоким уровнем ключевой ставки Банка России, возможности потенциальных покупателей **привлечь банковское финансирование для приобретения бизнеса** сильно ограничены. При этом **31%** опрошенных полагает, что многим покупателям или их текущим акционерам **не хватает собственных свободных средств** для этих целей.

84% респондентов Опроса юридических M&A-команд также связывают замедление M&A-активности в 2025 г. с текущим вектором кредитно-денежной политики и вызванным ею дефицитом ликвидности. В частности, ведущие юридические консультанты отмечают, что сохранение ключевой ставки на высоком уровне в течение 2025 г. приведет к уменьшению числа сделок с привлечением заемного финансирования.

#Мнение_экспертов



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

При с**нижении ключевой ставки** можно ожидать **рост числа сделок и падение средней суммы** сделки из-за активного вовлечения мелких и средних игроков, которые получат доступ к долговому финансированию. При **сохранении или повышении ключевой ставки** ожидается удлинение сроков структурирования сделок, ужесточение требований к процедурам комплексной проверки бизнеса и, вероятно, **снижение количества сделок**.

Многие игроки рынка сходятся во мнении, что в 2025 г. ряд бизнесов **пересмотрит программы стратегического развития** за счет M&A с «кредитным плечом» в связи с ограниченным доступом к заемному капиталу. Такие сделки будут доступны крупным игрокам, у которых сохранился достаточный запас собственных средств.

#Мнение_экспертов

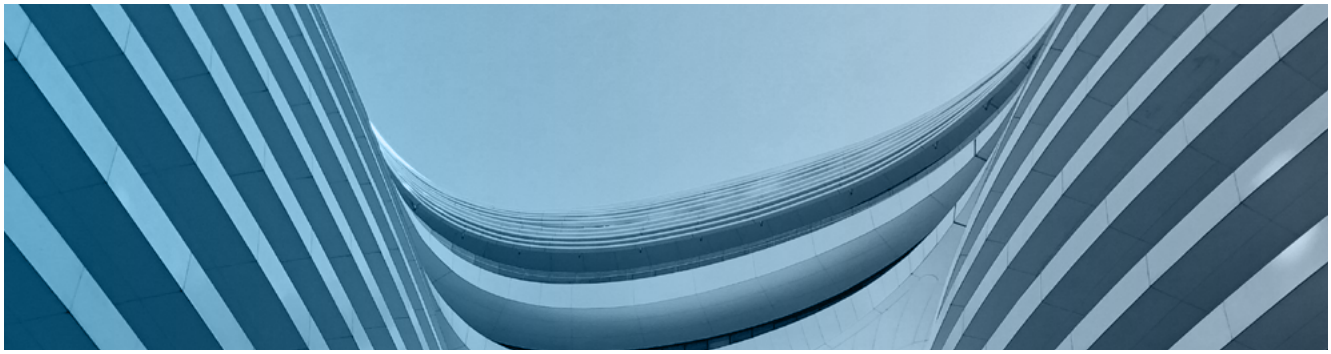


Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Фуад Алиев

Директор M&A-практики Группы компаний Б1

В условиях недостаточной ликвидности покупатели **трансформируют свои стратегии** в сторону более консервативного и селективного подхода. Компании существенно сокращают или откладывают реализацию инвестиционных программ, **особенно капиталоемких и высокорискованных.** Вместо этого фокус смещается на повышение операционной эффективности бизнеса, роста маржинальности и оптимизацию управления оборотным капиталом. Полностью останавливают неорганический рост те компании, которые сильно зависят от банковского финансирования. Более стабильные игроки в настоящее время могут рассматривать к приобретению активы с высоким уровнем закредитованности.



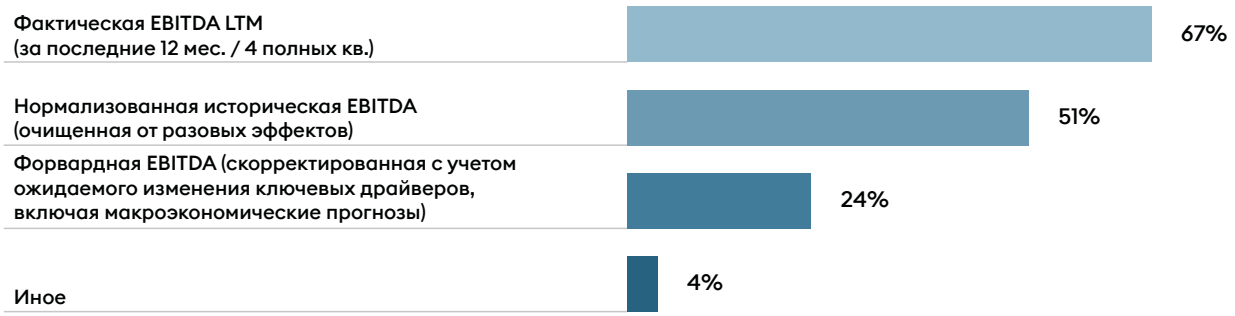
Неготовность покупателей закладывать в оценку оптимистические сценарии развития макроэкономики

49% покупателей бизнесов в условиях неопределенности стали чаще ориентироваться на **консервативные сценарии** динамики макропоказателей и финансово-операционных метрик активов при принятии инвестиционных решений и формировании финансовых моделей. Многие покупатели не готовы закладывать **отдаленные прогнозы улучшения макроэкономической ситуации** в предпосылки оценки приобретаемого бизнеса.

Консервативные настроения приобретателей подтверждают результаты еще одного опроса. Мы попросили представителей IB, финансового и M&A-консалтинга поделиться мнением о том, какой расчет показателя EBITDA стал более часто использоваться для целей оценки. Ответы респондентов отражены на графике ниже.

#Результаты_опросов

Какой показатель EBITDA Вы наиболее часто использовали для расчета мультипликатора в период 2022-2024 гг.?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Большинство опрошенных для целей расчета мультипликатора применяют метрику **фактической EBITDA на LTM-базисе**[17]. Участники сделок все чаще стали использовать **фактические операционно-финансовые показатели** (и, в первую очередь, метрику EBITDA), **максимально приближенные к дате оценки**. Форвардный показатель EBITDA в текущих условиях неопределенности стал использоваться реже.

#Мнение_экспертов



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Фактические результаты являются более надежным показателем деятельности компании, чем прогнозные значения (форвардные), достижение которых всегда связано с неопределенностью и субъективизмом предпосылок лица, делающего оценку. Чем выше неопределенность, тем больше покупателей будет стремиться основывать переговорную позицию на фактических показателях, а не на прогнозах будущего, что вполне естественно в условиях «турбулентности».

17 Т.е. за последние 12 месяцев, предшествующих дате расчета.

45% респондентов Опроса индустриальных игроков так же более часто используют показатель фактической EBITDA LTM.

Однако, число индустриальных бизнес-команд, использующих форвардные показатели EBITDA, оказалось несколько выше (**33%**), чем по данным опроса среди IB и M&A-консультантов.

Итоги обоих опросов отражают текущие **осторожные настроения и низкий риск-аппетит** покупателей бизнесов. Отчасти, приобретатели ориентируются на требования банков-кредиторов, со стороны которых планируют привлечь финансирование. При получении кредита покупателям намного сложнее обосновать заложенные в оценку оптимистичные прогнозные показатели, чем использовать фактические подтвержденные результаты.

Тренд на использование LTM-подхода к расчету основных финансово-операционных показателей сохранится на протяжении 2025 г., в том числе при оценке активов, для которых больше подходят форвардные показатели (активы с высокими темпами роста, цикличностью и т.п.).

> «В условиях высокой неопределенности инвесторы готовы платить только за подтвержденные результаты, а не за перспективы улучшения финансово-операционных показателей»

Дефицит качественных активов, доступных для приобретения

38% респондентов полагает, что к 2025 г. существенно сократилась доля активов, которые могли бы обеспечить покупателям приемлемую доходность в текущих условиях.

Ключевые критерии привлекательного актива – это рост выручки, стабильный положительный денежный поток, приемлемые сроки окупаемости, а также высокая конверсия из EBITDA в денежный поток. Вместе эти факторы обеспечивают финансовому инвестору требуемую доходность и апсайд для стратегического покупателя.

В условиях высокой ключевой ставки **требуемая доходность инвестора растет** (в текущих условиях доходность порядка 20% можно получить с минимальным риском, например, через инструменты фиксированной доходности). При этом возможность бизнеса расти и генерировать положительный денежный поток – **наоборот, снижается.**

В 2025 г. покупателям будет непросто найти актив, инвестиции в который по соотношению уровня риска и доходности были бы более привлекательными, чем размещение средств на депозитах или в ОФЗ[18].

По мнению ряда экспертов, часть сделок, несмотря на ниспадающий тренд, все еще совершается с привлечением долга **по модели LBO.** При такой структуре сделки важным качеством актива также является соответствие его **корпоративной структуры и финансовой отчетности требованиям кредитных организаций.** При этом, как считают многие игроки, на рынке осталось не так много активов, способных генерировать денежный поток, достаточный для проведения сделки LBO при текущей стоимости долга.

Низкий риск-аппетит покупателей

27% респондентов опроса полагает, что **общий низкий риск-аппетит покупателей в 2025 г.** будет существенно затруднять принятие инвестиционных решений. Особенно это характерно для финансовых инвесторов. К 2025 г. многие игроки все чаще рассматривают активы с **более короткими сроками окупаемости,** а также с **приемлемым уровнем риска.** Фокус ожиданий сместился с высокой доходности на достаточную ликвидность бизнеса и оптимальную нагрузку на операционные потоки.

> Все указанные выше факторы будут в различной степени сдерживать M&A-активность и затруднять принятие игроками инвестиционных решений вплоть до конца 2025 г.

18 Облигации федерального займа.

05 Предпосылки роста рынка M&A в 2025 г.

Авторы текста: Юлия Загорнова, Анастасия Нерчинская



- Многие игроки надеются на смягчение кредитно-денежной политики в течение 2025 г. и начало роста мультипликаторов.
- Сокращение доли сделок-«выходов» и все еще незначительный приток инвестиций из «дружественных» стран способствуют усилению тренда на локализацию рынка.
- В 2025 г. продолжится консолидация отраслей, в процессе которой активную роль будут играть стратегические покупатели.
- Увеличение доли закредитованных активов приведет к повышенному спросу на equity-инвестирование.
- Тренд на перепродажу активов, приобретенных у иностранных игроков, не станет существенным драйвером M&A-активности в 2025 г.

На фоне богатого на события и новости начала 2025 г. сегодня мы наблюдаем формирование целого ряда **предпосылок, которые могут оказать значимое влияние** на положительную динамику M&A-активности в текущем году.

Большинство участников рынка M&A едины во мнении, что ожидать высокой инвестиционной активности от первой половины 2025 г. не приходится. При этом на фоне снижения ключевой ставки Банком России в июне 2025 г. до 20% игроки рынка надеются на дальнейшее снижение ключевой ставки после прохождения пика инфляции в середине года.

Смягчение кредитно-денежной политики может стать ключевым драйвером оживления рынка M&A в 2025 г. в силу **снижения стоимости долгового капитала**. Это, в свою очередь, может оказать положительный эффект на **рост мультипликаторов** и сглаживание «расхождений в оценках». На фоне сокращения количества сделок-«выходов» продолжит развитие тренд на **локализацию рынка** и **консолидацию** его отраслей, т.к. несмотря на ряд позитивных шагов по укреплению торгово-экономических отношений с азиатскими странами и государствами БРИКС (особенно с Китаем и странами Юго-Восточной Азии), доля иностранных инвестиций в российскую экономику со стороны «дружественных» иностранных игроков все еще пока невысока. Эти процессы будут сопровождаться активным вовлечением в M&A-процессы **стратегических покупателей**.

Еще одной предпосылкой роста инвестиционной активности в 2025 г. является усиление интереса игроков к сегменту проблемных активов. Это также увеличит потребность в **equity-инвестировании**, поэтому в 2025 г. будет активным тренд на **cash-in и гибридное финансирование** сделок.

В ходе данного исследования мы более подробно рассмотрели факторы, которые будут способствовать свершению сделок M&A в 2025 г.

Ожидания роста мультипликаторов

Несмотря на общие сдержанные настроения рынка, ряд игроков на «волне» активизации дипломатических контактов России и США, потенциального смягчения кредитно-денежной политики и возможного снижения ключевой ставки уже **в III-IV кв. 2025 г.** ожидает появления предпосылок для **роста мультипликаторов и сближения позиций сторон по оценке активов**. Снижение ключевой ставки изменит ситуацию на рынке заемного капитала. В условиях улучшения ситуации с ликвидностью и роста доли M&A-кредитов покупатели будут готовы проводить сделки по более высоким мультипликаторам.

Это будет способствовать желанию продавцов выставлять активы на продажу по более высоким оценкам. Однако, в случае снижения ключевой ставки в конце года, почувствовать **эффект такого снижения** в полной мере рынок, с большой долей вероятности, сможет **только в 2026 г.**, когда результаты оживления рынка начнут отражаться в статистике, так как цикл совершения сделок в российских реалиях может составлять 5-7 месяцев и более.

> «Даже с учетом скептических прогнозов рынка, ожидается, что вторая половина 2025 г. станет периодом «точки роста» мультипликаторов оценки»

С учетом таких прогнозов большая часть сделок 2025 г. будет откладываться как минимум до второй половины года.

Продолжение локализации рынка с активным участием стратегических и экосистемных покупателей

Сокращение доли сделок-«выходов» в условиях медленного притока иностранных инвестиций из «дружественных» государств приведет в 2025 г. к более глубокой **локализации рынка**. В ситуации макроэкономической неопределенности «локомотивами» процессов локализации зачастую выступают **внутренние стратегические игроки, крупные финансовые институты и бизнес-конгломераты**[19], имеющие более благоприятные условия доступа к рынкам капитала.

#Мнение_экспертов



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

У крупных игроков сейчас достаточно ликвидности, размещенной в инструментах с фиксированной доходностью, которая в случае улучшения рыночной конъюнктуры может быть направлена на M&A, в том числе на приобретение бизнесов, оказавшихся в сложном финансовом положении в течение периода 2022-2024 гг.

19 Подробнее об изменении профиля инвесторов и усиления роли стратегических покупателей см. на стр. X исследования.

Несмотря на существенное сокращение доли качественных активов, предлагаемых к продаже с большим дисконтом (в частности, в рамках сделок-«выходов»), в 2025 г. **крупные игроки по-прежнему** ищут возможности для неорганического роста или диверсификации портфеля активов.

В условиях оттока иностранных инвестиций у локальных лидеров рынка, **сохранивших достаточный запас ликвидности**, появилось больше возможностей **для реализации стратегических целей** с учетом долгосрочных перспектив и отложенных синергетических эффектов.

Многие бизнесы рассматривают **«вертикальные»** сделки и ищут новые возможности для приобретения активов в рамках цепочки создания стоимости, как по направлению к источникам сырья, так и к новым каналам сбыта и продвижения продукции до потребителя. Потенциал M&A-активности на внутреннем рынке также создают процессы реструктуризации крупных игроков.

Ряд финансово-промышленных холдингов в 2025 г. в целях оптимизации риск-профиля группы будет рассматривать варианты продажи непрофильных или особо рисковых активов.

> «Следствием сокращения доли сделок-«выходов» в 2025 г. станет еще большая локализация рынка и смещение вектора активности в сторону «классических» M&A-сделок»

В 2024 г. существенно увеличилась доля сделок M&A по приобретению крупными корпорациям и экосистемными игроками более молодых компаний (стартапов). Так, по данным обзора рынка венчурных инвестиций в России 2024[20], подготовленного в марте 2025 г. Фондом «Московский инновационный кластер» совместно с ГБУ «Агентство инноваций города Москвы», в 2024 г. количество сделок по приобретению стартапов крупным игроками **в формате классического M&A в 4 раза** превысило число венчурных сделок.

При этом, как отмечают авторы обзора, в 2021 г. ситуация была принципиально иной, и те же самые корпоративные игроки совершали в отношении молодых компаний значительно больше венчурных сделок, чем сделок M&A.

> «Сделки M&A, в отличие от венчурных инвестиций, предоставляют приобретателю быстрый доступ к готовому продукту, технологиям и ресурсам с возможностью их монетизации незамедлительно после приобретения»



20 По данным сайта Агентства инноваций Москвы - https://portal.inno.msk.ru/uploads/agency-sites/analytics/research/Ha_сайт_Venture_report_Russia_2024_финал_13_03_23_00.pdf/

Развитие тренда на консолидацию отраслей

В 2025 г. будут по-прежнему активны процессы **консолидации отраслей, направленные на увеличение доли рынка крупными игроками**. По данным аналитиков пик этого тренда пришелся на 2022-2023 гг., когда количество сделок по приобретению бизнесов в том же самом сегменте существенно возросло. В этот период лидеры отраслей получили возможность увеличить присутствие на рынке «за счет» освободившихся ниш, ранее занимаемых иностранными игроками, а также роста доли проблемных активов, владельцы которых рассматривали опции полной продажи бизнеса или его реструктуризации. В 2024 г. тренд на «горизонтальные» сделки оставался активным, хотя, по мнению ряда экспертов, продемонстрировал **спад**.

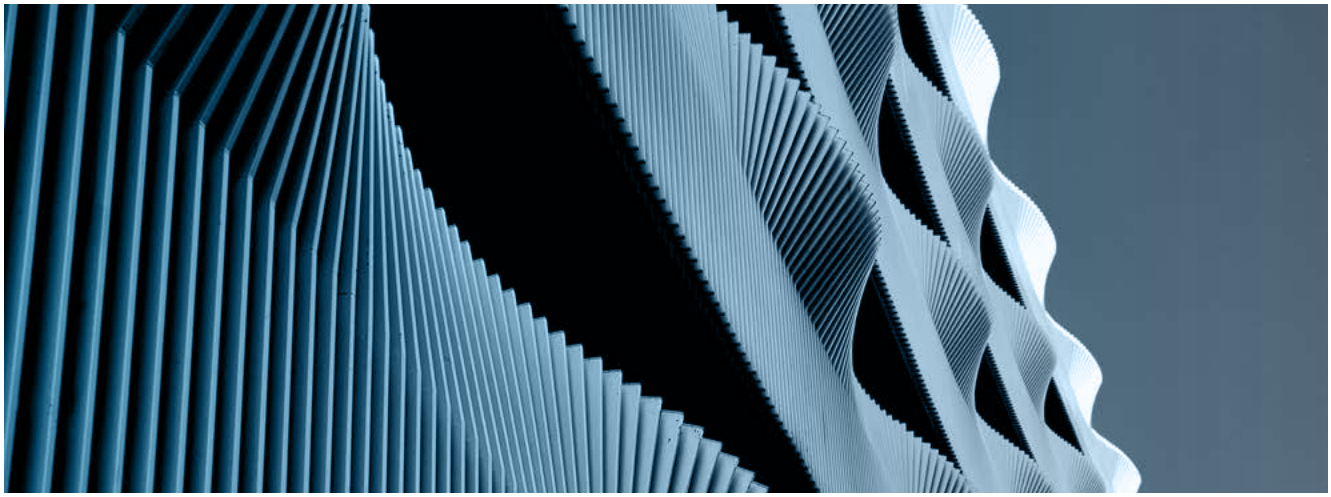
#Результаты_опросов



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков **57%** респондентов ответили, что их основной целью приобретения активов в период 2022-2024 гг. было стремление **увеличить долю рынка** и укрепить свои позиции в отрасли.

> «57% процентов респондентов в период 2022-2024 гг. совершали сделки M&A для увеличения доли рынка за счет приобретения конкурирующего бизнеса»

За период 2022-2024 гг. увеличить долю рынка за счет крупных приобретений удалось ряду игроков в секторе **TMT** (как в подсегменте ИТ, так и телеком-инфраструктуры), **агропромышленном комплексе, ритейле, сфере финансовых, медицинских услуг** и ряде других.



#Мнение_экспертов



Gardiner Resources

Владимир Селезнев

Директор IB и M&A-консультанта
Gardiner Resources

Мы бы в первую очередь отметили **консолидацию в IT отрасли**. Данная отрасль характеризуется высокой ресурсоемкостью человеческого капитала, что в совокупности с возросшими зарплатами, сильно понижает выживаемость малых и средних компаний. У нас были кейсы, когда перспективные IT проекты были вынуждены продаться крупным стратегическим инвесторам, т.к. не могли содержать дорогие команды.

В 2025 г. этот тренд продолжит развитие в секторах, **сохранивших остаточный потенциал для консолидации** и насыщенную конкуренцию. При этом в 2025 г. не ожидается существенных сдвигов в отраслевой структуре рынка: крупные игроки уже в рамках первых «волн» сделок-«выходов» приобрели активы, масштаб которых был бы сопоставим с их текущими бизнесами. Такие сделки более существенно влияют на ландшафт рынка, чем приобретение конкурирующих бизнесов в сегментах среднего и малого бизнеса.



Аверта Групп

Алексей Шаров

Управляющий партнер «Аверта Групп»

Консолидация в различных отраслях зависит от 2-ух фундаментальных факторов: (i) наличия «топ» игроков с существенной долей рынка, у которых есть мотивация вырасти в доле рынка, и (ii) низкой консолидации отрасли, где существует много игроков с несущественной долей рынка, что позволяет игрокам либо сторонним инвесторам с капиталом зайти на рынок и неорганически достаточно быстро вырасти в «топ» игрока.

Также, по мнению **Алексея Шарова**, на процессы отраслевой консолидации также влияет множество внешних факторов, таких как «уход» с рынка иностранных компаний, санкционное давление, процессы импортозамещения и меры государственной поддержки, включая направления по усилению локализации производства внутри страны, сдвиг потребительского спроса в бюджетный сегмент и другие.

> «В 2025 г. не ожидается значимых сдвигов в отраслевой структуре рынка: крупные игроки уже в рамках первых «волн» сделок-«выходов» приобрели сопоставимые по размеру бизнесы, принадлежащие иностранным игрокам»

В 2025 г. процессы консолидации отраслей будут активны под влиянием фактора увеличения доли проблемных активов. На общем фоне низких оценок ряд закредитованных бизнесов в том же сегменте может выставляться на продажу по минимальной цене, в том числе ниже текущей рыночной оценки. Крупные игроки могут быть заинтересованы в приобретении таких активов при наличии у них потенциала к восстановлению или синергетических эффектов с текущим бизнесом приобретателей. Регуляторным барьером для «горизонтальных» сделок служат антимонопольные ограничения. Несмотря на активные процессы экономической концентрации, в течение периода 2022-2024 гг. на рынке не наблюдалось серьезных случаев ограничения конкуренции, в том числе в ходе процесса «замещения» российскими игроками доли рынка, ранее занимаемой иностранными собственниками.

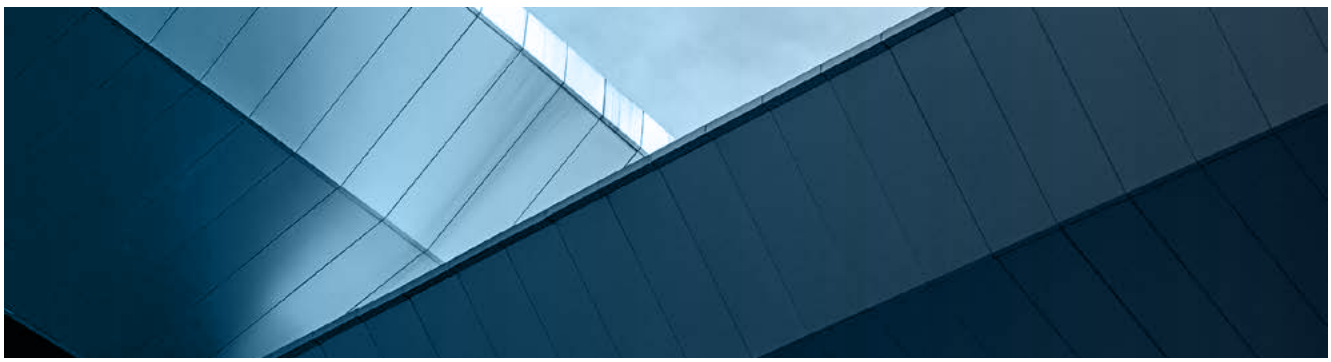
Рост интереса инвесторов к сегменту проблемных активов

Со второй половины 2024 г. под влиянием роста ключевой ставки и стоимости долга стало **расти число компаний, испытывающих сложности с обслуживанием текущих кредитов**. Такие бизнесы вынуждены рассматривать различные варианты реструктуризации долга, замещения банковского финансирования иным (например, акционерным) либо продажи бизнеса.

#Результаты_опросов



84% респондентов Опроса юридических M&A-команд отметили, что текущие макроэкономические условия могут способствовать росту 2025 г. числа сделок **вынужденной продажи** бизнеса более крупным игрокам, способным обслуживать текущую долговую нагрузку актива.





Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

Ряд индустриальных игроков, в первую очередь те, которые оперируют на рынках с ограниченной маржинальностью (например, сфера обращения и переработки ТКО[21], электроэнергетика и другие), испытывают большие трудности с обслуживанием долговых обязательств по текущей ставке финансирования. Мы видим, как при отсутствии альтернатив такие игроки предпринимают активные действия для **продажи своих бизнесов более крупным и финансово устойчивым игрокам**. Характерной чертой таких бизнесов является **невозможность перенести затраты на покупателей** (конкурентный рынок либо регулируемые выходные цены) при растущей затратной части.

Чрезмерная закредитованность ряда бизнесов может в текущих условиях оказаться одним из факторов роста доли продажи активов более финансово устойчивым игрокам



Павел Терентьев

Head of Research Advance Capital

Несмотря на то, что четверть всех M&A сделок в России в 2024 г. приходится на сектор высоких технологий, СМИ и коммуникаций (TMT), я бы отдельно отметил **повышенную активность в сегменте недвижимости и девелопмента**. Если в 2022–2023 гг. речь шла про громкие сделки по покупке объектов иностранных компаний (например, продажа ТЦ «Мега» или российских активов PPF Real Estate), то в прошлом году особым спросом пользовалась офисная недвижимость (три главные сделки года: Moscow Towers, БЦ «РВБ» и деловой центр SLAVA). **Теперь же в условиях жесткой монетарной политики мы наверняка станем свидетелями роста числа сделок с проблемными активами и проектов по реструктуризации.**

21 Твердые коммунальные отходы.



Аверта Групп

Алексей Шаров

Управляющий партнер «Аверта Групп»

Исторически высокая кредитная нагрузка у капиталоемких отраслей, в т.ч. за счет больших капитальных затрат. На сегодня самыми закредитованными отраслями считаются инфраструктура и транспорт, сфера коммунальных услуг, горнодобывающая промышленность, сектор недвижимости. В перечисленных индустриях в первую очередь и стоит ожидать дистресс-ситуаций.

Наиболее остро проблема долговой нагрузки ощущается **в капиталоемких отраслях** (сектор недвижимости, сфера инфраструктурных проектов, тяжелая промышленность и т.п.), в бизнесах, где присутствует фактор сезонности, а также в активах, которые находятся в инвестиционной фазе.

По состоянию на начало 2025 г. доля проблемных активов в структуре рынка невелика. Однако сохранение высокой стоимости заемного финансирования и отсутствие у многих бизнесов возможности для оптимальной реструктуризации долга **будет способствовать росту числа сделок по продаже проблемных активов стратегическим покупателям или привлечению финансовых инвесторов** с целью оптимизации нагрузки на операционные потоки. Этот тренд подтверждают итоги опроса ниже. Многие компании (включая ранее получившие проектное финансирование) в 2025 г. будут нуждаться в дополнительных инвестициях, которые позволили бы рефинансировать долг и перенести основные выплаты по кредиту с текущего момента в будущее. В условиях ограниченного доступа к банковским кредитам, в 2025 г. бизнесы все чаще будут использовать **гибридное финансирование**, предполагающее использование как equity-инструментов, так и долговых. Компании будут привлекать cash-in инвестиции как для целей реструктуризации долга (без намерения продажи бизнеса инвестору), так и для подготовки актива к сделке M&A.

Ряд кредиторов, включая банки, предоставляющие долговое финансирование для целей M&A в 2025 г. будет настаивать на **предварительной оптимизации структуры капитала** актива и оптимизации его долговой нагрузки. Поэтому в 2025 г. значительная часть сделок M&A будет структурироваться в несколько этапов. В качестве предварительного шага все чаще будет предусматриваться сделка по реструктуризации долга, в том числе посредством cash-in финансирования со стороны текущего кредитора или нового equity-инвестора.

> «Высокая стоимость долгового финансирования и ограниченные возможности для оптимальной реструктуризации долга будут способствовать росту числа сделок продажи проблемных активов стратегическим покупателям или поиску финансовых инвесторов для привлечения equity-инвестиций»

Таким образом, в 2025 г. может ожидаться всплеск M&A-активности в сегменте проблемных активов. Потенциальными приобретателями таких бизнесов или доли участия в них могут выступать как финансовые инвесторы, обычно рассматривающие недооцененные активы в качестве объектов для инвестиций, так и стратегические игроки или диверсифицированные холдинги.

Тренд на перепродажу активов, приобретенных у иностранных игроков

В течение 2024 г. на рынке сформировался новый тренд – сделки перепродажи (вторичной продажи) активов, приобретенных у иностранных игроков, российским приобретателям. По мнению ряда экспертов рынка сделки перепродажи активов, приобретенных у иностранных владельцев, могут придать дополнительный импульс динамике рынка M&A в 2025 г.

#Мнение_экспертов



Павел Терентьев

Head of Research Advance Capital

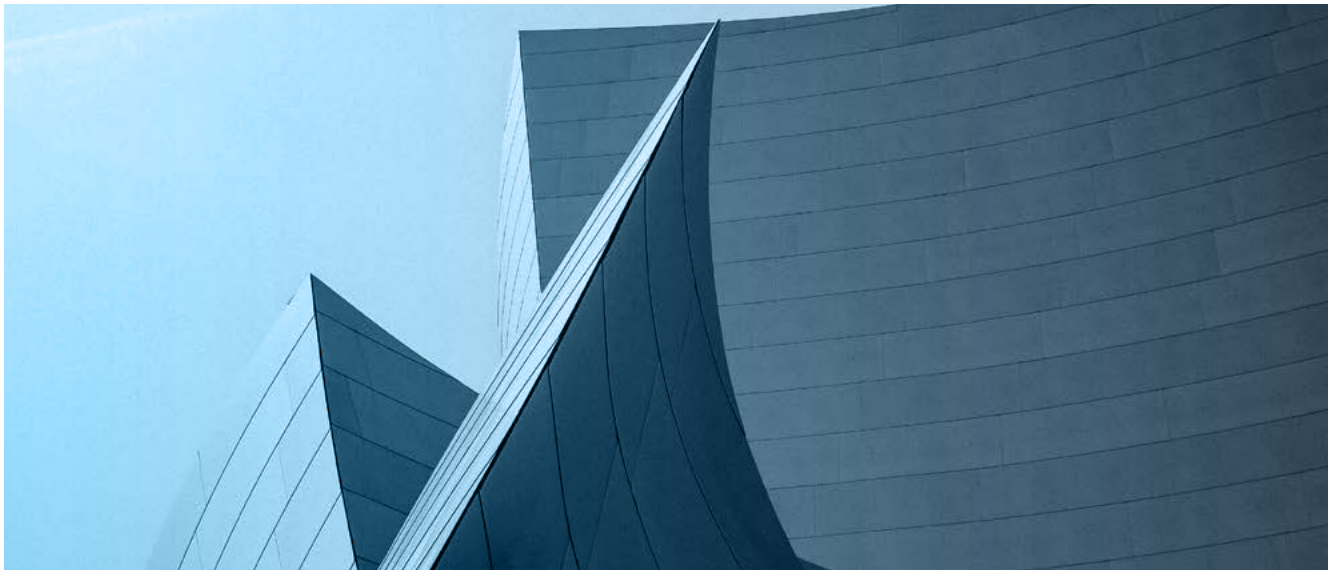
ADVANCE CAPITAL

Уже в 2024 г. мы стали свидетелями сразу целого ряда громких сделок по перепродаже крупных активов, которые были выкуплены у предыдущих владельцев всего один-два года назад. Наиболее примечательными из них я бы назвал сделки с ЦБК «Кама» и «Кордиант». Также я бы отметил, что мы, вероятно, увидим сразу несколько сделок по продаже, купленных со значительным дисконтом активов ушедших иностранцев как в промышленном секторе, так и прочих сегментах.

Основные драйверы этих процессов – стремление текущих владельцев активов зафиксировать прибыль и оптимизировать финансово-операционную и административную нагрузку на бизнес посредством выхода из активов, требующих принципиально иных подходов к управлению.

#Результаты_опросов

В рамках данного исследования мы попросили различных игроков M&A-рынка поделиться мнением о перспективах активности в сегменте сделок вторичной продажи активов, приобретенных у иностранных собственников.



Ожидаете ли Вы в 2025 г. M&A-активности в сегменте перепродажи активов, выкупленных у нерезидентов?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Как показали итоги Опроса IB, финансовых и M&A консультантов, относительное большинство (**38%**) допускает рост числа сделок «вторичной» продажи активов, приобретенных у иностранцев, только в случае **улучшения макроэкономической конъюнктуры и роста уровня оценок.**

Несмотря на сравнительно невысокую стоимость приобретения, в условиях текущего уровня оценок владельцы таких активов не смогут обеспечить доходность и финансовый результат, на которые они рассчитывали.

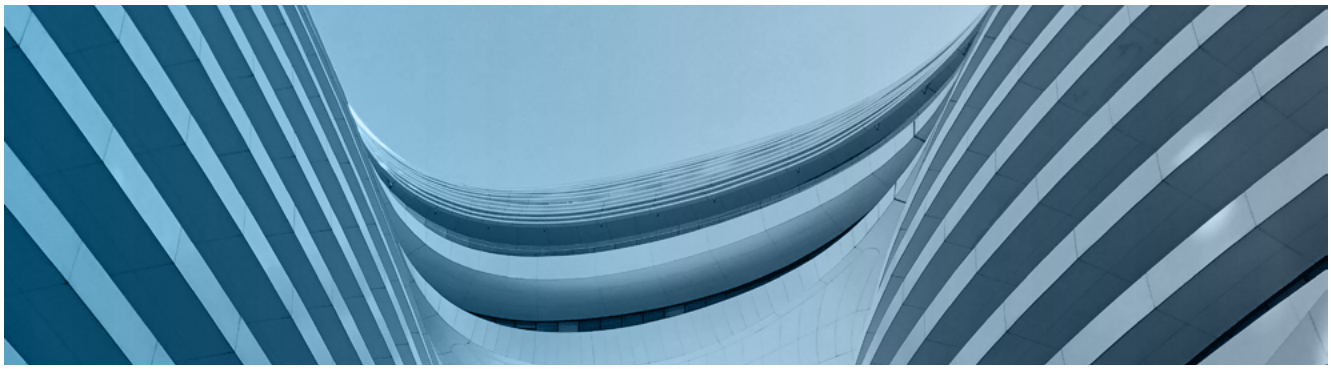
Если бизнес **не является убыточным**, продавцы будут склонны дождаться улучшения рыночной конъюнктуры и возможности продать актив по более высокой оценке, **откладывая сделки продажи еще на 1-2 года.**

Рост активности по сделкам перепродажи таких активов более вероятен в 2026-2027 гг.



29% респондентов считают, что в 2025 г. текущие владельцы активов, приобретенных в рамках сделок-«выходов», будут стремиться зафиксировать прибыль и получить ожидаемую доходность. Поэтому, по их мнению, такие сделки в этом году не будут редкостью.

По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов



#Мнение_экспертов



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Учитывая, что покупатели активов, принадлежащих иностранным игрокам, в среднем несли затраты в размере до 4x EBITDA (до 50% от справедливой стоимости 6x EBITDA + ~1x EBITDA на «налог на выход» и прочие транзакционные издержки), продажа активов по справедливой стоимости могла бы обеспечить приемлемую для них доходность.



22% респондентов полагает, что многие активы приобретались у нерезидентов для целей интеграции в бизнес-структуры покупателей и **не предназначены для перепродажи.**

При этом такие активы приобретались на долгосрочную перспективу не только «классическими» индустриально-специализированными стратегическими игроками, но и новыми бизнес-конгломератами и family-офисами, стремящимися нарастить компетенции в соответствующих, зачастую новых для себя, индустриях.

По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

#Мнение_экспертов



KESAREV

Юрий Шихов

Старший консультант GR-фирмы Kesarev

Согласно нашим оценкам, на первом этапе действия временного правового режима (2022 г.) и отчасти в 2023 г. **доля финансовых инвесторов среди покупателей была более значительной** по сравнению со стратегическими с учетом активной работы на рынке ряда групп «серийных» покупателей – финансовых инвесторов, закрывших большинство сделок в 2022-2023 гг., отсутствия до начала 2023 г. механизмов контроля со стороны Подкомиссии и отраслевых регуляторов за судьбой актива (механизмы КПЭ).

В течение 2024 г. имел место рост доли стратегических инвесторов за счет двух факторов – постепенное введение иностранных санкций в отношении наиболее крупных групп «серийных» покупателей активов, а также начало процесса **перераспределения активов от финансовых инвесторов к стратегическим** через вторичные сделки.

«Рост активности по сделкам перепродажи активов, приобретенных у иностранных игроков, более вероятен в 2026-2027 гг.»

Помимо причин, указанных выше, ряд экспертов рынка отмечают и **другие факторы**, вынуждающие владельцев рассматривать опцию продажи таких активов в 2025 г. Новые крупные активы, некомплементарные основному профилю бизнеса их текущих владельцев, в ряде случаев могли привести к десинергиям, возросшим расходам и убыткам. Некоторые собственники, более тщательно оценив ситуацию после приобретения актива, пришли к выводу о невозможности обеспечить выполнение КПЭ без ущерба для эффективности всего бизнеса. В подобных ситуациях владельцы активов стремятся продать их не в целях фиксации прибыли, а для предотвращения дальнейших убытков и обеспечения возможности исполнения обязательств по соблюдению КПЭ, принятых ими при получении одобрения сделки Подкомиссией.

#Мнение_экспертов



Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

Мы видим и иные причины возможной «вторичной» продажи активов. Некоторые покупатели под давлением конкурентного процесса и сжатых сроков реализации сделки, не оценили в должной мере операционные и управленческие риски приобретаемых активов. Это впоследствии привело к значительным операционным и финансовым убыткам и намерению владельцев перепродать приобретенные активы.

Также некоторые сделки-«выходы» реализовывались пакетно, то есть в лот входило несколько активов разной финансовой эффективности. После прохождения пост-интеграционного процесса ряд покупателей приняли решение по выходу из убыточных или «хвостовых» активов.

Ожидаются ли в 2025 г. сделки-«возвраты» или новая волна сделок-«выходов»?

Большинство экспертов рынка сходятся во мнении о том, что новых сделок-«выходов» в 2025 г. будет немного.

#Мнение_экспертов



KESAREV

Юрий Шихов

Старший консультант GR-фирмы Kesarev

«Новые подходы» (повышение дисконта и ставки взноса в бюджет) были непосредственно направлены на предотвращение такой второй волны выходов, которая ожидалась после возрастания рисков изъятия российских суверенных активов за рубежом и принятия ответных российских мер (Указ Президента № 442 от 23 мая 2024 г.). Новая регуляторная рамка и практика работы Подкомиссии после октября 2024 г. непосредственно направлены на сохранение объема активов недружественных лиц в России на уровне не ниже объема российских заблокированных активов за рубежом.

#Результаты_опросов



56% респондентов полагает, что ужесточение контрсанкционных требований к сделкам с участием недружественных резидентов, в том числе по вопросам «налога на выход» и ценового дисконта, приведет к дальнейшему сокращению активности в сегменте сделок-«выходов» иностранных инвесторов.

По данным Опроса юридических M&A-команд

«В 2025 г. не ожидается большого числа новых сделок-«выходов». Тем не менее, могут совершаться единичные сделки».

В отношении возможности возвратов иностранных игроков на российский рынок в 2025 г. ситуация на данный момент не ясна в полной мере.

#Результаты_опросов

В ходе данного исследования мы попросили различных участников рынка M&A поделиться ожиданиями в отношении сделок обратного выкупа активов по колл-опционам их прежними иностранными владельцами.

Только 10% респондентов Опроса юридических M&A-команд, 9% респондентов Опроса индустриальных игроков и 7% респондентов Опроса IB, финансовых и M&A консультантов в 2025 г. допускают начало тренда на сделки по «возврату» иностранцев в российские активы в 2025 г.

#Мнение_экспертов

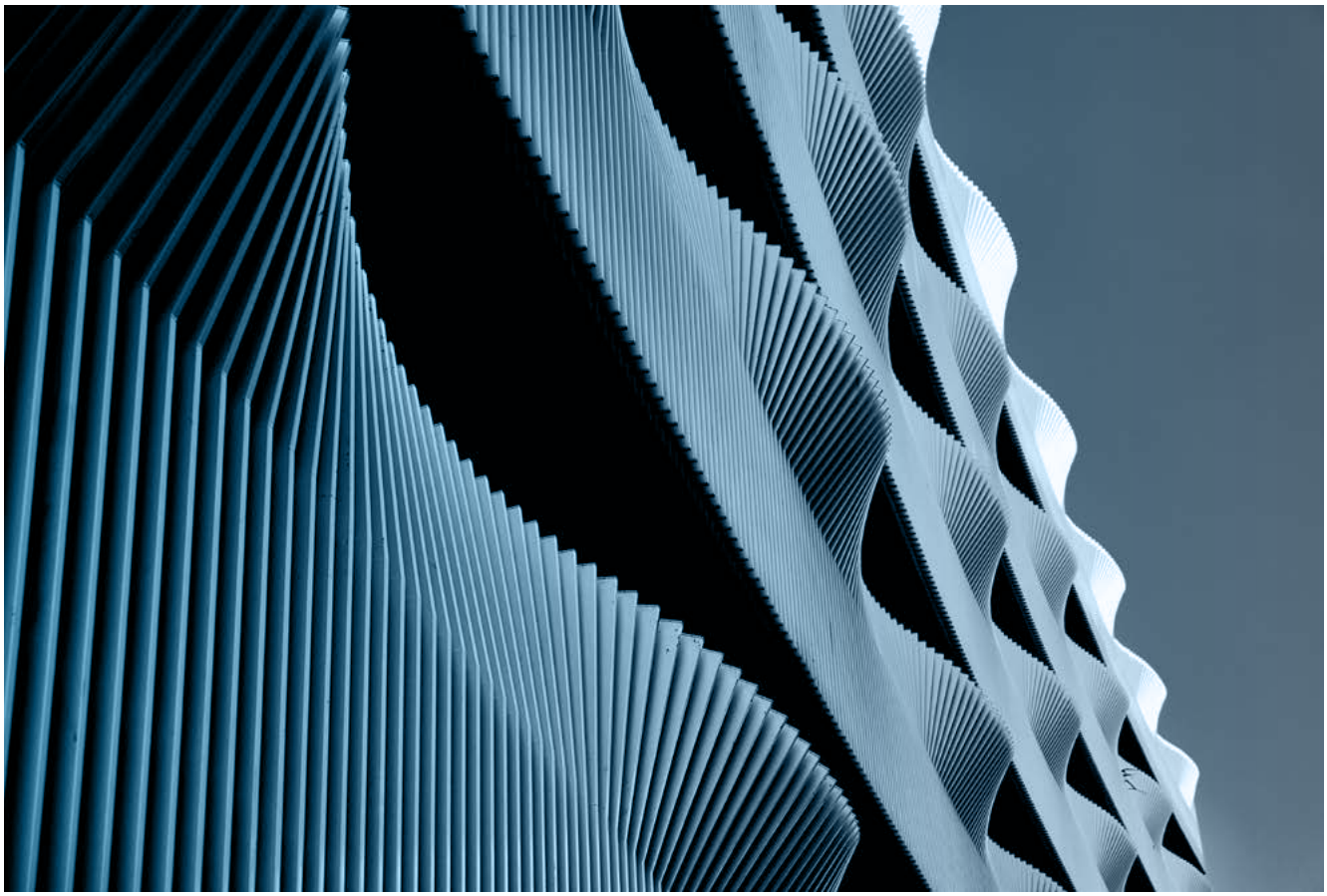


KESAREV

Юрий Шихов

Старший консультант GR-фирмы Kesarev

Возможность реализации таких сделок в 2025 г. остается трудно поддающейся прогнозированию. Она зависит от нескольких факторов, включая возможное ослабление санкционного режима США (прежде всего, снятие запрета на новые инвестиции в Россию или предоставление широких исключений из него), а также российской правовой рамки в отношении возвращающихся иностранных компаний, проработка которой в настоящее время идет в рестриктивном ключе, направленном, прежде всего, на сохранение преимуществе и защищенности российского бизнеса, включая покупателей иностранных активов.



Эксклюзивное интервью управляющего директора инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory



2025 – год ожиданий и надежд



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики Группы компании Б1



SALUTE ADVISORY

Евгений Пенкин

Управляющий директор инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

В рамках данного исследования мы попросили управляющего директора инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory, **Евгения Пенкина**, поделиться мнением по ожиданиям и перспективам рынка M&A в 2025 г. Интервью провела **Юлия Загорнова**, партнер консалтинговой компании Б1.

Юлия Загорнова: Евгений, не секрет, что за последние три года российский рынок M&A претерпел существенные изменения – мы все были тому свидетели. Одним из основных дестабилизирующих факторов стала, безусловно, активная продажа иностранными компаниями своих российских активов. Однако, если абстрагироваться от этого фактора, что, на Ваш взгляд, можно назвать наиболее заметными факторами перемен на российском M&A рынке?

Евгений Пенкин: С точки зрения факторов, влияющих на рынок, я бы выделил 2 основных: (1) высокая ключевая ставка, сильно повлиявшая на оценку, и (2) текущая структура капитала в России – отсутствие иностранных инвесторов, высокие риски для российских инвесторов при аллокации капитала за рубежом, что, следовательно, подогревает их интерес к российским активам.

Ю.З.: С учетом изменений, о которых Вы говорите выше, как Вы видите, какой тип сделок преобладает сейчас на российском рынке? Видите ли Вы преобладание стратегически обусловленных покупок бизнеса профильными игроками или каких-то иных форм совершения сделок? С чем Вы можете связать эту тенденцию?

Е.П.: Да, видим. Если раньше можно было увидеть покупателя, который, купив, хочет заработать (по сути, классический финансовый инвестор) либо через частное размещение, либо самостоятельно, то есть бизнес приобретается не в качестве стратегической инвестиции, а для перепродажи, то сейчас такие сделки все еще остаются, но они, скорее, редкие, потому что для того, кто хочет заработать, есть масса вариантов, начиная от депозитов и заканчивая облигациями, акциями и фьючерсами. То есть сейчас есть масса других ликвидных инструментов, по которым можно получить понятную доходность, и поэтому тот, кто покупает сейчас – он, скорее, стратег.

И мы видим такие сделки, где стратег готов платить даже 5x EBITDA при текущих ставках именно потому, что он стратег. В прошлом году у нас был опыт сделки по 6x EBITDA, что сейчас выглядит как высокий мультипликатор. Наш опыт говорит, что сейчас баланс сместился в сторону стратегов, и этот тренд более сильный, чем был раньше.

Ю.З.: По данным опросов и интервью, проводимых в рамках исследования, мы видим, что одним из наиболее животрепещущих вопросов на данный момент является разница в ожиданиях по оценке между покупателями и продавцами. Какие способы решения данного разногласия видятся Вам наиболее действенными?

Е.П.: Разногласия по оценке есть всегда, а не только сейчас, но они могут «двигаться» в терминах мультипликаторов – если раньше это было 5х-6х EBITDA, то сейчас стало 3х-5х EBITDA. При этом инструменты решения этих разногласий участникам рынка известны: во-первых, это классические инструменты, такие как earn-out и ratchet, а во-вторых, это инструменты, характерные для нынешней ситуации – например, формула доплаты, привязанная к ключевой ставке.

Так как нынешний низкий мультипликатор обусловлен высокой ставкой, можно согласовать формулу, при которой если ставка снижается и задерживается на том уровне какое-то время, то покупатель доплачивает продавцу.

Ю. З.: В условиях высокой ключевой ставки одной из основных проблем продавцов активов, зачастую, является высокий уровень закредитованности компании. Как Вы видите, что необходимо предпринять продавцам и их консультантам для наиболее эффективной продажи такого бизнеса?

Е.П.: Первый вариант – это ничего не предпринимать, т.е. гасить долг и ждать понижения ставки, чтобы появилась возможность привлекать новый долг.

Второй вариант – если кто-то видит серьезную инвестиционную возможность, в которой есть понятная привлекательная экономика сделки, но сделка невозможна из-за высокого уровня долга и недостаточности собственного капитала, имеет смысл обратиться в банк или другому финансовому инвестору и попытаться организовать замещение этого долга акционерным капиталом, либо через equity kicker, либо через конвертацию долга в акционерный капитал (возможно, с колл-опционом заемщика на эту долю и пут-опционом банка на случай драматического ухудшения ситуации).

Ю.З.: В условиях высокой ставки каковы Ваши ожидания относительно перспектив российского M&A рынка на 2025 г.? Какие формы сделок будут преобладать на Ваш взгляд и почему?

Е.П.: Мы видим, что в условиях высокой ставки бизнес «подъел свой жирок» и акционеры, которые дофинансировали свои бизнесы, тоже потратили большую часть своей ликвидности. При этом, мы ожидаем, что ставка останется высокой до III квартала 2025 г., и за счет этого текущая ситуация сохранится на весь 2025 г. Те драйверы, которые сейчас влияют на рынок, будут продолжать на него влиять. Высоких оценок мы тоже не ждем из-за сохранения уровня ставки.

Ю.З.: Как Вы считаете, стоит ли ожидать возврата иностранных игроков на российский рынок? Или же нас, наоборот, ждет следующая «волна» продажи активов иностранными компаниями?

Е.П.: Мы предполагаем, что волна возврата иностранных игроков может пойти, но в последующие годы, т.к. она зависит от геополитики. Если будет политически дан «зеленый свет», тогда сначала будет пауза, но как только первые компании начнут возвращаться, за ними последуют и другие, боясь опоздать.

И мы ожидаем, что это в большей степени будет юридический вопрос, т.к. либо иностранный игрок имеет опцион на обратный выкуп своего бизнеса, либо ему придется покупать активы по полной стоимости, что будет достаточно дорого. И это будет, скорее, редкостью. Хотя, возможно, и будут совершаться покупки, т.к. команды покупателей и продавцов будут друг другу уже более-менее известны, и далее это будет понятийный разговор о стоимости с учетом стоимости изначальной покупки этих активов их текущим владельцем.

Мы не ожидаем массовых дальнейших выходов с рынка, потому что с учетом последнего ужесточения законодательства экономики в этих сделках для продавца практически не осталось. А те, кто будут выходить, будут это делать, скорее, по эмоциональным причинам. При этом, те сигналы в политической плоскости, которые сейчас поступают, дают надежду на смягчение ситуации, и в этой ситуации продавцам проще подождать еще год, т.к. те, кто остался уже точно переждали все острые фазы. Плюс мы видим, что отдельные иностранные компании уже начинают открыто декларировать свои планы на возвращение на рынок (в том числе Ariston, LG). Поэтому мы склонны считать, что первыми будут возвращаться компании из АТР и других регионов, кроме Европы, а также из США.



M&A-ландшафт, фондовый рынок и структуры владения активами

02



01 Актуальные форматы сделок и профили игроков

Авторы текста: Анастасия Нерчинская, Юлия Загорнова, Александр Панов, Татьяна Невеева



- В течение периода 2022-2024 гг. самая высокая M&A-активность отмечалась в сегменте сделок M&A со стратегическими приобретателями. При этом значительная часть стратегических M&A совершалась по модели LBO.
- Наиболее распространенными мотивами приобретений активов в период 2022-2024 гг. были увеличение доли рынка и высвобождение операционных синергий (в первую очередь - экономии за счет увеличения объема).
- Ряд крупных активов в период 2022-2023 гг. был выкуплен у иностранных инвесторов по модели MBO, однако в 2024 г. этот тренд себя исчерпал, и его развитие в 2025 г. не предвидится.
- Доля сделок с финансовыми инвесторами в период 2022-2024 гг. существенно сократилась в связи с отсутствием экономических мотивов. Сделки-PE по модели LBO совершались крайне редко.
- Увеличился спрос на краткосрочные equity-инвестиции, в том числе в рамках комплексных проектов с привлечением структурированного (гибридного) финансирования.
- Активность в сегменте совместных предприятий в указанный период была относительно умеренной с ожидаемыми перспективами роста в 2025 г.

Процессы локализации и консолидации российского рынка, вызванные массовыми «выходами» иностранных инвесторов, привели к перераспределению владения активами и изменению позиций многих игроков в отраслевой структуре рынка. В период 2022-2024 гг. наиболее активными были стратегические покупатели и крупные диверсифицированные бизнес-структуры, приобретавшие активы для целей их интеграции, долгосрочного владения и реализации иных стратегических задач. Несмотря на сложную рыночную обстановку, в 2025 г. эксперты также ожидают высокой активности в сегменте стратегических M&A.

Тренд на сделки по приобретению активов командой менеджеров (MBO), активизировавшийся в рамках сделок-«выходов», уже к началу 2024 г. продемонстрировал заметный спад. Это связано как с общим снижением доли сделок-«выходов», так и с изменением отношения профильных регуляторов и Подкомиссии к подобного рода сделкам. Формат MBO все чаще стал рассматриваться как попытка сохранения продавцами контроля над активом.

В сегменте классических финансовых инвестиций, направленных на приобретение контролирующих долей в активах, в течение периода 2022-2024 гг. наблюдался значительный спад. При этом в отсутствие доступа к банковскому кредитованию многие бизнесы с высокой долговой нагрузкой были вынуждены привлекать дополнительное equity-финансирование на рынке частного капитала. Также cash-in инвестиции в неконтролирующие доли стали чаще встречаться в сделках по приобретению активов по модели LBO в качестве предварительного этапа, позволяющего оптимизировать структуру капитала до параметров, удовлетворяющих требованиям кредитующего банка.

Сделки по созданию совместных предприятий в течение периода 2022-2024 гг. не являлись значимым драйвером M&A-активности. Многие совместные предприятия, в структуре капитала которых присутствовали недружественные иностранные инвесторы, были расформированы или переформатированы таким образом, чтобы минимизировать влияние иностранных участников на операционную деятельность актива.

Среди локальных игроков модель СП стала чаще использоваться с позиции необходимости объединения ресурсов по привлечению финансирования и распределения рисков.

Создание объединенной компании с крупным институциональным инвестором или лидером отрасли стало чаще рассматриваться как способ оптимизации риск-профиля актива и улучшения условий его доступа к рынкам капитала.

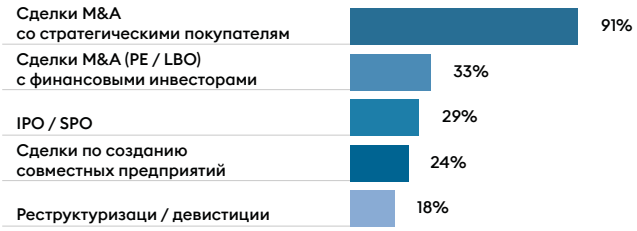
На рынках публичного акционерного капитала в период 2022-2024 гг. основные изменения были связаны с резким падением размера размещений, что было вызвано массовым оттоком из российских торгуемых компаний крупных зарубежных институциональных инвесторов. Также в указанный период существенно изменилась структура спроса на IPO-продукты в сторону значительного увеличения доли розничных инвесторов. В рамках данного исследования мы проанализировали ключевые изменения M&A-ландшафта и бизнес-среды за период 2022-2024 гг., а также попросили ведущих экспертов рынка рассказать о том, как изменились форматы M&A-активности за указанный период.

1.1 Типы сделок, определяющие ландшафт рынка

#Результаты_опросов

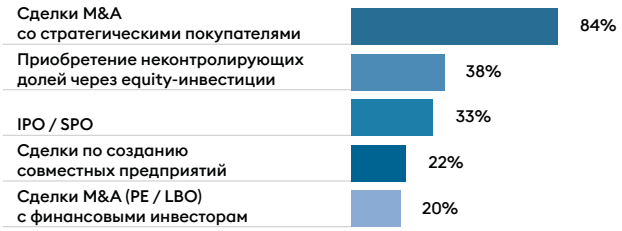
Какие типы сделок с бизнесами преобладали в период 2022-2024 гг.?

ТОП-5 ответов



Какие типы сделок с бизнесами будут преобладать в 2025 г.?

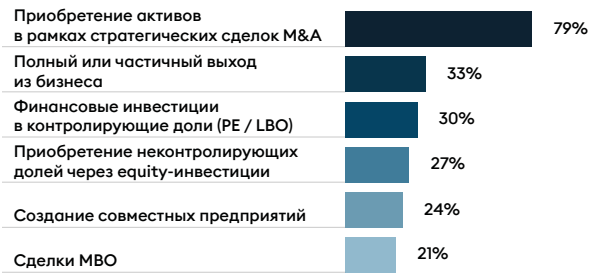
ТОП-5 ответов



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

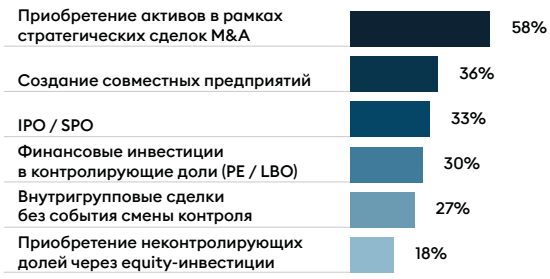
Какие типы сделок с бизнесами преобладали в индустрии вашей деятельности в 2022-2024 гг.?

ТОП-6 ответов



Каких типов сделок с бизнесами будет больше в индустрии вашей деятельности в 2025 г.?

ТОП-6 ответов



По данным Опроса индустриальных игроков



Результаты опросов (см. графики выше) показали, что в период 2022-2024 гг. в общем объеме сделок с бизнес-активами **преобладали сделки M&A с участием стратегических приобретателей.** В 2025 г. эксперты рынка также прогнозируют высокую активность в сегменте сделок по приобретению бизнесов на долгосрочную перспективу.

Сделки с финансовыми инвесторами в этот период совершались значительно реже. При этом результаты опросов показывают рост интереса финансовых инвесторов к инвестициям по модели cash-in в неконтролирующие доли «существенного влияния» и в 2025 г. Эксперты рынка отмечают, что с повышением ключевой ставки и ростом доли проблемных активов чаще стали совершаться сделки по предоставлению **краткосрочных equity-инвестиций в размере неконтролирующих пакетов.** Дополнительное финансирование акционерного капитала в таком формате, как правило, осуществляется с целью реструктуризации долга и оптимизации операционных потоков бизнеса и зачастую структурируется в качестве этапа комплексной сделки, например, стратегического приобретения или привлечения проектного финансирования.

Какие типы сделок с бизнесами будут преобладать в 2025 г.?

ТОП-7 ответов



По данным Опроса юридических M&A-команд

В течение периода 2022-2024 гг. доля сделок M&A, совершаемых по модели LBO, существенно снизилась как в сегменте стратегических, так и финансовых инвестиций. Однако для второй категориииинвесторов ситуация с привлечением банковского финансирования стала более сложной, а для многих финансовых инвесторов сделки LBO в целом утратили экономическую целесообразность.

Число проектов по созданию совместных предприятий за период 2022-2024 гг. изменилось незначительно, в этом сегменте сделок сохраняется умеренная активность. Однако в текущих сложных условиях многие игроки видят значительный потенциал в форматах совместной организации бизнеса и временном объединении ресурсов, поэтому в 2025 г. доля вновь созданных совместных предприятий может увеличиться.

1.2 Сделки M&A со стратегическими приобретателями

Многие M&A-эксперты рынка отметили **высокую активность** в сегменте сделок со **стратегическими приобретателями** бизнесов в течение периода 2022-2024 гг. Тренд являлся стабильным на протяжении всего анализируемого периода и не демонстрировал существенной нисходящей динамики.

1.2.1 Стратегические приобретатели — ключевые драйверы рынка M&A

Предпосылки роста числа стратегических сделок M&A были заложены еще в 2022 г. с началом процесса массовых «выходов» иностранных инвесторов из российских бизнесов. Лидеры отраслей проявляли интерес к приобретению крупных активов по привлекательной цене. Эта тенденция усилилась после введения обязательного дисконта к рыночной стоимости активов, применяемого в рамках сделок-«выходов». На протяжении всего периода 2022-2024 гг. стратегические покупатели активно совершали как «горизонтальные» сделки, расширяя долю рынка, так и «вертикальные» приобретения, создавая синергии в рамках цепочки добавленной стоимости.

#Мнение_экспертов



СОВКОМБАНК

Александр Венгранович

Управляющий директор - начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк»

На первый план вышли сделки, связанные с перераспределением активов, уходом иностранных игроков и консолидацией в тех секторах экономики, где санкции и экономическая трансформация в связи с перестройкой экономики и логистики оказали наибольшее негативное влияние: ритейл, FMCG, банковский и финансовый сектор, ИТ, логистика.

С повышением ключевой ставки активность финансовых инвесторов постепенно снижалась, что стало конкурентным преимуществом для тех игроков, которые сохранили запас ликвидности или в силу масштаба бизнеса и более консервативного риск-профиля имели доступ к рынку заемного капитала.

Рост доли финансово-нестабильных компаний вызвал у стратегических приобретателей интерес и к этому сегменту инвестиций. Многие игроки, испытывающие финансовые затруднения, особенно в капиталоемких или ресурсоемких отраслях, были вынуждены рассматривать опции продажи бизнеса более крупным финансово-устойчивым игрокам. При комплементарности продаваемого бизнеса профилю стратегического инвестора и наличия у актива перспектив роста стратегические покупатели могли предложить продавцам более высокую цену за счет учета синергетических эффектов. Этот фактор делал стратегических покупателей более привлекательным контрагентом для владельцев проблемных активов.

#Мнение_экспертов



Gardiner Resources

Владимир Селезнев

Директор IB и M&A-консультанта Gardiner Resources

Для стратегов значительно **снизилась конкуренция со стороны финансовых инвесторов**, которые сокращали инвестиции в российские активы из-за геополитических рисков и высокой требуемой доходности, вызванной, в свою очередь, высокой ключевой ставкой.

Также высокая ключевая ставка сильно ударила по **финансово-нестабильным компаниям**, для многих из которых продажа бизнеса крупным стратегическим инвесторам стала едва ли не единственным способом избежать банкротства.

Из-за сильно изменившейся конъюнктуры невозможно объективно оценить динамику рынка. Однако, по нашему мнению, в период с 2022 по 2024 гг. **для стратегических инвесторов открылось гораздо больше возможностей, чем ранее**.



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Стратегические инвесторы могут расценивать текущий период низких оценок как «окно возможностей» для решения различных стратегических задач – неорганического роста, вертикальной интеграции, расширения ассортиментной матрицы, диверсификации.

> «По мнению большинства респондентов в 2025 г., как и в период 2022-2024 гг., M&A-ландшафт российского рынка будут определять сделки с участием стратегических приобретателей»

В этот период эксперты рынка также отмечали рост M&A-активности со стороны экосистемных игроков, основной фокус которых направлен на сегмент перспективных технологических компаний.

В 2025 г. у крупных игроков по-прежнему сохраняется интерес к консолидации отраслей в условиях относительно низких мультипликаторов оценки и приобретению активов, в том числе недооцененных или проблемных, с хорошими перспективами роста.

Эти факторы будут определять высокую M&A-активность стратегических приобретателей в течение 2025 г.

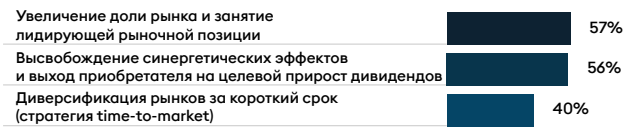
1.2.2 Мотивы стратегических сделок M&A

#Результаты_опросов

В ходе данного исследования мы попросили стратегических приобретателей бизнесов отметить ключевые стратегические цели (strategic rationale) приобретения активов в период 2022-2024 гг.

Стратегические цели приобретения бизнесов в период 2022-2024 гг.

ТОП-3 ответов



Типы синергий, закладываемых в стратегические сделки M&A в период 2022-2024 гг.

ТОП-3 ответов



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Как показали результаты опросов, **увеличение доли рынка** у большинства (**57%**) респондентов являлось основной стратегической целью приобретения активов в период 2022-2024 гг. Покупатели бизнесов посредством совершения сделок M&A стремились укрепить положение или занять лидирующие позиции в соответствующем секторе или индустрии, например, войти в категорию ТОП-10 игроков. В результате таких M&A-процессов за 2022-2024 гг. некоторые отрасли рынка были существенно консолидированы.

Почти столько же респондентов (**56%**) в качестве цели приобретения бизнесов в период 2022-2024 гг. отметили высвобождение **синергетических эффектов**. Большинство опрошенных были заинтересованы в достижении **операционных синергий**, связанных либо с увеличением операционных потоков (например, за счет ускорения темпов роста выручки или увеличения ее размера), либо с сокращением затрат (например, величины удельных постоянных расходов).

40% респондентов совершали сделки M&A в период 2022-2024 гг. с целью **диверсификации портфеля** активов, в том числе путем приобретения продуктовых линеек и технологий, не комплементарных основному бизнесу. Многие игроки при этом стремились выйти на новые рынки «с нуля», реализуя стратегию time-to-market, позволяющую **занять новые ниши в короткий срок**.

Экономия за счет увеличения объема

61% респондентов отметили, что большинство сделок в анализируемый период были направлены на достижение **операционных синергий за счет экономии в результате увеличения объема** (т.н. economies of scope).

#Мнение_экспертов



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

В случае реализации синергий за счет экономии от увеличения объема конечной стратегической целью покупателя актива является увеличение входящего денежного потока. Реализация таких синергий позволяет **снизить общий уровень производственных затрат** за счет **увеличения числа единиц** выпускаемых товаров или услуг **без существенных дополнительных расходов**. Например, при приобретении технологического игрока такой эффект может быть достигнут в результате кросс-продаж ИТ-продуктов покупателя и приобретенного бизнеса или в реализации льготных CPA-договоренностей между ними. В результате это может привести к **росту выручки объединенного бизнеса** за счет сокращения расходов на привлечение новых клиентов – конечных пользователей текущих продуктовых линеек приобретателя и таргета.

Рассчитать сумму синергий по модели «экономии от увеличения объема» довольно сложно. Для этого нужно **спрогнозировать дополнительный объем выручки, полученной от реализации нового количества единиц товаров, услуг или пользователей цифрового продукта**, не требующей дополнительных производственных, административных или общих затрат (например, расходов на маркетинг).

Экономия за счет увеличения масштаба

47% респондентов в качестве ключевого мотива приобретения активов назвали достижение экономии за счет увеличения масштаба (т.н. economies of scale).

#Мнение_экспертов



Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

Считается, что приобретателю несколько проще оценить в денежном выражении этот вид синергий, чем эффект от экономии за счет увеличения объема продукции или абонентской базы.

Синергии, в основе которых лежит «экономия на масштабе», позволяют **сократить удельные постоянные расходы** (например, расходы по аренде или освещению производственного цеха на единицу выпускаемой продукции). Также данный вид синергий предполагают возможность получить **скидки большего размера** при закупке производственного сырья и комплектующих за счет увеличения объема заказов и т.п.

> «Увеличение доли рынка и достижение операционных синергий, преимущественно, за счет экономии от увеличения объема, являлись основными мотивами стратегических M&A в период 2022 - 2024 гг.»

24% респондентов при приобретении бизнесов рассчитывали на высвобождение **финансовых синергий**. Целью приобретателей было снижение в результате сделки общей стоимости капитала (WACC) объединенной компании[22], увеличение показателя «прибыли на акцию» после консолидации приобретенного актива, улучшение условий доступа к рынкам капитала и т.п.

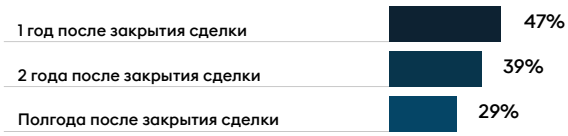
В ходе исследования мы также попросили участников онлайн-анкетирования отметить **средний срок ожидания реализации** синергий, закладываемых в инвестиционную оценку приобретаемых активов, а также намерение покупателей **интегрировать активы** в контур своего бизнеса.

22 Следует отметить, что для сделок M&A на российском рынке такие стратегические цели не характерны. Для высвобождения синергетического эффекта приобретаемая компания должна иметь более благоприятные условия доступа к рынкам капитала, чем приобретатель (например, являться публичной компанией), что встречается довольно редко.

#Результаты_опросов

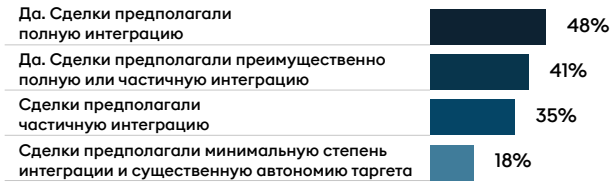
Ожидаемый горизонт реализации синергий по стратегическим сделкам M&A за период 2022-2024 гг.

ТОП-3 ответов



Предполагали ли стратегические сделки M&A периода 2022-2024 гг. интеграцию с бизнесом приобретателей?

ТОП-4 ответов



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Как видно из результатов опросов, существенная часть активов приобреталась в период 2022-2024 гг. для целей долгосрочного владения и интеграции в контур приобретателей. При этом средний срок ожидания реализации синергетических эффектов от сделки составляет около 1,5 лет.

1.2.3 Стратегические сделки M&A по модели LBO

Многие эксперты рынка отмечают, что в течение периода 2022-2024 гг. существенно снизилась доля сделок, совершаемых с кредитным плечом (т.н. модель LBO).

#Мнение_экспертов



Gardiner Resources

Владимир Селезнев

Директор IB и M&A-консультанта
Gardiner Resources

Я полностью согласен с утверждением о том, что после 2022 г. сделки LBO стали встречаться крайне редко. Лично в моей практике после 2022 г. подобных сделок вообще не было. Даже если и встречались подходящие под LBO компании, было **практически невозможно получить финансирование от банков**, которые не хотят брать на себя излишний риск на текущем рынке. После 2022 г. реализовать сделки LBO стало проблематично из-за **высокой стоимости долгового финансирования и неопределенности по ключевой ставке** в будущем.

Стоит отметить, что классические сделки LBO никогда не были широко распространены на российском рынке. Основные причины этого я уже упоминал выше: традиционно высокие процентные ставки, экономическая нестабильность, а также консервативность банков, которые предпочитают избегать рискованных операций.



СОВКОМБАНК

Александр Венгранович

Управляющий директор - начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк»

Усиление регуляторных ограничений на сделки с иностранными акционерами, а также жесткая кредитно-денежная политика значительно повлияли на сокращение общего числа сделок M&A в 2024 г. Особенно заметно было сокращение общего количества финансируемого выкупа (LBO) ввиду значительного роста стоимости долгового финансирования, а также ужесточения требований банков к доле собственного капитала покупателя и прочим аспектам структуры сделки.



A101

Анатолий Клинков

Директор по взаимодействию с инвесторами, A101

Бывают проблемы с привлечением банковского кредита, поскольку банки могут отказать в выдаче кредита даже по «ключевой ставке+», поскольку видят высокие риски, что высокая ставка будет долго и у заемщика могут начаться определенные трудности с обслуживанием долга.

Однако несмотря на общий нисходящий тренд, в течение периода 2022-2024 гг. ситуация с доступом к LBO-продуктам и рынку заемного капитала во многом зависела от **риск-профиля приобретателей** активов. В этот период ряд крупных приобретений, в том числе в рамках сделок-«выходов», совершался с привлечением покупателями M&A-кредитов. На протяжении периода 2022-2024 гг. банки чаще предоставляли кредиты на покупку активов крупным стратегическим игрокам и бизнес-конгломератам, чем инвестиционным фондам и компаниям из сегмента среднего бизнеса. С точки зрения риск-профиля крупные корпоративные заемщики рассматриваются кредитными организациями как более устойчивые, обладающие необходимым набором активов, которые могут быть предоставлены в качестве адекватного обеспечения по кредиту.



#Мнение_экспертов



Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

Если не брать в расчет сделки по выходу иностранных игроков (которые тоже зачастую финансируются за счет привлечения долга), **существенная часть** сделок между российскими инвесторами, преимущественно, стратегическими покупателями российских активов, которые мы сейчас видим в своей практике, **все еще реализуется с привлечением долгового финансирования**, несмотря на высокую процентную ставку. Инвесторы все еще стараются **максимально использовать заемное финансирование** (вплоть до 90% от суммы сделок), чтобы иметь возможность использовать свое, ограниченное по объему, акционерное финансирование для совершения **большего количества сделок** в попытке консолидировать отдельные сегменты отраслей. Данная тенденция привела к повышенному вниманию инвесторов **к качеству приобретаемых активов** как с точки зрения ожидаемой доходности бизнеса, так и с точки зрения их долговой нагрузки, с одной стороны, но и **к снижению ожидаемых мультипликаторов** стоимости бизнеса, с другой стороны.

1.2.4 Приобретение активов по модели MBO

#Результаты_опросов

Сделки MBO в 2022-2024 гг. преобладали в индустрии актива



Ожидания в отношении сделок MBO в 2025 г.



По данным Опроса индустриальных игроков

21% респондентов Опроса индустриальных игроков в период 2022-2024 гг. совершали сделки M&A по модели MBO. При этом только 12% респондентов этой категории ожидает в 2025 г. высокой активности в этом сегменте сделок с бизнесами. С начала 2022 г. сделки формата MBO стали чаще использоваться в при продаже иностранными инвесторами российских активов. После резкого уменьшения доли сделок-«выходов» в 2024 г. тренд на сделки MBO также продемонстрировал спад.

Эксперты отмечают, что в сделках с участием российских сторон модель MBO не является распространенным форматом приобретения бизнеса.

Среди особенностей структурирования сделок MBO M&A-специалисты отметили отсутствие: (i) необходимости проведения due diligence в связи с наличием у покупателя (команды менеджеров актива) глубокого понимания состояния бизнеса; (ii) стандартного объема инструментов защиты от рисков, связанных с деятельностью актива, предоставляемого продавцами по сделкам M&A классического формата.

Мы попросили ведущих M&A-экспертов рассказать о специфике и особенностях структурирования сделок MBO и отметить их отличия от сделок M&A с участием стороннего стратегического приобретателя.

#Мнение_экспертов



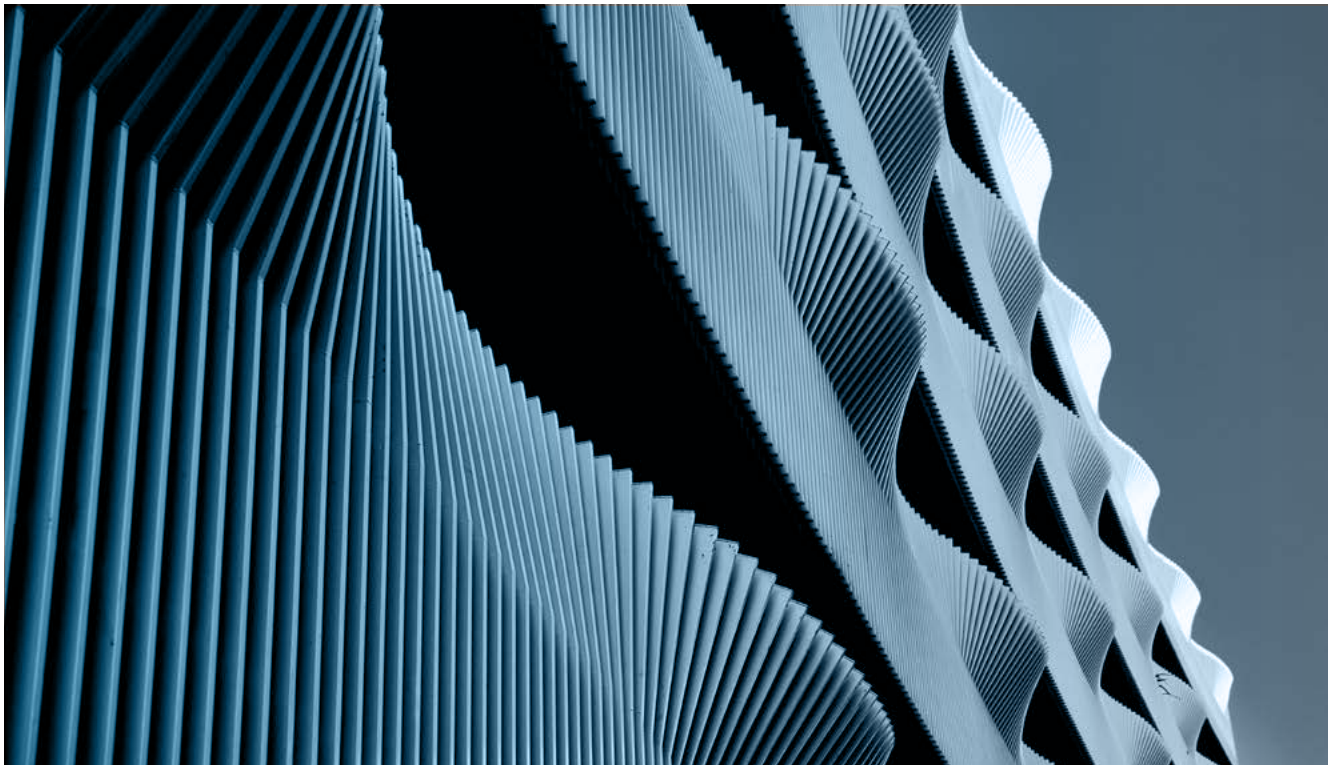
VERBA LEGAL

Татьяна Невеева

Управляющий партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

Специфика MBO во многом определяется тем, что одна из сторон сделки, как правило, – не классический предприниматель. Это лицо (или несколько лиц), которые ранее не владели и не управляли собственным бизнесом. Им бывает тяжелее принять на себя те или иные риски, они могут не до конца понимать степень их существенности. Данное обстоятельство оказывает серьезное влияние на переговорный процесс, который может длиться несколько **дольше обычного**.

Покупатели иногда уделяют пристальное внимание аспектам, не имеющим ключевого значения, например, заверениям или ковенантам, реализовать которые с практической точки зрения достаточно сложно. В этой связи роль консультантов на сделке MBO более активна, поскольку они должны восполнить недостаток опыта покупателей и разъяснить степень важности различных условий сделки, подсказать, за какие позиции необходимо бороться, а какие могут выступить предметом торга.





Андрей Липин

Старший юрист юридической фирмы ККМП

В отличие от обычных сделок, в сделках МВО покупатель **уже находится «внутри актива»** и имеет полное представление о нем – зачастую даже более глубокое по сравнению с акционером-продавцом, поскольку менеджмент погружен в управление компанией на операционном уровне.

В связи с этим, как правило, **отсутствует необходимость в проведении due diligence**, а продавец не предоставляет покупателю юридического комфорта в отношении бизнеса компании, будь то в форме заверений или возмещения имущественных потерь. Кроме того, поскольку актив находится в управлении покупателя **еще до сделки**:

- во многом теряют актуальность стандартные **механизмы сохранения его стоимости** в период между подписанием и закрытием (обязательства продавца обеспечить ведение компанией деятельности в обычном режиме, согласовывать с покупателем отдельные сделки, совершаемые компанией, и проч.), а
- покупателю может вменяться обязанность обеспечить совершение компанией определенных действий в связи со сделкой (например, предоставить документы и информацию, необходимые для формирования ходатайств в государственные органы с целью получения регуляторных одобрений на сделку) – что обычно было бы **зоной ответственности продавца**.



Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

Сделки с менеджментом подразумевают еще меньший объем заверений и прав, чем обычная сделка по выходу «недружественного» продавца. Вместе с тем, не все сделки МВО совершаются именно топ-менеджментом (например, генеральным директором, финансовым директором). В нашей практике мы видели сделки, где покупателями выступали топ-менеджеры второго и третьего звена, которые, в свою очередь, требовали информационные права и сохранность своей позиции в компании-объекте сделки, на что продавцы не соглашались (по разным причинам). Ввиду наличия действующих контактов в объекте сделки покупатель (бывшие топ-менеджеры) могли не сильно настаивать на своей позиции.

В сделке МВО на стороне приобретателя актива обычно выступает **несколько физических лиц**. В связи с этим многие M&A-специалисты отмечают особую важность проработки структуры сделки МВО с учетом аспектов **финансирования приобретения** и обеспечения покупателем исполнения денежных обязательств, в том числе, по оплате добровольного взноса в рамках сделок-«выходов». О примерах такого структурирования рассказали эксперты из юридической фирмы ККМП и Группы компаний Б1.



Андрей Липин

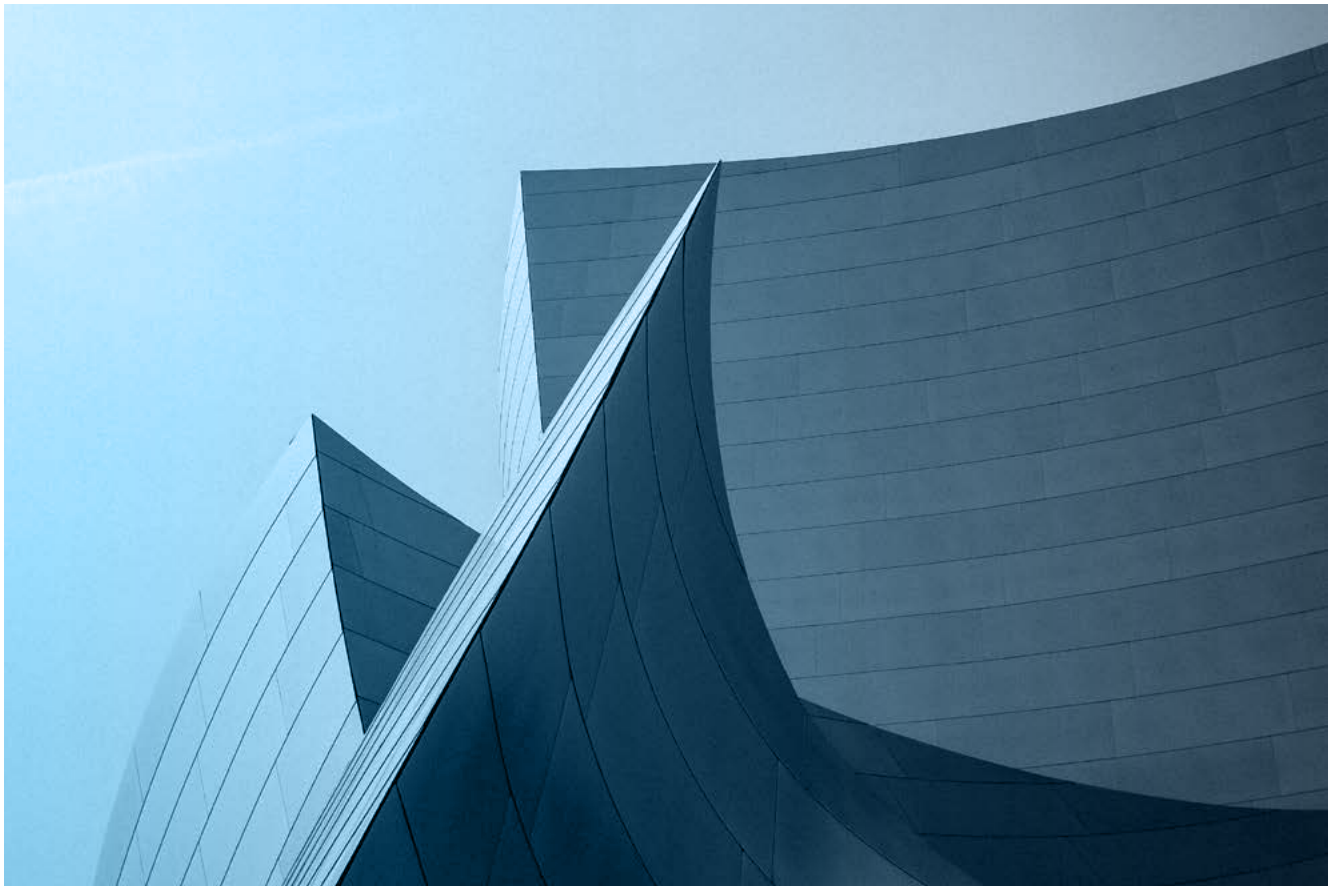
Старший юрист юридической фирмы ККМП

В сделках MBO с покупной ценой, соответствующей или приближенной к рыночной стоимости приобретаемой компании, особенно актуальным может быть **вопрос финансирования приобретения**, поскольку покупатели-физические лица, в отличие от стратегического инвестора, могут не обладать достаточными собственными денежными средствами. В связи с этим в сделках MBO на стороне покупателя могут, например, привлекаться соинвесторы.

Так, в одной из сделок, которые мы сопровождали:

- менеджментом была создана SPV, которая выступила покупателем акций у существующих акционеров;
- финансирование на покупку акций было предоставлено в форме займа, выданного SPV третьей стороной - партнером менеджмента;
- параллельно с выкупом существующих акционеров SPV, партнер зашел в SPV на согласованную сторонами долю путем покупки акций SPV у менеджмента.

При этом, в отличие от сделки по выкупу существующих акционеров SPV менеджмента, в рамках второй сделки менеджмент предоставил партнеру полноценные заверения по бизнесу приобретаемой компании (с учетом статуса партнера как внешнего приобретателя).





Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

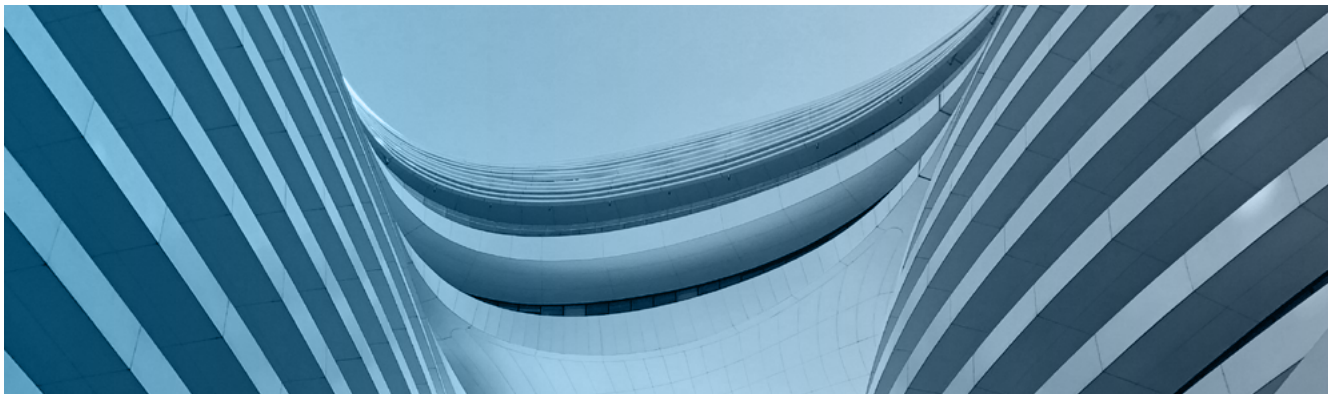
Если мы говорим о сделках MBO с активами недружественных иностранных компаний (как наиболее часто упоминаемом типе MBO за последние годы), то с учетом ужесточения правил выхода иностранных игроков с российского рынка, а именно введения добровольного взноса в бюджет на уровне не менее 35%, основной проблемой в структурировании MBO, по нашему опыту, стало **привлечение менеджментом финансирования под сделку**.

Если раньше сделки по выкупу активов менеджментом зачастую происходили по очень низкой цене, и добровольный взнос также был относительно низким или учитывался в стоимости актива, это не вызывало трудностей у покупателя. Однако, теперь необходимость оплаты добровольного взноса требует, как минимум, **заблаговременной проработки вариантов финансирования** на случай, если в предписании Правительственной комиссии уплата взноса будет назначена покупателю.

Учитывая, что менеджмент редко имеет в наличии готовые юридические структуры, способные взять на себя сколько-нибудь существенный объем долга и выступить покупателем активов, а привлечение таких объемов средств на физические лица является проблематичным, решением проблемы может стать выплата необходимой суммы из средств на счетах компании-цели, если таковые имеются (как мы видим – это достаточно частое явление, связанное с запретом на вывод иностранцами крупных сумм дивидендов и встречным запретом на инвестиционные программы в России).

1.3 Сделки с финансовыми инвесторами

В период 2022-2024 гг. на фоне эскалации международной напряженности и ужесточения кредитно-денежной политики доля сделок с финансовыми инвесторами в общем объеме сделок M&A существенно сократилась. В связи с усилением геополитических и регуляторных рисков, а также ростом ключевой ставки многие зарубежные инвестиционные фонды в течение 2022-2023 гг. вышли из российских активов. В этот период доходность от сделок equity-финансирования, являющихся основным инструментом инвесторов на рынке частного капитала, стала сопоставимой с доходностью банковских депозитов. В связи с отсутствием в таких сделках экономической целесообразности ряд российских инвестиционных компаний в этот период также приостановили транзакционную активность.



#Мнение_экспертов



Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

Считаем, что количество и доля PE-сделок с 2022 г. сократилась. Это может быть следствием следующих факторов:

- По состоянию на начало 2022 г. в России присутствовал ряд фондов с иностранным капиталом. После обострения геополитической ситуации в 2022 г. эти фонды фактически прекратили свою инвестиционную деятельность в России, а в ряде случаев начали распродажу активов.
- Некоторые российские фонды также приостановили свою инвестиционную деятельность в течение анализируемого периода.
- Стоимость финансирования, ее волатильность и наличие альтернативных инвестиционных инструментов (например, облигаций или акций с фиксированной доходностью при существенно более высокой ликвидности) лишили такие сделки экономического стимула.

Мы попросили ведущих юридических M&A-экспертов отметить особенности совершения PE-сделок, которые они наблюдали в своей практике в период 2022-2024 гг.

#Мнение_экспертов



Евгений Чернявский

Сооснователь и партнер корпоративной практики, юридическая фирма «Восход»

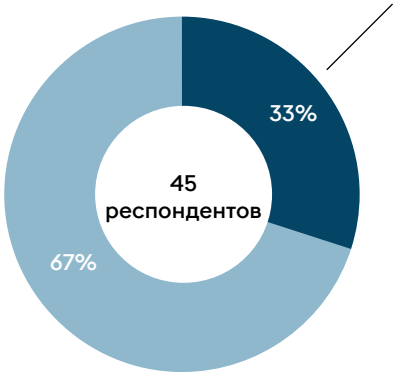
Существенная часть сделок PE, которые мы наблюдали в 2022-2024 гг., **были связаны с геополитической ситуацией**, в контексте которой **иностранные участники выходили из российских активов**, а российские игроки **выходили из иностранных инвестиций**. Мы также видели интерес российских фондов к внутрироссийским сделкам, который существенно снизился с ростом ключевой ставки. В любом случае, эти сделки проходили в рамках общерыночных трендов.

В отношении сделок, обусловленных геополитическим контекстом, основным вызовом было **получение регуляторных (в том числе санкционных) согласий** в России и за рубежом. Мы не можем комментировать процесс получения таких согласий в силу ограничений по конфиденциальности, но сроки и условия их получения часто бывали непредсказуемыми.

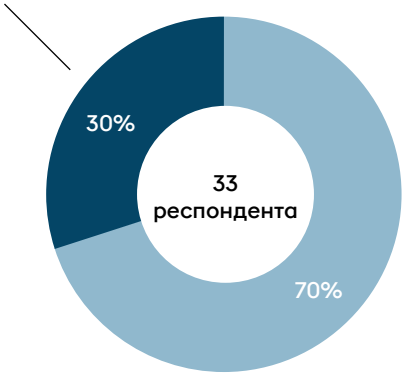
Финансовые инвестиции по модели LBO

#Результаты_опросов

В 2022-2024 гг. совершали сделки PE по модели LBO



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов



По данным Опроса индустриальных игроков

Как показали результаты опросов, в период 2022-2024 гг. около трети респондентов инвестировали средства в акционерный капитал с кредитным «плечом». Среди индустриальных игроков финансовые инвестиции в активы, в том числе некомплементарные профильному бизнесу, чаще совершали family-офисы, диверсифицированные холдинги и крупные бизнес-конгломераты с гибридным портфелем активов, которые с точки зрения бизнес-стратегии не являются классическими инвестиционными компаниями.

#Мнение_экспертов



Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Действительно, уменьшение количества сделок с кредитным «плечом» и сделок PE выглядит обоснованным. В первую очередь, это может быть связано с денежно-кредитной политикой и волатильностью стоимости финансирования. Так, ключевая ставка достигала 20% в марте 2022 г. и снизилась до 7,5% к концу сентября 2022 г. Далее, с середины июля 2023 г. ключевая ставка снова начала расти и достигла текущих пиковых значений в 21% к ноябрю 2024 г. Такая волатильность и высокая стоимость заемного финансирования являются существенным ограничением при реализации сделок по модели LBO.

В сегменте инвестирования частного капитала (PE) ситуация с привлечением кредитов на покупку активов в период 2022-2024 гг. в целом складывалась менее оптимистично, чем для классических стратегических покупателей. В условиях крайне высокой ключевой ставки и отсутствия на рынке достаточного банка активов, способных генерировать доходность, превышающую затраты на обслуживание кредитов, финансовые инвесторы, особенно крупные институциональные игроки, не имели серьезных экономических мотивов привлекать заемные средства на приобретение контролирующих долей в бизнесах.

В то же время банки более консервативно оценивают риск-профиль инвестиционных компаний как менее устойчивый, чем у крупных стратегических приобретателей из реального сектора. Поэтому доля сделок M&A по модели LBO больше снизилась в сегменте частных (прямых), чем в сегменте стратегических инвестиций. По мнению ведущих специалистов рынка M&A, в текущих макроэкономических условиях сделки LBO, в среднем, могли бы иметь экономическую целесообразность, если бы мультипликатор оценки приобретаемого актива составлял порядка 3x EBITDA. Однако владельцы качественных активов не готовы продавать их по такой оценке.

При этом банки не готовы выдавать кредиты на покупку даже перспективных проблемных активов как минимум до проведения мероприятий по реструктуризации долга, одним из инструментов которой является краткосрочное equity-финансирование.

Таким образом, большинство экспертов связывает спад LBO-активности в сегменте финансовых инвестиций и PE-сделок с высоким уровнем ключевой ставки, неопределенностью перспектив ее снижения, геополитическими рисками, отсутствием качественных активов, способных обеспечить приемлемый возврат на инвестиции, а также консервативным подходом кредиторов к оценке риск-профиля заемщиков в текущих условиях.

#Результаты_опросов

Ожидания по активности сделок PE по модели LBO в 2025 г.



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов



По данным Опроса индустриальных игроков



По данным Опроса юридических M&A-команд

По данным опросов (см. графики выше) в среднем **25-30%** респондентов различных направлений M&A-экспертизы ожидает в 2025 г. активности в сегменте сделок частного инвестирования с привлечением заемного капитала. Однако многие эксперты придерживаются более консервативной позиции относительно увеличения LBO-активности в сегменте сделок PE в обозримом будущем.



#Мнение_экспертов



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Финансовые инвесторы в 2025 г. будут значительно менее активны ввиду высокой стоимости долгового финансирования и дефицита привлекательных активов, приобретение которых обеспечивало бы доходность существенно более высокую, чем у инструментов с фиксированной доходностью.

Некоторые эксперты отмечают, что в России PE-сделки далеко не всегда совершаются с превалирующей долей кредитных средств в структуре финансирования приобретаемого актива.

#Мнение_экспертов



Алексей Лукьянов

Директор по работе с инвесторами Всеинструменты.ру, MBA (IE Business School)

Российский рынок частных инвестиций (PE) всегда сильно отличался от классического западного, где типичной сделкой является покупка фондом частных инвестиций **100% доли** в активе с привлечением **60-80% доли заемных средств**, (в том числе для целей рефинансирования текущего долга), которые становятся **обязательством актива, а не инвестора**.

В практике российских фондов популярна следующая структура PE-сделки. Инвестор выкупает **25-49%** доли в активе по модели **cash-in** (в западной терминологии соответствует концепции Growth Equity). Исторически такая структура сделки на протяжении длительного времени позволяла PE-инвестору заработать хорошую доходность **без привлечения внешнего долга**.

При этом высокая (относительно развитых рынков) и нестабильная стоимость долгового финансирования в России делала использование долговых инструментов, включая LBO-продукты, достаточно рискованным адля финансовых инвесторов. В период 2022-2024 гг. влияние этих факторов существенно усилилось.

Поэтому в текущей ситуации основным, но не единственным фактором, влияющим на количество сделок PE по модели LBO на российском рынке, будет монетарная политика Банка России. При значительном снижении ключевой ставки мы можем увидеть рост интереса к подобным сделкам со стороны российских финансовых инвесторов.

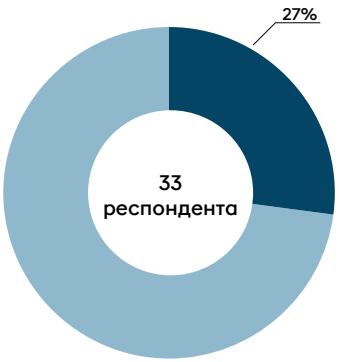
Актуальные форматы финансовых инвестиций

#Результаты_опросов

Привлекали новый акционерный капитал в 2022-2024 гг.



Приобретали неконтролирующие доли путем equity-финансирования в 2022-2024 гг.

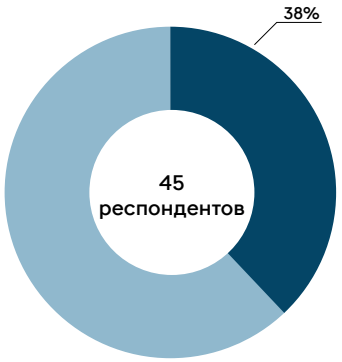


По данным Опроса индустриальных игроков

По данным Опроса индустриальных игроков **39%** респондентов в течение периода 2022-2024 гг. сами привлекали дополнительное equity-финансирование, а **27%** – предоставляли cash-in инвестиции другим бизнесам. При этом среди представителей индустриальных игроков только **18%** допускают в 2025 г. совершения сделок по предоставлению миноритарных инвестиций сторонним компаниям.

#Результаты_опросов

Будут в 2025 г. приобретать неконтролирующие доли через equity-инвестиции



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Будут в 2025 г. приобретать неконтролирующие доли через equity-инвестиции



По данным Опроса юридических M&A-команд



Остальные категории респондентов (IB, финансовые и юридические M&A-консультанты), как показывают графики выше, ожидают в 2025 г. более высокой активности в сфере миноритарных equity-инвестиций (в том числе со стороны финансовых инвесторов), чем индустриальные игроки. Такие ожидания обусловлены активным ростом спроса на equity-инвестиции в размере неконтрольных, но при этом существенных пакетов, позволяющих компаниям оптимизировать нагрузку на операционные потоки и реструктурировать долг на более комфортных условиях.

В течение 2024 г. ряд инвестиционных компаний участвовали в комплексных проектах структурированного (гибридного) финансирования в качестве equity-инвестора в консорциуме с текущими кредиторами по долговому финансированию и / или стратегическими приобретателями актива. В рамках таких проектов предоставление дополнительного краткосрочного акционерного капитала новым финансовым инвестором зачастую осуществлялось в качестве предварительного условия выдачи банком кредита на покупку бизнеса или реструктуризации текущего долга. Банки-кредиторы зачастую принимали решение о кредитовании (в том числе в целях рефинансирования текущего долга) стратегического покупателя при условии привлечения в акционерный капитал финансового инвестора, имеющего объем ликвидности, достаточный для обслуживания долга без ущерба для операционной деятельности актива.

Также возросший интерес к equity-инвестиции в период 2024-2025 гг. наблюдается со стороны компаний, не планирующих продажу бизнеса стратегическому инвестору, но нуждающихся в дополнительной ликвидности для оптимизации долговой нагрузки. Многие их них не имеют возможности рефинансировать кредит или реструктурировать долг иначе как с помощью привлечения дополнительного equity-финансирования. Для финансовых инвесторов такие сделки могут иметь интерес при согласовании приемлемого уровня доходности, на что компании, в отсутствии альтернативных источников финансирования, все чаще соглашаются.

С учетом отмеченных факторов в 2025 г. ожидается, что некоторые крупные инвестиционные компании и институциональные инвесторы могут получить мандат на проекты по реструктуризации долга путем предоставления бизнесам equity-инвестиций.

В ходе данного исследования мы попросили экспертов отметить возможные сферы инвестиционных интересов PE-инвесторов помимо сегмента проблемных активов.

#Мнение_экспертов



Аверта Групп

Алексей Шаров

Управляющий партнер «Аверта Групп»

Фокус интереса финансовых инвесторов (по типу PE), кроме проблемных активов, будет сосредоточен на поиске и инвестициях в «успешные» таргеты:

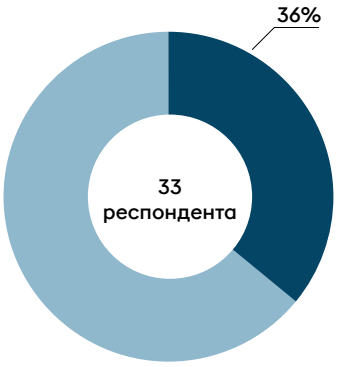
- которым сейчас необходимо масштабироваться: инвестиции в оборотный капитал и капитальные затраты, неорганический рост, развитие IT инфраструктуры и прочие важные нужды, направленные на рост фундаментальной стоимости бизнеса;
- с достаточно высокой долговой нагрузкой с целью ее снижения (как правило, миноритарная доля за 100% cash-in, идущий на погашение долга и высвобождение FCF для последующего распределения текущим акционерам и инвесторам);
- которые являются растущими, масштабируемыми и развивающими историями, способными выстроить интересную «equity story» с конечной целью стать публичной компанией на горизонте 3-5 лет.

Как бонус, участие институционального финансового инвестора часто привносит финансовую, индустриальную и портфельную экспертизу – это некое «Value add», помимо капитала, которое положительно влияет на развитие приобретаемых таргетов.

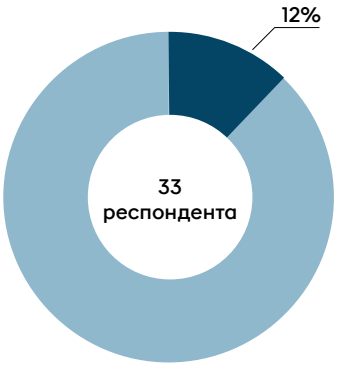
1.4 Сделки по созданию совместных предприятий

#Результаты_опросов

В 2022-2024 гг. создавали СП с российским контрагентом

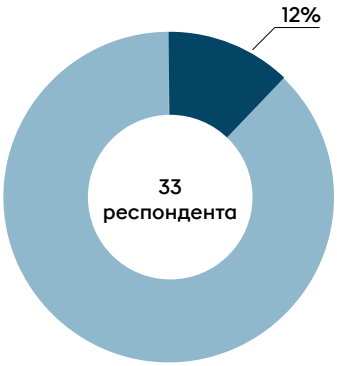


В 2022-2024 гг. создавали СП в РФ с дружественным зарубежным контрагентом



По данным Опроса индустриальных игроков

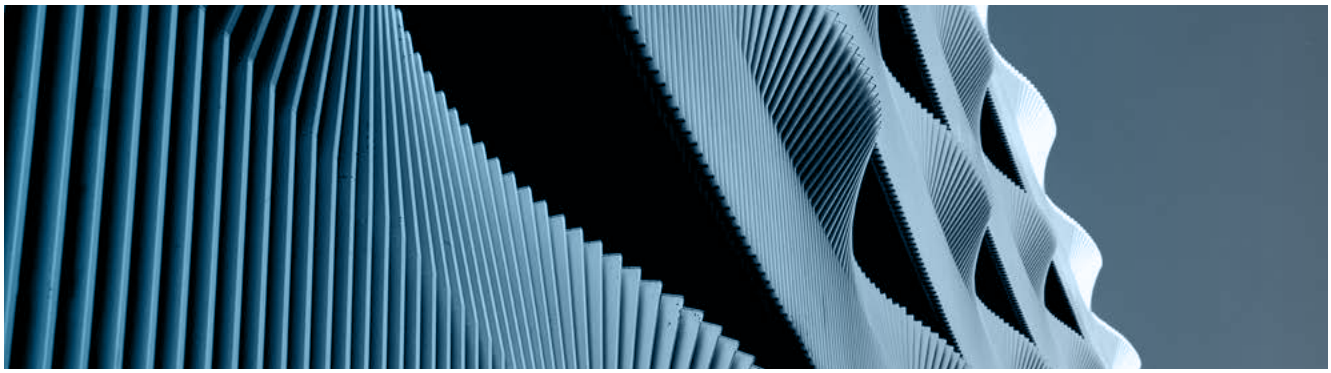
В 2022-2024 гг. создавали СП с дружественным зарубежным контрагентом на территории иностранного государства



По данным Опроса индустриальных игроков

Совместные предприятия – одна из самых сложных, а в случае классической модели – конфликтогенных, форм ведения бизнеса, требующих учета большого количества факторов и обстоятельств как при создании СП, так и в процессе его функционирования. Поэтому такие форматы бизнес-активности не являются широко распространенными. По данным опросов, проведенных в ходе исследования, активность в сфере СП в период 2022-2024 гг. оставалась стабильно умеренной.

При этом результаты опросов показали существенные различия в ответах респондентов как в отношении периода 2022-2024 гг., так и прогнозов на 2025 г. Это объясняется действием множества разнонаправленных факторов, которые могли влиять на мотивы партнеров в отношении деятельности СП в период 2022-2024 гг. Под влиянием одних факторов в течение указанного периода создавались новые совместные предприятия, под влиянием других происходила переконфигурация или расформирование уже созданных СП.





Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

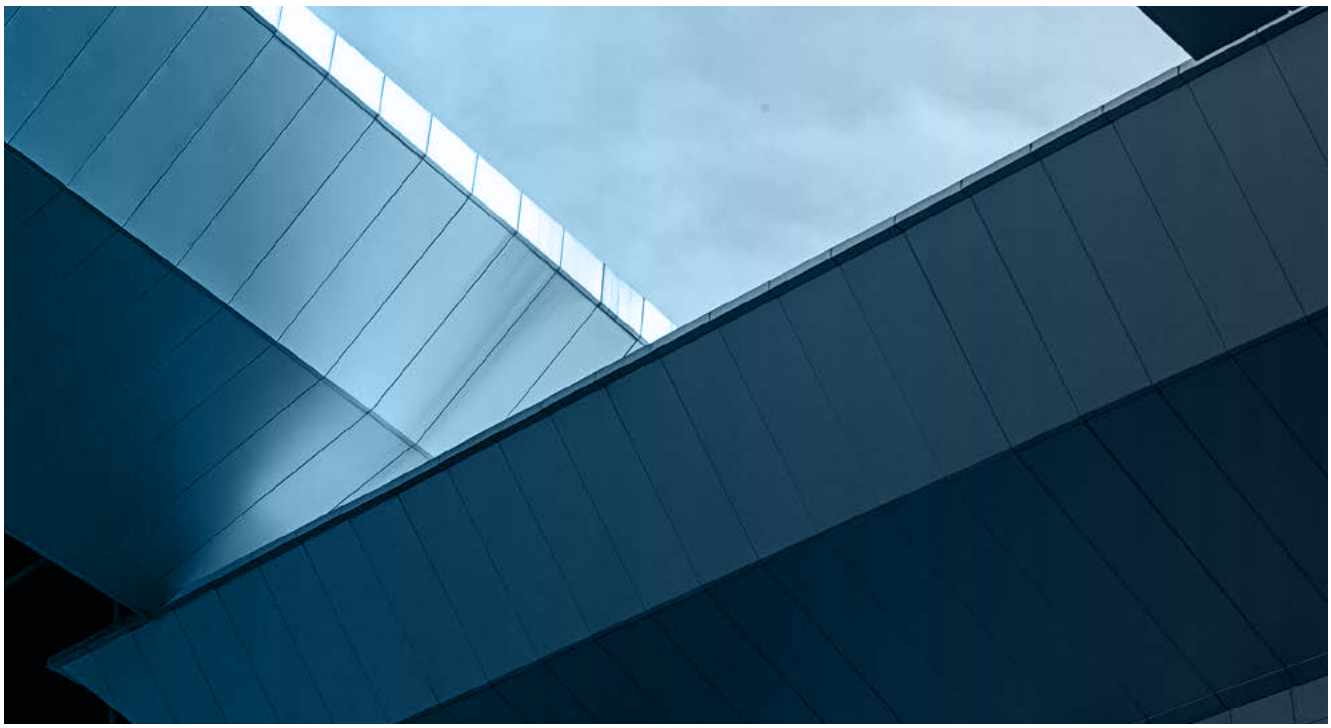
По моему опыту сделок в формате СП стало существенно меньше. Ранее большим драйвером таких сделок были иностранцы (особенно в энергетике и других стратегических отраслях), которые привносили либо технологию / экспертизу, либо финансы. Текущая рыночная конъюнктура лишает рынок возможности использовать такой инструмент в полной мере.

Многие совместные предприятия создавались в этот период в связи со стремлением партнеров разделить расходы по финансированию совместного бизнеса, обеспечить более комфортные условия доступа к рынкам капитала, а также распределить риски от деятельности СП.

Также возросло число т.н. «вынужденных» СП, образовавшихся в результате выхода недружественного иностранного партнера, долю которого выкупил локальный игрок. Привлечение крупного индустриального или институционального игрока в качестве партнера по совместному предприятию могло способствовать улучшению риск-профиля СП «в глазах» банка-кредитора. Бизнесы, в структуре капитала которых присутствовали недружественные иностранные акционеры, не пожелавшие выйти из российского актива, были вынуждены оптимизировать структуру корпоративного управления таким образом, чтобы минимизировать влияние иностранных участников на деятельность российского актива.

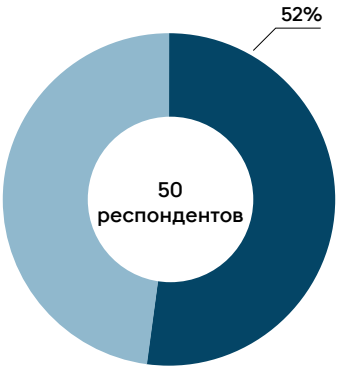
В период 2022-2024 гг. формат СП активно использовался в целях географической или продуктовой экспансии и выхода отечественных игроков на новые рынки, а также в рамках привлечения иностранных инвестиций с локализацией производства и технологий в России.

Доля таких проектов в общем объеме сделок с бизнесами пока относительно невелика. Но по мере развития отношений с дружественными зарубежными регионами и переориентацией на новые рынки сбыта рост интереса к формату СП будет расти.



#Результаты_опросов

В 2025 г. СП будут создаваться чаще



52% респондентов предполагает, что в 2025 г. структуры СП будут чаще использоваться как инструмент минимизации рисков и обеспечения дополнительной гибкости при выходе на новые рынки.

По данным Опроса юридических M&A-команд

В 2025 г. увеличится доля иностранных инвестиций



38% респондентов ожидает, что в 2025 г. возрастет доля иностранных инвестиций (страны АТР, БРИКС) в российские активы, которые будут структурированы по модели СП.

Как показывают итоги опросов, ведущие юридические консультанты ожидают в 2025 г. увеличения числа новых совместных бизнесов и стратегических альянсов, в том числе с участием иностранных инвесторов из дружественных юрисдикций.

По данным Опроса юридических M&A-команд

#Мнение_экспертов



Алексей Лукьянов

Директор по работе с инвесторами
Всеинструменты.ру, MBA (IE Business School)

В условиях дефицита ликвидности у инвесторов и нежелания продавцов реализовывать активы по низким ценам, СП может стать альтернативой для многих игроков рынка. Высокая неопределенность и низкий рост рынков капитала заставляет многих стратегических игроков снижать риски, и проекты в формате СП являются в ряде случаев оптимальным форматом распределения рисков между партнерами. Однако, стоит отметить что сам по себе процесс создания СП может быть сложнее, чем M&A сделка, так как по сути создается новая бизнес единица, где не всегда есть история и слаженная команда.

В ходе данного исследования мы попросили ведущих M&A-консультантов отметить наиболее важные аспекты, которые необходимо учесть при структурировании совместных предприятий и поделиться лучшими практиками в этой области. Эксперты едины во мнении, что при создании совместного бизнеса в первую очередь следует разрешить ряд принципиальных вопросов, касающихся: (i) стратегии и цели СП, оценки величины синергий от его создания; (ii) вкладов каждой из сторон СП в совместную деятельность и их корректной оценки; (iii) стратегии выхода из СП и определения требуемой доходности; (iv) порядка корпоративного управления СП и принятия ключевых решений; (v) предотвращения и урегулирования тупиковых ситуаций. Каких-либо принципиальных изменений, за исключением тех, что вызваны общерыночными факторами и тенденциями, в период 2022-2024 гг. в отношении структурирования совместного бизнеса не отмечается.

#Лучшие_практики



E L W I

Александр Шалаев

Партнер юридической фирмы E L W I

Участники СП, как правило, создают СП в целях объединения своих активов и бизнес возможностей для более эффективной реализации какого-либо проекта. В этой связи мы полагаем, что отправными и отличительными условиями создания СП являются положения о формировании основных активов СП (передача соответствующих активов и лицензий) и обеспечение дальнейшего существования СП с использованием возможностей его участников (в т.ч. предоставление какой-либо инфраструктуры, оказание услуг и т.д).

Ко второй ключевой группе вопросов, которые необходимо решить при создании СП, на наш взгляд, следует отнести положения о: (1) о разрешении тупиковых ситуаций в различных органах управления СП, и (2) снижении рисков возникновения тупиковой ситуации, поскольку в классическом СП (с равными долями участников) зачастую все вопросы его деятельности решаются единогласно на уровне общего собрания или коллегиальных органов управления, что при полярности позиций участников СП может приводить к задержке принятия необходимых решений и, в конечном счете, к упущенным возможностям или дополнительным расходам СП.

Положения о разрешении тупиковой ситуации могут включать и различные варианты выкупа доли одного из участников СП.

В том, что касается механизмов недопущения тупиковой ситуации, то речь может идти о согласовании участниками СП: (1) распределения между ними прав номинировать кандидатуры для назначения / избрания на должности генерального директора, его заместителей и ключевых работников СП; (2) бюджета СП на первый год и / или бизнес-плана СП на более длительный срок; (3) основного способа и условий финансирования СП (в первые годы жизни СП или на весь период существования СП).

> «Бизнес-модель совместного предприятия будет чаще использоваться в 2025 г. в качестве способа минимизации рисков и фактора дополнительной гибкости при выходе на новые рынки»



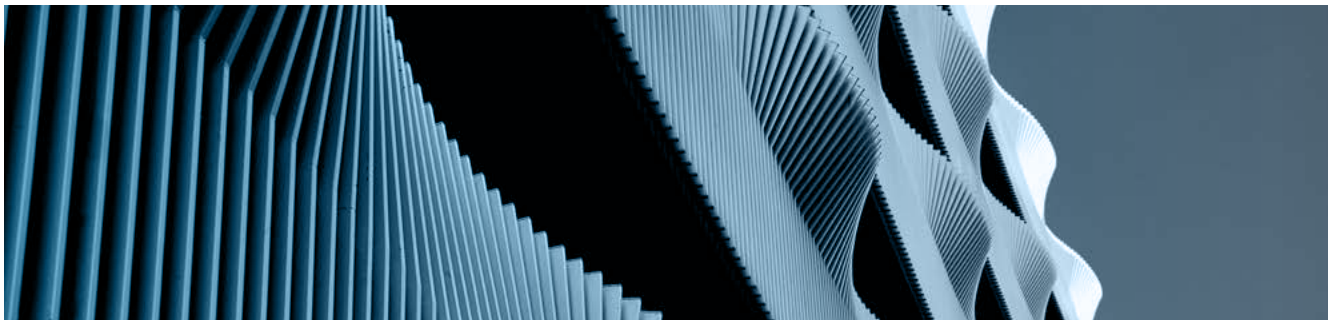
ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Дмитрий Коломеец

Советник корпоративной практики юридической фирмы «Восход»

При создании совместного предприятия (СП) крайне важными являются следующие аспекты:

1. порядок вхождения инвестора в капитал, в частности, механизм и сроки внесения вклада (денежные средства / имущество), оценка стоимости вклада, механизмы контроля за целевым использованием инвестиций (цены акций/ вклада инвестора);
2. условия выхода участников / акционеров из СП (cash in / cash out сделки), в частности, события ликвидности, выкуп, включая посредством опционных конструкций (с учетом минимальной гарантированной доходности), право присоединиться к продаже, положения о подготовке общества к IPO, в частности, о преобразовании ООО в НПАО для последующего проведения IPO (на практике в таком случае заключается сначала корпоративный договор в отношении ООО, затем в отношении НПАО и далее уже ПАО, в каждом случае с учетом необходимых корректировок);
3. корпоративное управление обществом, на базе которого создается СП, и компаниями группы, в частности, вопросы номинирования членов органов управления / кандидатуры генерального директора, квалификационные требования для таких лиц, порядок принятия решений (кворум, reserved matters, положения о разрешении тупиковых ситуаций);
4. последствия нарушения сторонами корпоративного договора его условий;
5. порядок осуществления прав на доли / акции, включая лок-ап, преимущественное право, разрешенные сделки;
6. распределение прибыли (пропорциональное / непропорциональное), включая положения об обеспечении минимальной гарантированной доходности;
7. положения о смене контроля и последствиях несогласованной смены контроля (в частности, опционы);
8. вопросы финансирования общества;
9. планирование деятельности общества (бизнес-план, стратегия) и соответствующие обязательства участников СП;
10. обязательства о неконкуренции (в частности, посредством заключения отдельного соглашения), в котором необходимо определить круг запрещенной деятельности, осуществление которой будет считаться нарушением соглашения, круг лиц, на которых будут распространяться соответствующие обязательства, и последствия нарушения таких обязательств;
11. информационные и иные права акционеров.



Особые ситуации структурирования сделок через СП

#Результаты_опросов



29% респондентов структурирует проекты по приобретению IT-команды (acqui-hiring) путем формирования СП.

Мы попросили M&A-экспертов прокомментировать итоги опроса и отметить наиболее важные аспекты структурирования проектов acqui-hiring по российскому праву с использованием модели совместного предприятия.

По данным Опроса по аспектам Tech M&A

#Мнение_экспертов



NIKOLSKAYA consulting

Евгений Юрьев

Партнер юридической фирмы
Никольская Консалтинг



NIKOLSKAYA consulting

Константин Саврыга

Юрист юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Данный тип сделок может осуществляться в 2 формах:

Если покупатель заинтересован в основном продукте таргета, то сделка не отличается от обычных PE / VC сделок и представляет собой стадийное приобретение долей с использованием earn-out и опционной обвязки, которая обеспечивает мотивацию продавцов, команды и стадийность выплат.

Если же покупатель з**аинтересован только в команде** и / или меньшей части их продуктов, то оптимальным представляется создание временного совместного предприятия **с механизмом earn-out и опционной обвязкой**, как и в случае выше. При этом команда таргета переходит в группу покупателя, осуществляя либо интеграцию своих избранных сервисов в сервисы покупателя, либо каннибализируют свои продукты в пользу продуктов покупателя.

При этом выплаты по earn-out или опциону-колл привязаны к эффективности указанной интеграции или каннибализации, а не к финансовым результатам самого таргета.

При правильной имплементации, указанная структура мотивирует команду полностью интегрироваться в бизнес покупателя, способствует его росту за счет новых клиентов и при этом исключает риски, связанные с legacy продуктами приобретенной команды или ее желанием вернуться в старый бизнес.



НОВЫЕ ВЫЗОВЫ
НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

«Брак по расчету»: основные аспекты создания СП

Создание СП недаром считается одним из самых сложных типов сделок для согласования и структурирования, поскольку речь в данном случае идет не о сиюминутном взаимодействии сторон с целью передать бизнес, а о длительном совместном существовании в рамках одной юридической структуры и одного операционного контура. Поэтому наиболее важной задачей для начала работы над созданием СП является принципиальное согласование стратегических целей, которые каждая из сторон преследует в процессе создания СП – стороны должны, как минимум, «смотреть в одном направлении», даже если их сиюминутные представления о способах достижения заявленных целей могут незначительно отличаться.

Когда цель определена и согласована, основной задачей становится определение того, что каждая из сторон может привнести в СП: материальные и нематериальные активы (в т.ч. большое внимание должно быть уделено вопросам прав на объекты интеллектуальной собственности), компетенции, команду, клиентскую базу и пр., а также того, кто и за что будет отвечать в рамках достижения заявленных целей (это могут быть вопросы коммерции, производства, финансирования и другие).

Наиболее острым вопросом, возникающим в рамках работы над СП, является, безусловно, оценка «вкладов» сторон и соответствующее распределение долей владения в СП. К примеру, если вопрос, как оценивать материальные активы – это, скорее, дело техники, то как оценивать уникальную компетенцию, команду или клиентскую базу – это вопрос договоренностей, оставляющий существенное поле для маневра в распределении долей. При этом, в этот момент сторонам также необходимо договориться, что именно то или иное распределение долей будет означать в части корпоративного управления и решения операционных и иных вопросов.

Также необходимо заранее предусмотреть возможности сторон по выходу из СП в случае, если одному из партнеров работа в рамках СП становится более неприемлемой. И важным аспектом в данном случае будет общее понимание того, что в этом случае происходит с активами, которые привнес партнер, покидающий СП. К примеру, в нашей практике были случаи, когда в рамках сделки по выкупу доли партнера в СП спорным моментом становилась судьба прав на объекты интеллектуальной собственности, которые были привнесены партнером, продающим свою долю, и которые он продолжал использовать на других рынках присутствия.

При этом данные объекты интеллектуальной собственности были критичны для бизнеса СП, и их потеря означала бы существенное падение стоимости этого бизнеса.





KKMP LEGAL

Алёна Кучер

Старший партнер
юридической фирмы KKMP

Азиатские партнеры в российских совместных предприятиях

С 2022 г. после массового ухода иностранных игроков с российского рынка освободилось большое число производственных мощностей. После перехода контроля к российским покупателям некоторые предприятия быстро адаптировались и запустили производство под новыми брендами. Для других компаний производство было завязано на комплектующие или услуги (в частности, лицензии, IT-продукты), предоставляемые ушедшим иностранными собственниками.

Проблема особенно заметна в сегменте автомобилестроения. Для полноценного производства завод нуждается в компонентах или машинокомплектах. Иначе производить нечего, и завод простаивает. Это открывает возможности для иностранных инвесторов, готовых поставлять свои машинокомплекты и технологии для продолжения работы производственных мощностей в России.

Одним из распространенных способов «входа» на российский рынок для иностранного бизнеса является создание СП с российским партнером. Российская сторона обладает необходимым опытом и экспертизой для решения вопросов организации бизнеса «на местах», она облегчает адаптацию иностранного бизнеса к российским регуляторным реалиям, а также зачастую является собственником производственных мощностей.

За последние годы у нас накопился обширный опыт работы с иностранным инвесторами (в первую очередь, китайскими), которые создают СП с российскими партнерами.

Ниже мы делимся некоторыми соображениями об основных рисках и проблемах таких СП на базе нашего опыта по созданию российско-китайского СП по производству и реализации автомобилей.

1. Производственной базой зачастую выступают мощности, оставленные западной компанией, которая получила опцион на обратное приобретение операционных компаний. Это осложняет решительность инвестора, который стремится получить максимальную защиту на случай реализации опциона. Проект по факту зависит от нереализации опциона, что требует проработки вопросов разворота инвестиции на случай негативного сценария.
2. Рентабельность бизнеса зачастую может быть достигнута только при соблюдении требований специального инвестиционного контракта (СПИК), который обеспечивал бы определенные льготы, ключевые для конкурентоспособности товара на российском рынке. Так, без компенсации утилизационного сбора цена конечного товара существенно увеличивается, что влияет на спрос.
3. Проблема технологической «связанности» с партнером по СП. Инвестор берет на себя обязательство обеспечить поставки необходимых компонентов для сборки автомобилей на заводе. При этом для получения льгот по СПИКу требуется строгое соблюдение требований по количеству выпускаемых товаров. Отсюда возникает множество вопросов, нуждающихся в тонкой настройке:
    - Остановка поставок компонентов с высокой степенью вероятности повлечет остановку производства и нарушение условий СПИК. Мотивировать китайского партнера достаточно сложно, так как у него нет имущества на территории России, а инвестиция осуществлялась через вновь созданное SPV. Поэтому в случае существенных дефолтов исполнять решение пришлось бы в КНР. Как минимум, российскому партнеру в такой ситуации необходимо получить защиту в виде гарантии от головной китайской компании.

- Производственная зависимость СП от обоих партнеров влечет невозможность включения опционов в корпоративный договор для целей разрешения тупиковой ситуации. Если российский партнер выкупит китайского партнера, то он останется с остановленным заводом и невыполненными требованиями по СПИК.

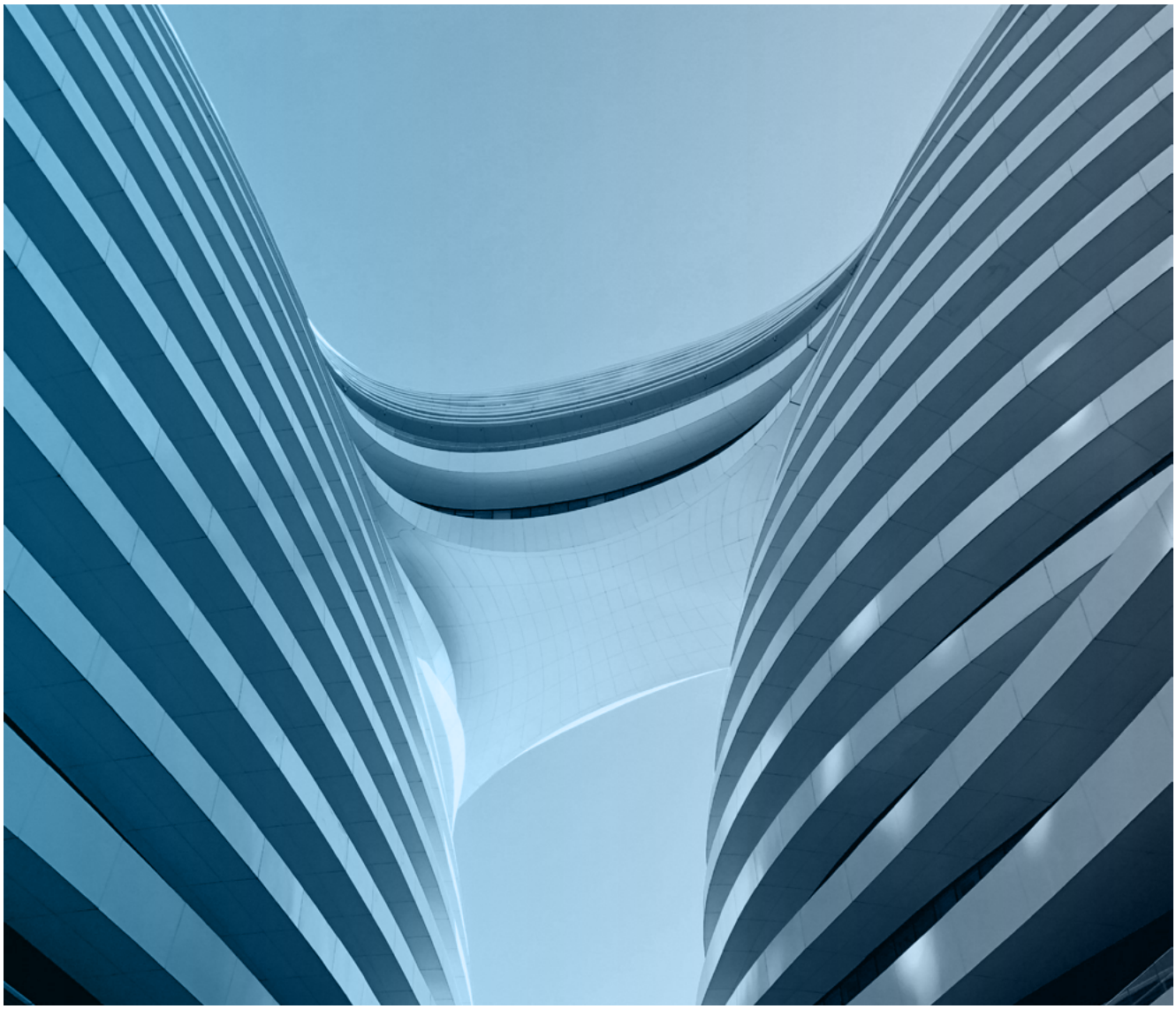
- Учитывая сказанное, в качестве крайней меры для разрешения затянувшегося дедлока может выступать ликвидация СП. Большую проблему вызвает вопрос оценки долей каждой из сторон, учитывая изначальные вклады, полученные по СПИКу льготы и субсидии и пр. элементы финансовой модели. Отдельно стоит вопрос последующей ответственности СП перед государством за невыполненный СПИК на случай ликвидации компании.

Это лишь некоторые из проблем, которые могут возникать при структурировании СП с иностранными участниками.

Отметим, что с 2022 г. можно наблюдать изменение государственной политики в сфере промышленного производства. Происходит переориентация на локализацию, импортозамещение и промышленную независимость. Государственная политика в этой области сопровождается мерами поддержки при локализации производства (в частности, это налоговые льготы, субсидии, компенсация утилизационного сбора и доступ к государственным закупкам). Производство товаров на локализованных мощностях открывает дополнительные рыночные перспективы, к примеру, как это произошло в рамках законодательных поправок, ужесточающих требования к автомобилям, используемым в такси.

Интерес азиатских инвесторов к российскому рынку, в частности, через осуществление деятельности в рамках СП, повышается. В рамках работы China Desk нашей фирмы мы видим возрастающий интерес китайских инвесторов к российским активам, особенно в освободившихся нишах.

Принимая решение об инвестициях китайские клиенты интересуются мерами поддержки, которые они могут получить при осуществлении проекта, ориентируясь на долгосрочную работу на локализованных мощностях.



1.5 Изменение профиля инвестора на рынке частного капитала

M&A-эксперты отмечают, что в период 2022-2024 гг. под влиянием внешних вызовов, связанных со сложной геополитической обстановкой и изменениями макроэкономических условий, изменился не только M&A-ландшафт и отраслевая структура рынка, но инвестиционный профиль многих игроков. Процессы редомициляции холдинговых структур и капиталов в российскую юрисдикцию и отсутствие возможности инвестирования в зарубежные активы в силу валютных и санкционных ограничений, а также ужесточение кредитно-денежной политики Банка России и вызванное ею замедление M&A-активности привели к аккумулированию большого объема ликвидности на локальном рынке. По разным оценкам, на депозитах кредитных организаций сохраняется значительный совокупный объем ликвидности, принадлежащий игрокам сегмента крупного и среднего бизнеса. В течение 2022-2024 гг. российские игроки активно направляли эти средства на приобретение бизнесов, выставляемых на продажу по относительно низким оценкам.

При этом на рынке стали чаще появляться инвестиционные компании новых форматов, которые совершали как краткосрочные финансовые инвестиции, так и стратегические. При этом такие игроки зачастую размещали средства не только в активах, комплементарных основному бизнесу, но и проявляли интерес к новым отраслям и сегментам рынка.

В ходе данного исследования мы попросили M&A-экспертов рассказать о появлении бизнес-структур нового формата и их роли в сделках M&A, а также отметить особенности их инвестиционных стратегий.



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

В последние 3 года, после введения антироссийских санкций, на российском рынке сложилась в некотором смысле **уникальная ситуация**: из-за сокращения возможности инвестировать на глобальных рынках многие владельцы капитала сформировали новые инвестиционные компании (фонды, family-офисы) для размещения средств в российских активах.

Данные компании, с одной стороны, пока **сложно назвать стратегическими инвесторами**, так как они не имеют вовсе или могут рассчитывать на **очень ограниченный объем синергий** между бизнесами, рассматриваемыми для приобретения, и своими существующими проектами, а также, зачастую, не имеют **устоявшихся структур управления активами в конкретных отраслях**. Однако, с другой стороны, эти компании **не являются в чистом виде и финансовыми инвесторами**, так как, пытаясь сконцентрироваться на конкретных отраслях с целью «нащупать» возможности для консолидации, они **не ставят своей обязательной целью дальнейший выход из бизнеса** на понятном и зафиксированном временном горизонте, а готовы формировать профильные команды и развивать бизнес самостоятельно.

При этом, как правило, такие компании **стремятся выкупить контрольную долю или 100% бизнеса**, что соответствует в большей степени тому, как оперируют PE-игроки на западных рынках, а ценообразование в сделках с такими инвесторами происходит с условием необходимости обеспечения приобретаемым активом определенной нормы доходности (в том числе в силу покупки с «плечом»), т.е. также скорее соответствует модели PE.

M&A-эксперты отмечают, что в текущих условиях высокой стоимости заемного финансирования профиль инвестора все больше смещается в сторону **классических стратегических игроков и крупных диверсифицированных холдингов.** Преимуществами таких игроков является более устойчивый кредитный профиль в «глазах» банков, что упрощает доступ к долговому капиталу, и меньшая зависимость таких структур от факторов влияния внешней среды. Многие из таких участников рынка принадлежат к публичному сектору. Результаты опросов (см. график ниже) показывают, что в 2025 г. в сделках M&A ожидается преобладающее участие бизнес-структур из публичного сектора, включая организации с государственным участием.

#Результаты_опросов



40% респондентов ожидает в 2025 г. роста числа сделок M&A с участием компаний публичного сектора на стороне покупателей.

Некоторые эксперты отмечают, что в период 2022-2024 гг. на рынке M&A появилось больше игроков, бизнес-стратегии которых не предполагали высокой инвестиционной активности или расширения путем неорганического роста. Однако в текущих условиях такие компании стали более активно размещать запасы ликвидности в перспективных активах, продаваемых по привлекательной оценке, или способных обеспечить целевую доходность в случае краткосрочных инвестиций.

По данным Опроса юридических M&A-команд

#Мнение_экспертов

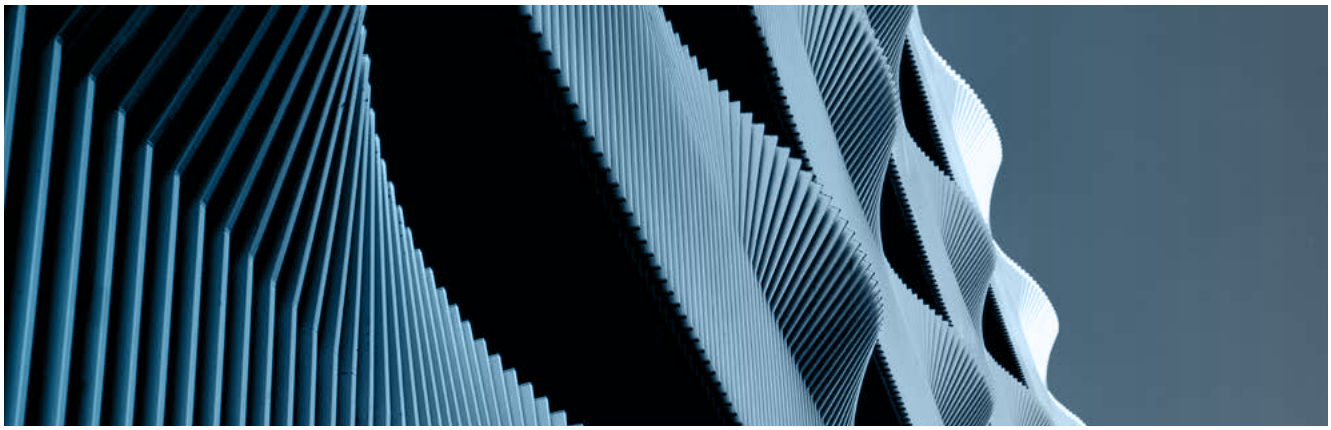


СОВКОМБАНК

Александр Венгранович

Управляющий директор - начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк»

В сделках стали активнее участвовать российские инвестфонды, частные инвесторы и стратегические инвесторы, которые ранее не рассматривали слияния и поглощения как инструмент роста капитала.



02 Спецпроект | Сделки на рынках капитала — изменения и перспективы

Авторы текста: Анастасия Нерчинская, Юлия Загорнова, Александр Кузнецов, Татьяна Невеева, Александр Колосков



- В период 2022-2024 гг. из-за массового выхода зарубежных институциональных инвесторов из российских торгуемых компаний существенно снизился размер сделок IPO.
- В указанный период структура спроса на IPO-продукты изменилась в сторону кратного увеличения доли розничных инвесторов в общем объеме торгов.
- Процесс сбора заявок стал более коротким.
- В сделках IPO реже стали участвовать банки с мандатом выкупа доли IPO на баланс.
- Сделки IPO стали структурироваться по российскому праву. Значительно возросла роль российских юридических консультантов в сопровождении IPO-процедуры на всех ее этапах.
- Существенно изменились подходы к подготовке проспекта ценных бумаг, который из относительно «технического» стал ключевым бизнес-документом, подробно описывающим деятельность компании и equity-истории.
- Более значимой стала роль процедуры due diligence в рамках подготовки компании к выходу на IPO.

#Результаты_опросов

IPO / SPO в период 2022-2024 гг.



По данным Опроса индустриальных игроков



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

18% респондентов Опроса индустриальных игроков и **29%** респондентов Опроса IB, финансовых и M&A консультантов участвовали в размещении акций на публичных рынках в период 2022-2024 гг.

Как видно по результатам опросов, в период 2022-2024 гг. активность по выходу бизнесов на рынки публичного акционерного капитала нельзя назвать высокой. Тем не менее некоторое оживление в этом сегменте рынка наблюдалось вплоть до резкого повышения стоимости капитала вследствие роста ключевой ставки в 2024 г.

Ожидания в отношении IPO-активности в 2025 г.



По данным Опроса индустриальных игроков



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов



По данным юридических M&A-команд

Итоги опросов о перспективах рынка IPO / SPO в 2025 г. выглядят более оптимистичными. **Минимум треть** респондентов всех опросов ожидает в 2025 г. роста числа публичных размещений бизнесов.

#Мнение_экспертов

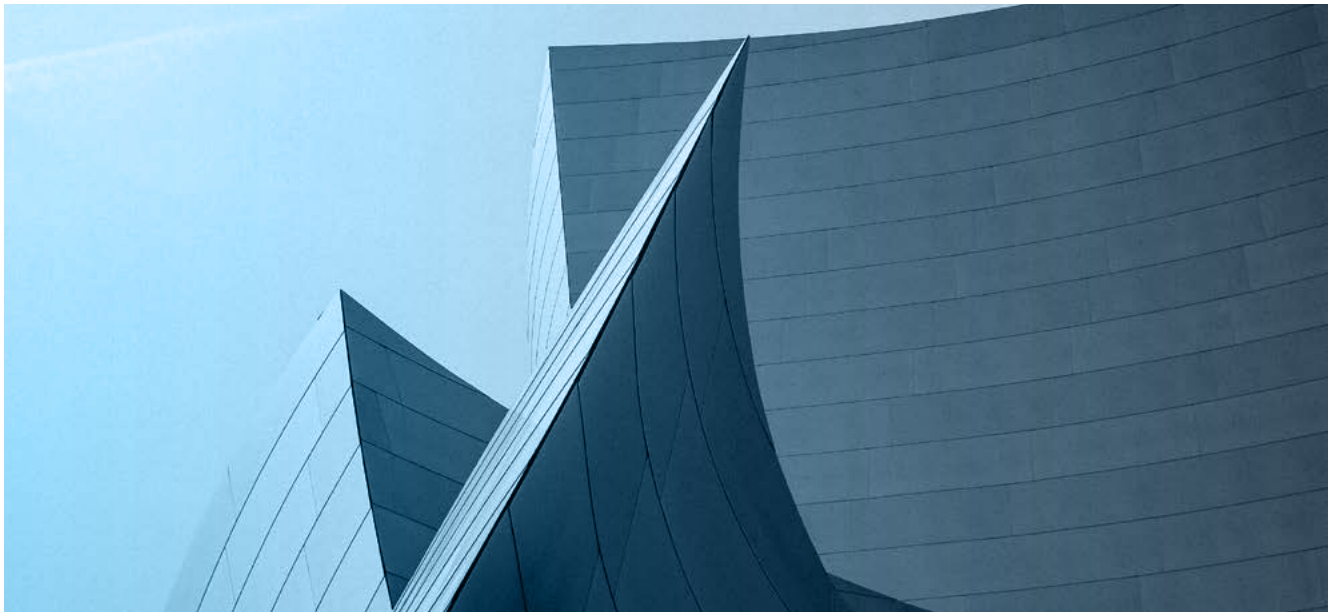


Павел Терентьев

Head of Research Advance Capital

ADVANCE CAPITAL

Конечно, в условиях сохранения высокой ключевой ставки, я бы не стал ожидать «парада IPO» в 2025 г. Если мы говорим про возможность крупных сделок, то потенциальным эмитентам просто не хватит актуального спроса, чтобы получить более 10–15 млрд руб. Тем не менее при благоприятных внешних условиях и смягчении монетарной политики картина может измениться к лучшему достаточно быстро.



Эксклюзивное интервью

В рамках данного исследования мы попросили **Александра Кузнецова**, партнера практики рынков капитала юридической фирмы VERBA LEGAL прокомментировать итоги опросов по публичным размещениям и рассказать о ситуации на рынках капитала в период 2022-2024 гг. и о перспективах проектов IPO / SPO в 2025 г. Интервью провел **Александр Колосков**, старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL.



VERBA LEGAL

Александр Колосков

Старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL



VERBA LEGAL

Александр Кузнецов

Партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

Александр Колосков: Александр, расскажите пожалуйста, о ситуации на рынке акционерного капитала в период 2022-2024 гг.? Можно ли говорить о росте интереса игроков к IPO в этот период?

Александр Кузнецов: Действительно в 2022-2024 гг. наблюдалось оживление активности на российском рынке акционерного капитала, преобладали сделки в формате cash-in. При этом IPO и SPO это по-прежнему «штучный товар»: количество сделок IPO и SPO существенно уступает рынку M&A. В частности, вслед за единственным IPO 2022 г. в 2023 г. было проведено 8 IPO, а по итогам 2024 г. их число составило 14. Тем не менее даже такое количество размещений на первичном рынке акций стало рекордным за последние 17 лет. Большинство компаний, вышедших на IPO, представляют информационно-технологический и финансовый сектора экономики, которые традиционно считаются историями роста.

А. Колосков: Увеличилось ли число размещений в период 2022-2024 гг. в сравнении с более ранним периодом? Изменились ли после 2022 г. размеры IPO или профиль инвесторов?

А. Кузнецов: Вслед за уходом международных институциональных инвесторов с российского рынка акций размер IPO-сделок в «новых реалиях» существенно снизился по сравнению со сделками 2021 г. и более ранних периодов. Так называемый «бум IPO», наблюдавшийся во втором полугодии 2023 г. и первом полугодии 2024 г. был связан с оживлением интереса разных групп инвесторов к российскому фондовому рынку на фоне отсутствия прямого доступа к зарубежным рынкам капитала.

Кратный рост показал объем спроса розничных инвесторов на российское IPO. Доля розничных инвесторов в биржевом объеме торгов на Московской Бирже составила около 75% к концу 2024 г., а количество физических лиц, имеющих брокерские счета на Московской Бирже, по итогам 2024 г. превысило 35 млн.

Некоторое «охлаждение» рынка наметилось во втором полугодии 2024 г. на фоне роста ключевой ставки Банка России и падения котировок многих эмитентов, вышедших на IPO в 2022-2024 гг., что привело к тому, что ряд компаний приняли решение перенести IPO на 2025 г. В 2025 г. вслед за смягчением денежно-кредитной политики Банка России и охлаждением геополитической напряженности может последовать активизация эмитентов в процессе выхода на биржу, однако количество сделок IPO и SPO вряд ли превысит показатели 2024 г.

А. Колосков: Изменились ли подходы к сопровождению проектов IPO / SPO и роль

юридических консультантов? По какому праву структурируются такие сделки?

А. Кузнецов: До 2022 г. большинство IPO сопровождалось наличием в структуре сделок иностранного элемента, в связи с чем, как правило, юридическое сопровождение сделок осуществлялось иностранными юридическими консультантами совместно с российскими юридическими консультантами. При этом последним отводилась роль так называемого «специального консультанта» отвечающего за подготовку российского проспекта ценных бумаг и получение листинга акций или депозитарных расписок, удостоверяющих права на акции, на российской бирже.

Опыт 2023-2024 гг. показал, что в связи с изменением ландшафта российского фондового рынка сделки IPO по объективным причинам структурируются в соответствии с российским правом. Это привело к тому, что юридические консультанты, сопровождающие такого рода сделки (российские юридические фирмы и «наследники» международных юридических фирм), приняли на себя лидирующую роль в части правового обеспечения подготовки к IPO, что подразумевает участие в работе над всей юридической документацией по сделке, включая проспект ценных бумаг, мандатные соглашения между эмитентом (акционерами эмитента) и банками-организаторами IPO, договоры об ограничении отчуждения акций в течение определенного срока после IPO (lock-up), договоры с брокерами, соглашения, оформляющие стабилизацию цены акций после начала торгов на бирже, маркетинговые материалы.

А. Колосков: Какой инструмент или процедуру можно назвать ключевыми в рамках IPO-процесса и какие задачи они выполняют?

А. Кузнецов: Мы наблюдаем своего рода «реинкарнацию» российского проспекта ценных бумаг. Вслед за вступлением в силу новой формы проспекта, в которой были учтены определенные подходы, применявшиеся при подготовке иностранных проспектов и меморандумов о предложении ценных бумаг, изменилось и общее отношение участников IPO-процесса к данному документу.

Новое отношение к российскому проспекту потребовало и изменения подхода к работе над ним. В частности, теперь неотъемлемым элементом качественной подготовки к IPO является комплексная юридическая проверка (legal due diligence) группы эмитента, целями которой являются в первую очередь выявление правовых рисков, которые могут препятствовать выходу компании на публичный рынок, а также формирование базы для достоверного и по возможности всеобъемлющего раскрытия факторов риска, с которыми могут столкнуться инвесторы после приобретения ценных бумаг компании (последнее важно в том числе для хеджирования ответственности менеджмента и акционеров компании от рисков предъявления исков инвесторов, основанных на ненадлежащем или вводящем в заблуждение раскрытии информации в проспекте).

В целом можно однозначно констатировать, что увеличение количества IPO на российском фондовом рынке привело к повышению значимости роли российского юридического консультанта на сделке. Вместе с тем потребуется еще не один год, чтобы сформировать практику применения инструментов, привычных для международных сделок IPO (включая indemnity и lock-up), в российском правовом поле. В настоящее время данные инструменты не тестировались российскими судами в контексте сделок IPO, что порождает некоторую неопределенность относительно возможности их эффективного исполнения.

А. Колосков: Какой вклад в развитие правового регулирования IPO / SPO могло бы сегодня сделать профессиональное сообщество специалистов по рынкам капитала?

А. Кузнецов: Представляется, что было бы полезным инициировать работу по подготовке стандартной (модельной) документации по сделкам IPO, учитывающей лучшие мировые практики, при участии ведущих игроков рынка.

А. Колосков: Каковы перспективы рынка IPO/SPO в 2025 г.? Какие факторы могут способствовать росту числа публичных размещений?

А. Кузнецов: Для существенного увеличения IPO активности в 2025 г. необходимо несколько условий: во-первых, снижение ключевой ставки Банка России (которая напрямую влияет на индикативную оценку компании, которую она получает от инвесторов в рамках подготовки к IPO); и, во-вторых, улучшение геополитической обстановки, что потенциально может вернуть хотя бы часть иностранного капитала на российский фондовый рынок. Если Правительство совместно с Банком России согласуют пакет мер поддержки (включая налоговые преференции) для компаний, выходящих на публичный рынок акционерного капитала, это может стать серьезным фактором роста количества IPO и SPO.

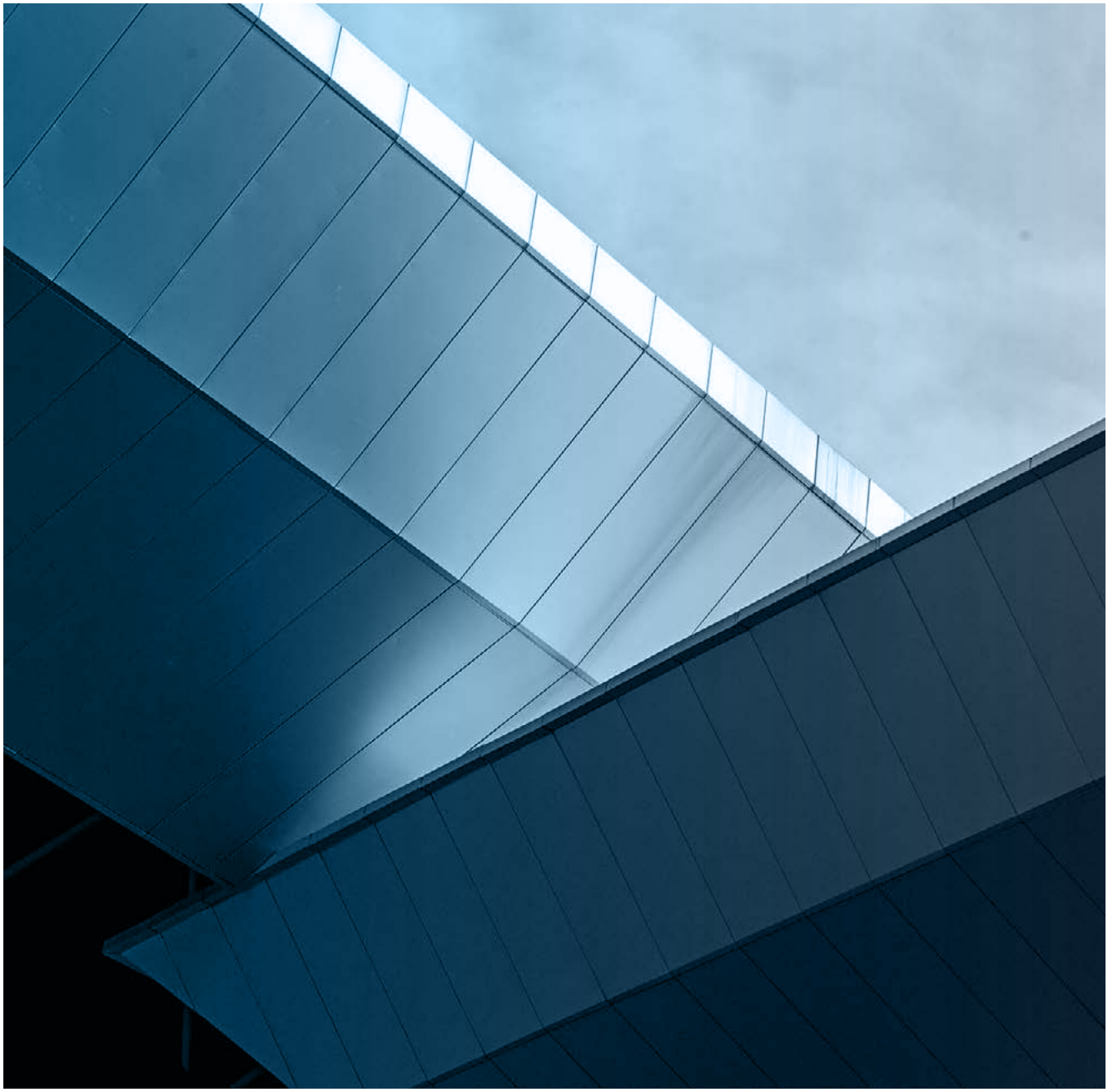
А. Колосков: В продолжение разговора о сделках на публичных рынках, хотелось бы затронуть тему выкупа крупных пакетов акций? Как известно, в России не пользуются популярностью форматы добровольного или обязательного предложения, являющиеся аналогом западного инструмента tender offer. Изменилась ли ситуация в период 2022-2024 гг.?

А. Кузнецов: Мы не наблюдали каких-либо значимых изменений в количестве tender offers за 2022-2024 гг.: такие сделки по-прежнему редки. Отчасти это связано и с несовершенством российского законодательства, регулирующего процедуры обязательного и добровольного предложения при приобретении крупных пакетов акций ПАО. Несмотря на законодательные инициативы Минэкономразвития и Банка России, tender offer в российских реалиях по-прежнему не распространяется на косвенное приобретение акций и иные формы установления контроля над ПАО.

А. Колосков: Встречались ли в период 2022-2024 гг. случаи, когда процедура обязательного предложения проводилась в качестве одного из этапов реструктуризации публичной компании в частный бизнес?

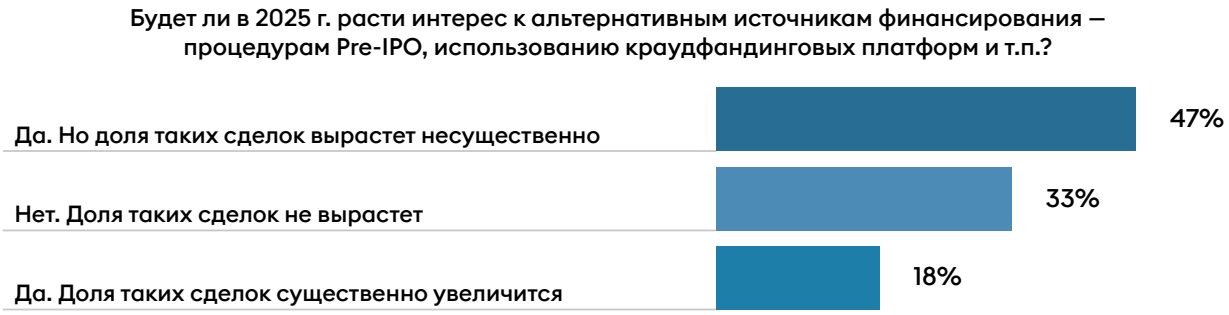
А. Кузнецов: Практика 2022-2024 гг. подтвердила, что tender offers в России по-прежнему используются не только для консолидации контроля, но и для перехода компаний в статус частных, непубличных.

Кейс «Детского мира» является показательным для российского рынка: компания за несколько лет может пройти от выхода на IPO до обратной трансформации в частную компанию. Аналогичный пример де-факто продемонстрировало ПАО «Смарттехгрупп» (материнская компания финтех-сервиса CarMoney), хотя его акции все еще торгуются на бирже: через год после IPO компания сообщила о стратегическом партнерстве с Промсвязьбанком, который объявил оферту о выкупе акций на открытом рынке у миноритарных акционеров, что фактически обозначило стремление на консолидацию контроля у мажоритарного акционера с перспективой возврата компании в непубличный статус.



Pre-IPO и стратегия Dual-track

#Результаты_опросов



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

В ходе исследования мы попросили **Антона Устименко**, партнера Группы компанииий Б1, прокомментировать особенности процедуры Pre-IPO и перспективы таких проектов на 2025 г., а также отношение игроков рынка в период 2022-2024 гг. к так называемой стратегии dual track, когда бизнес рассматривает обе опции – размещение на бирже или продажу стратегическому покупателю.

#Мнение_экспертов



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Антон Устименко

Партнер Группы компаний Б1

Традиционный pre-IPO – это раунды частных инвестиций от фондов, которые рассчитывают заработать на росте капитализации компании за год-два до IPO. В России pre-IPO стали называть еще и сделки, в которых привлекают деньги в формате краудфандинга на специальных pre-IPO площадках, что приводит к завышению оценки таких компаний и трудности заработать на этом самом апсайде между pre-IP и IPO раундами.

В 2025 г. таких сделок может стать больше только при условии, что оценка станет более реалистичной, потому что сделки эти конкурируют со сделками на рынке частного капитала и венчурного рынка, где важно, чтобы вход в проект давал возможность заработать требуемую доходность на выходе.

При этом хорошая стратегия выхода на рынки капитала всегда предусматривает запасные варианты, в том числе M&A и привлечение стратегического или финансового инвестора. Поскольку порог выхода на IPO в России после 2022 г. снизился, а в стране было заперто достаточно ликвидности, это создало успешный рынок IPO в 2023-2024 гг., который охладился за счет повышения ключевой ставки. По мере появления сигналов по снижению ставки, рынок IPO возродится. M&A, хоть и показал всплеск в 2024 г., притормозил по той же причине, так как большинство сделок делается в долг. Будем ждать отскока по мере снижения ключевой ставки.

О тенденциях 2025 г. в сфере сделок формата pre-IPO, их перспективах и ключевых отличиях от процедуры IPO рассказал **Александр Кузнецов**, партнер юридической фирмы VERBA LEGAL.



VERBA LEGAL

Александр Кузнецов

Партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

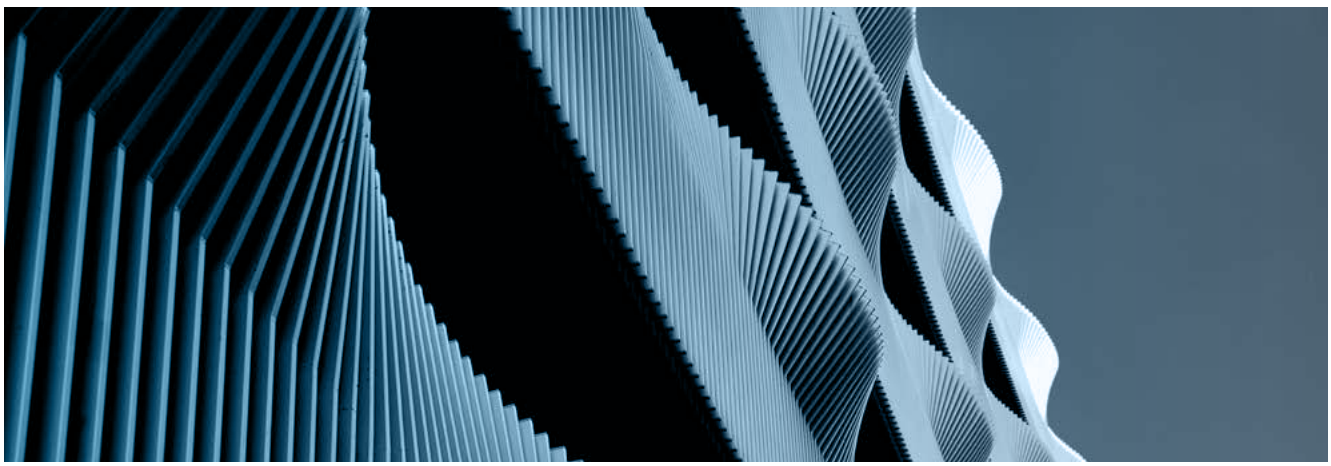
В текущих реалиях в сделках pre-IPO принимают участие **непубличные** акционерные общества, привлекающие финансирование **путем размещения дополнительных акций по закрытой подписке, то есть определенному кругу лиц** (например, среди инвесторов на инвестиционной платформе). Напротив, IPO заключается в приобретении обществом публичного статуса и предложении акций на бирже неограниченному кругу инвесторов. Следует отметить, что само по себе участие компании в pre-IPO **не гарантирует** ее последующий выход на IPO. Это важно учитывать при принятии инвестиционных решений.

На наш взгляд, относительно короткие сроки реализации и положительный опыт участия в pre-IPO АО «ЗАРЯД!» (бренд «Бери заряд») и АО «Самолет Плюс» приведут к росту подобных сделок в 2025 г. по сравнению с предыдущим годом.

При этом среди тенденций развития сделок pre-IPO можно выделить:

- **автоматизацию расчетов** и передачи акций первым владельцам при размещении на инвестиционной платформе;
- **введение регулятором дополнительных требований** к финансовой отчетности, корпоративному управлению и раскрытию информации для защиты инвесторов (по аналогии с требованиями к публичным обществам).

> «Модель pre-IPO предполагает непубличный статус эмитента (компании в форме акционерного общества) в момент выпуска дополнительных акций, которые распространяются среди широкого, но ограниченного круга лиц. В 2025 г. эксперты рынка ожидают увеличения числа сделок формата pre-IPO в сравнении с 2024 г.»



#Результаты_опросов

Ожидания по активности в формате Dual Track в 2025 г.



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов



По данным Опроса юридических M&A-команд

Как видно из результатов опроса, абсолютное большинство респондентов не ожидает в 2025 г. активности в рамках процессов Dual Track, предполагающих, что компания одновременно рассматривает и прорабатывает две взаимоисключающие стратегии – выход на IPO и продажу стратегическому инвестору. **Александр Кузнецов**, партнер юридической фирмы VERBA LEGAL, прокомментировал итоги опросов и отметил причины низких ожиданий игроков в отношении процессов Dual Track.

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Александр Кузнецов

Партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

Представляется, что непопулярность параллельной подготовки к IPO и M&A (dual track) связана с высокой **сложностью и издержками** этих процессов. Менеджменту компании необходимо одновременно уделять внимание получению публичного статуса и взаимодействию с потенциальными стратегическими инвесторами. Кроме того, нельзя полностью исключать риск того, что компания задействует большие человеческие и финансовые ресурсы, однако ни один из сценариев не реализуется по причине неудовлетворительной цены или неготовности рынка к IPO.

В современных реалиях для компаний может быть наиболее предпочтителен иной вариант: на первом этапе – привлечение стратегического инвестора для развития бизнеса, на втором этапе – выход на IPO уже с более сильной позицией на рынке.



Проекты SPAC

До начала масштабного введения международных санкций в условиях относительно «высокого» рынка, особенно в 2021 г., были востребованы проекты формата SPAC[22], позволяющие компании выйти на биржу через процедуру, альтернативную IPO. В ходе данного исследования мы попросили участников онлайн-анкетирования поделиться мнением о перспективах проектов SPAC на 2025 г. Результаты опросов показали, что абсолютное число респондентов не ожидает какой-либо активности в сфере проектов SPAC в 2025 г. Мы попросили экспертов прокомментировать факторы, сдерживающие активность в сегменте сделок по модели SPAC.

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

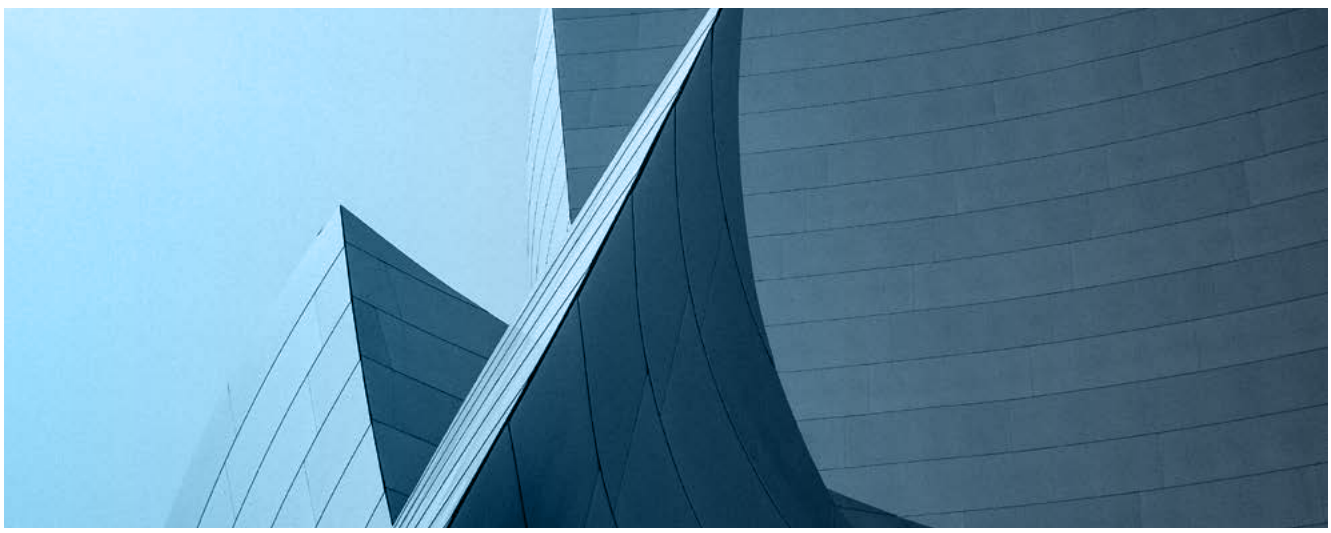
Александр Кузнецов

Партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

Для выхода на биржу российских компаний с применением SPAC – заранее выведенной на биржу компании-«пустышки», созданной специально для дальнейшего слияния с непубличной компанией – в обозримом будущем **имеются существенные препятствия**.

Действующее регулирование не предусматривает возможность публичного размещения акций SPAC на российском рынке, а доступ к зарубежным SPAC ограничен в связи с действующими санкционными мерами.

Для того, чтобы рынок SPACов стал актуален для российских эмитентов и инвесторов, потребуется внесение изменений в законодательство о рынке ценных бумаг, а также дополнительная проработка данного вопроса в подзаконных актах Банка России и правилах организаторов торгов. Работа в данном направлении была начата Правительством РФ и Банком России в рамках «Плана мероприятий по формированию доступных финансов для инвестиционных проектов» в 2021 г. Однако, в настоящий момент **не ведется обсуждение** каких-либо законопроектов, которые позволили бы использовать механизм SPAC на российском рынке. Внесение необходимых для реализации механизма SPAC изменений в законодательство займет существенное время и вряд ли будет завершено в 2025 г.



23 Special Purpose Acquisition Company



VERBA LEGAL

Александр Кузнецов

Партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

IPO в новых реалиях

За последние три года на российском фондовом рынке наблюдается «бум» первичных публичных размещений (предложений) акций эмитентами и их акционерами (IPO). Мы хотели бы обратить внимание на несколько ключевых документов по сделке IPO в новых реалиях.

Проспект ценных бумаг

Опыт 2022-2024 гг. показал, что из формального инструмента раскрытия информации, использовавшегося в основном для целей соблюдения императивных норм законодательства о недопустимости предложения ценных бумаг неограниченному кругу лиц без регистрации проспекта, российский проспект трансформировался в ключевой документ по сделке, который содержит подробное описание бизнеса и ключевых факторов инвестиционной привлекательности, отраслевой информации, факторов риска, связанных с приобретением ценных бумаг, а также операционных и финансовых показателей, привычных для инвестиционного сообщества.

Мандатное соглашение

Мандатное соглашение, или соглашение об организации публичного размещения (предложения) акций, устанавливает объем услуг, которые синдикат банков-организаторов IPO оказывает эмитенту и / или его акционерам, а также условия оплаты этих услуг.

Отличительной особенностью мандатного соглашения является наличие в нем обязательств эмитента (акционеров эмитента) о возмещении имущественных потерь, которые банки-организаторы могут понести после проведения IPO. Данные обязательства являются аналогом «indemnity», свойственного мандатным соглашениям, подчиненным иностранному праву – благо отечественное законодательство содержит надлежащий правовой инструмент для такого рода обязательств: соглашение о возмещении имущественных потерь, предусмотренное статьей 406.1 ГК РФ. Обязательства о возмещении имущественных потерь призваны обеспечить юридическую защиту банков-организаторов IPO от исков и претензий со стороны третьих лиц (в том числе регулятора, инвесторов, биржи) в связи с IPO.

Формулировки мандатного соглашения о возмещении имущественных потерь традиционно являются ключевым (и зачастую самым чувствительным) вопросом переговоров в ходе подготовки к IPO. Несмотря на разные подходы к возмещению потерь, встречающиеся в рыночной практике, можно констатировать, что необходимость включения соответствующих положений не подвергается сомнению со стороны компаний и их акционеров.

Lock-up

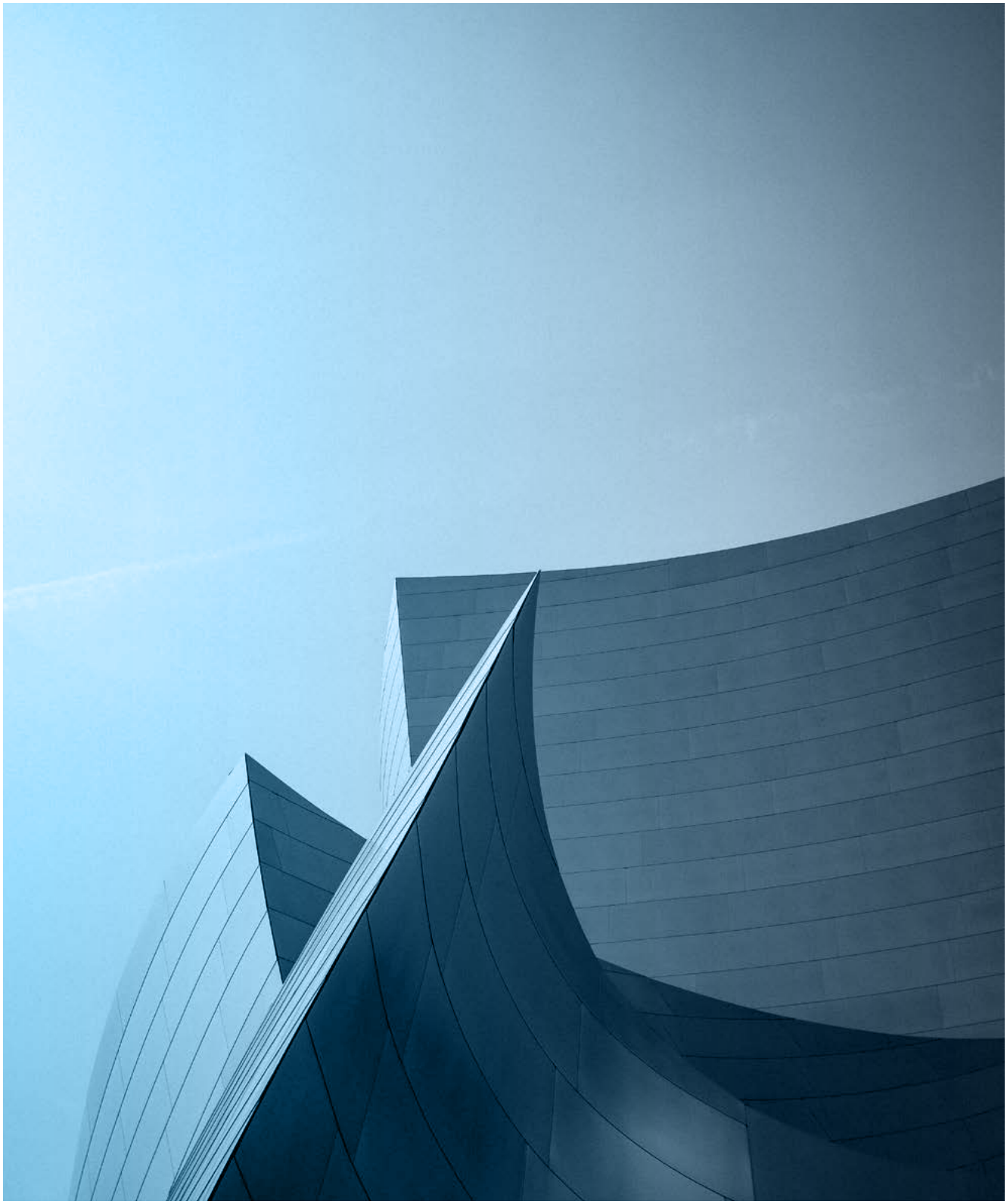
Договор об ограничении отчуждения акций в течение определенного срока после IPO (lock-up) – как правило, этот срок составляет 180 дней после IPO – может быть элементом мандатного соглашения или оформляться как «side letter».

Вне зависимости от его формы lock-up предусматривает запрет на отчуждение (включая продажу, внесение в уставный капитал, мену), проведение сделок репо, предоставление в заем или в качестве залога или иного обременения в отношении акций компании. Из данного запрета могут быть определенные исключения: сделки между акционерами, продающими акции в процессе IPO, сделки с акциями в рамках программы долгосрочной мотивации менеджмента и других работников компании (ESOP), обеспечительные сделки и сделки репо с участием финансовых организаций, которые приняли на себя аналогичные lock-up обязательства.

Ключевым вопросом, который предстоит осмыслить российской практике IPO в контексте lock-up, является вопрос обеспечения исполнимости

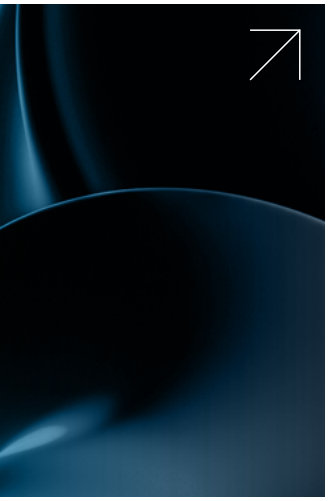
данного соглашения. В настоящее время условия и состав сторон lock-up обязательств (акционеры эмитента и банки-организаторы) публично не раскрываются, в связи с чем инвесторы не имеют эффективной возможности отследить выполнение данных обязательств.

Представляется, что регулятор или биржа могут в обозримой перспективе обозначить участникам рынка рекомендации о раскрытии информации, связанной с lock-up. Однако опубликование состава сторон lock-up обязательств может быть затруднительным ввиду сопутствующих санкционных рисков. В связи с этим одним из механизмов обеспечения выполнения lock-up обязательств могло бы стать заключение трехстороннего соглашения между акционером эмитента, банком-организатором IPO и депозитарием, который учитывает права акционера на принадлежащие ему акции, о блокировке акций на определенный срок. По условиям данного соглашения совершение операций по списанию акций со счета акционера в течение установленного срока могло бы осуществляться только при условии получения согласия банка-организатора IPO.



03 Контур владения активами в новых реалиях

Авторы текста: Анастасия Нерчинская, Юлия Загорнова, Татьяна Невеева, Алёна Кучер, Александр Панов, Валериан Мамагеишвили, Александр Колосков



- В период 2022-2024 гг. усложнились структуры владения активами за счет более частого использования ЗПИФов, СФО, ЛФ, АО.
- Усилился тренд на деконсолидацию бизнес-структур с передачей участия в цепочках собственности физическим лицам.
- Сформировался запрос на конфиденциальность сведений о собственниках активов и ограничение раскрытия информации о бизнесе.
- Увеличилось число звеньев согласования сделок (УК ЗПИФ, специализированный депозитарий, ЦБ РФ и т.п.) и объем информации для целей процедур KYC[23] и проверки полномочий.
- В 2022-2024 гг. был активным тренд на редомициляции холдингов в САР; такие процессы продолжаются и в 2025 г., но более медленными темпами.

В 2022-2024 гг. на фоне масштабного введения санкций многие компании столкнулись с необходимостью адаптировать свои структуры и бизнес-процессы к условиям санкционного режима.

С начала 2022 г. в бизнес-среде стал активно формироваться запрос на конфиденциальность структур владения и сведений о собственниках операционных активов. Многие компании воспользовались новыми возможностями[24] и исключили из публичных реестров ряд сведений о владельцах и менеджерах активов, чувствительных к санкционным факторам. В результате этого в период 2022-2024 гг. появилось множество структур с оптическими «разрывами» в цепочках собственности. В этот период также усилился тренд на деконсолидацию владения и децентрализацию управления крупным и средними бизнес-структурами, оказавшимися в эпицентре действия санкций.

Попытки вывести ключевые бизнес-юниты из-под санкционного контура привели к усложнению корпоративных структур. На протяжении периода 2022-2024 гг. эти процессы происходили различными путями: от практики «разрывов» цепочек владения путем интеграции в бизнес-контуры промежуточных звеньев с закрытой информацией о владельцах (например, ЗПИФы, АО), до создания «зеркальных» корпоративных структур с передачей юридического владения «доверенным лицам».

Вследствие этого за период 2022-2024 гг. на рынке возросло число структур с распределенным и консолидированным контуром владения операционными активами, с ограничением сведений о реальных владельцах в публичных реестрах. В этот период произошел активный рост числа ЗПИФов, некоторые собственники стали проявлять интерес к другим формам закрытого владения бизнесами, например, ЛФ и СФО. Также в указанный период владельцы отечественных бизнесов активно переводили иностранные холдинговые структуры в Россию. В результате масштабных процессов редомициляции бизнесов на рынке появились новые игроки – МК, в отношении которых применяется специальный правовой режим.

В результате отмеченных выше процессов юридические периметры владения активами за период 2022-2024 гг. стали (i) шире; (ii) сложнее (в связи с внедрением новых бизнес-форматов); (iii) труднее для верификации; (iv) «дороже» с точки зрения расходов на их содержание. Корпоративное управление такими структурами, а также **сопровождение сделок M&A** с активами, входящими в их контур, также стало требовать больших ресурсов, чем прежде.

23 Процедура идентификации заказчика (Know Your Customer).

24 Постановлением Правительства РФ от 16.09.2022 г. № 1625 был установлен перечень случаев и порядок ограничения доступа к информации в отношении лиц, попавших под санкционные ограничения, в том числе к сведениям ЕГРЮЛ об учредителях и участниках, единоличном исполнительном органе, правопреемстве и т.п.

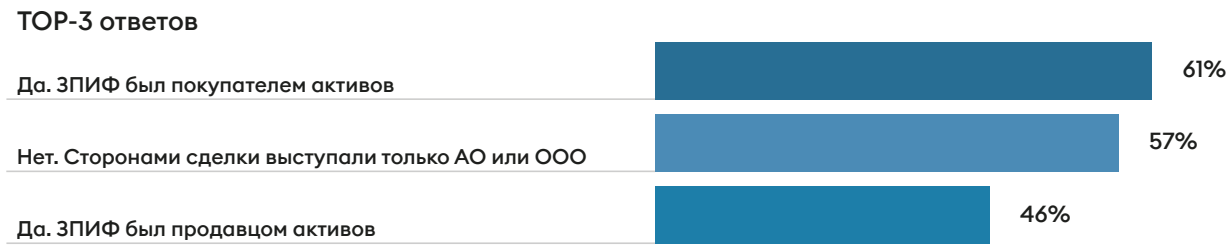
3.1 Более сложные структуры владенияактивами

Большинство экспертов рынка M&A отмечает, что в период 2022-2024 гг. существенно увеличилось число новых ЗПИФов и СФО. Такие структуры, в том числе, стали чаще встречаться в качестве сторон сделок M&A. Также отмечается рост интереса участников рынка к новой форме организации бизнеса – ЛФ.

3.1.1 ЗПИФы

#Результаты_опросов

Участвовали ли в период 2022-2024 гг. ЗПИФы или ЛФ в сделках M&A?



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Как видно по результатом опроса, в период 2022-2024 гг. ЗПИФы стали активно выступать в качестве сторон сделок M&A, при этом чаще – на стороне покупателей.

Согласно данным Реестра паевых инвестиционных фондов, ведение которого осуществляет Банк России, по состоянию на 31.05.2025 г. в России сформировано и действует 2 665 ЗПИФов. При этом 1 527 ЗПИФов (то есть более половины от всех сформированных на текущий момент ЗПИФов) было сформировано в период с начала 2022 г. по 31.05.2025 г.

По данными Реестра лицензий управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов, ведение которого также осуществляет Банк России, по состоянию на 31.05.2025 г. в России действует 332 УК, имеющих лицензию на управление ЗПИФ. При этом 97 УК (то есть чуть менее одной трети от всех действующих УК с лицензией на доверительное управление паевыми инвестиционными фондами) получили соответствующие лицензии Банка России в период с начала 2022 г. по 31.05.2025 г.

Мы попросили ведущих M&A-экспертов рассказать об основных целях и преимуществах использования инфраструктуры ЗПИФов в сделках M&A.



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Евгений Чернявский

Сооснователь и партнер корпоративной практики юридической фирмы «Восход»

В сделках 2022-2024 гг., которые сопровождали мы, можно также отметить более широкое использование корпоративных структур с участием ЗПИФ и СФО (прежде всего, для целей повышения конфиденциальности информации в отношении собственников активов и снижения риска их санкционирования), а в отдельных сделках – повышенное внимание сторон к вопросам наследственного планирования, в частности, как инструменту, обеспечивающему преемственность и бесшовность корпоративного управления в случае, когда личность бенефициара играет существенное значение в совместном предприятии.



NIKOLSKAYA consulting

Ангелина Леушкина

Советник юридической фирмы Никольская Консалтинг

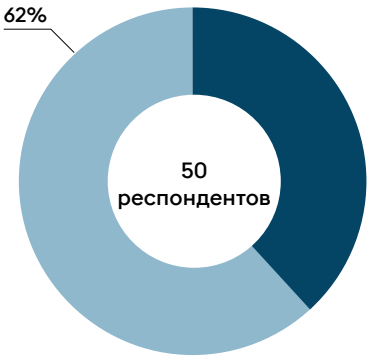
ЗПИФы обычно используются для **обеспечения конфиденциальности** информации о пайщиках и в качестве механизма **отсрочки уплаты налогов**. Основными недостатками ЗПИФов является их ч**резмерная зарегулированность**, ограничения по возможности **совершения некоторых сделок** (например, в состав активов ЗПИФа нельзя принимать заложенное имущество) и особенности ограничения ответственности.

Когда мы консультировали покупателя, который собирался приобретать крупный актив **из ЗПИФа, основным его риском** было то, что неустойки и убытки, возникшие в результате нарушения обещанных ему гарантий (в частности, по бизнесу таргета), возмещаются **за счет собственного имущества УК** (а не средств фонда), которое было несопоставимо мало по сравнению со стоимостью таргета. Для обеспечения интересов покупателя была согласована **рассрочка уплаты покупной цены с использованием аккредитива и эскроу**.

Когда мы действовали на стороне покупателя, который покупал доли в ООО **в ЗПИФ**, стороны согласовали плату за отказ от договора, которая подлежала оплате покупателем, в случае срыва сделки по его вине, а также неустойки за задержку в оплате покупной цены. Однако по закону уплата неустойки и возмещение убытков, возникших в результате неисполнения обязательств по договорам, заключенным УК в качестве ДУ ЗПИФа, осуществляются **за счет собственного имущества УК**, что не устраивало ни продавца (поскольку размер собственных средств УК несоизмеримо мал по сравнению со стоимостью актива), ни УК как подписанта по сделке.

Хотя это положение закона призвано оградить пайщиков от последствий неисполнения обязательств со стороны УК, но на практике даже при согласии пайщика оплатить эти расходы за счет средств фонда спецдепозитарий и УК не соглашаются на принятие такого рода обязательств б**ез предоставления пайщиком дополнительных гарантий в пользу самой УК**.

#Результаты_опросов



62% респондентов Опроса юридических M&A-команд в 2025 г. ожидают роста структур владения бизнесов через ЗПИФы в целях оптимизации налоговой нагрузки.

По данным Опроса юридических M&A-команд

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Евгения Заинчуковская

Советник, руководитель налоговой практики юридической фирмы VERBA LEGAL

Паевые инвестиционные фонды часто используются в персональных и корпоративных структурах не только для обеспечения анонимности владения активами, но и для того, чтобы иметь возможность **реинвестировать без налогов**.

Паевой инвестиционный фонд не является юридическим лицом и не признается налогоплательщиком по налогу на прибыль. Соответственно, до момента, пока денежные средства аккумулируются на паевом инвестиционном фонде и не распределяются на уровень пайщиков (физических или юридических лиц), **налоговых последствий не возникает**.

В то же время необходимо обратить внимание, что промежуточные выплаты по паям инвестиционных фондов имеют **далеко не очевидную для многих квалификацию в налоговых целях**.

Если выплата по паям осуществляется в адрес **российского юридического лица**, такая выплата учитывается у него в составе внереализационных доходов и облагается налогом на прибыль по ставке 25% (с 01.01.2025 г.). В то же время, если выплата осуществляется в адрес юридического лица – **налогового резидента иностранного государства**, выплата приравнивается в налоговых целях к дивидендам и облагается налогом у источника (withholding tax) по ставке 15%, если иное не предусмотрено международным договором по вопросам избежания двойного налогообложения (СИДН).

Что касается **физических лиц**, то промежуточный доход по паям паевых инвестиционных фондов облагается НДФЛ по ставкам 13% (15%), в том числе с 01.01.2025 г., если выплата осуществляется в адрес физического лица – налогового резидента РФ. **Неприменение общей прогрессивной шкалы** налогообложения по НДФЛ до 22% делает паевой фонд сравнительно привлекательным инструментом. Если выплата по паям осуществляется в адрес физического лица, которое не является налоговым резидентом РФ, глава 23 НК РФ по НДФЛ не предусматривает правил о приравнивании промежуточного дохода по паям к дивидендам. Поэтому выплата пайщику – нерезиденту будет облагаться НДФЛ по налоговой ставке 30%, если иное не предусмотрено СИДН.

В то же время нельзя исключить вероятность того, что паевые инвестиционные фонды **может ждать «донастройка» налогового режима**. В первую очередь, это касается **кэптивных ЗПИФ с минимальным количеством пайщиков**, поскольку такие паевые фонды фактически **не соответствуют определению коллективных инвестиций**. Ранее ЦБ РФ уже высказывался против использования паевых инвестиционных фондов в целях налоговой оптимизации.

#Результаты_опросов



92% респондентов Опроса юридических M&A-команд полагает, что в 2025 г. увеличится число сделок M&A с участием ЗПИФов, ЛФ и СФО.

По данным Опроса юридических M&A-команд

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Александр Колосков

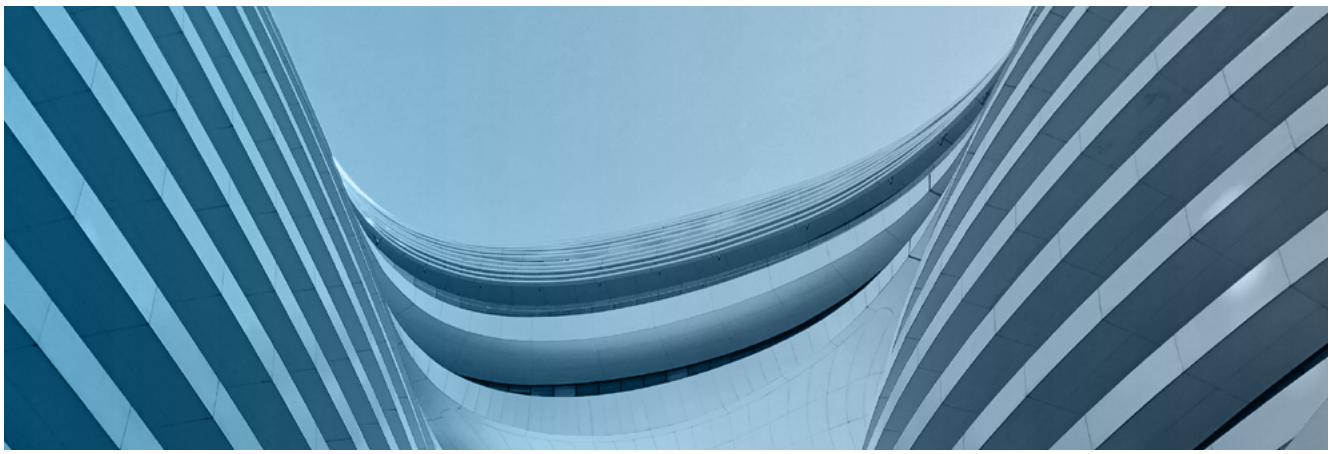
Старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL

ЗПИФы стали чаще использоваться как для целей **приобретения активов**, так и для **целей владения бизнесом**.

В условиях санкционного давления структурирование сделок, при котором в качестве покупателя актива выступает ЗПИФ, как правило, преследует цели обеспечения **конфиденциальности владения**, устойчивости к санкционным рискам и возможности более гибкого структурирования будущих инвестиций.

Кроме того, тренд на использование ЗПИФов для приобретения активов обусловлен также и общим ростом спроса на конфиденциальные структуры владения (безотносительно к стремлению участников рынка митигировать санкционные риски).

Учитывая статистические данные Банка России, а также основываясь на нашем опыте и практике коллег, мы полагаем, что **тренд на рост интереса к инфраструктуре ЗПИФ со стороны участников рынка продолжит развитие и в 2025 г.**



3.1.2 ЛФ и СФО

Многие M&A-эксперты и специалисты в сфере корпоративного управления все чаще отмечают потенциал использования ЛФ при структурировании владения бизнесами. ЛФ (а также наследственные фонды) стали доступны частным инвесторам как альтернатива иностранным фондам и трастам с 1 марта 2022 г. Интерес к этой форме ведения бизнеса развивался волнообразно по мере развития и совершенствования регулирования инструментария ЛФ.

Первая волна интереса: 31 июля 2023 г. был принят закон, устанавливающий особенности налогообложения ЛФ. В результате ЛФ стали более привлекательными, но все еще вызывали вопросы частных инвесторов. Если на конец июля 2023 г. было создано всего 6 ЛФ, к началу второй волны (август 2024 г.) их количество достигло 47.

Вторая волна: 8 августа 2024 г. вступили в силу поправки, в том числе упрощающие регистрацию ЛФ и позволяющие сохранять конфиденциальность сведений об учредителях. Это спровоцировало взрывной рост интереса к ЛФ: за последние 4 месяца 2024 г. был зарегистрирован 101 новый ЛФ. В 2025 г. тренд продолжает развитие: с января по май 2025 г. уже было зарегистрировано 122 новых ЛФ.

Также эксперты отмечают, что с 2022 г. наблюдается устойчивый рост интереса участников рынка к использованию СФО, в том числе в целях структурирования сделок M&A. По состоянию на 31.05.2025 (с 2022 г.) в реестр Банка России были включены 110 из 154[25] УК СФО. Пик тренда пришелся на 2024 г. – в реестр были внесены около 1/3 всех УК СФО. Кроме того, с 2022 г. было зарегистрировано более 2/3 из 412[26] компаний, содержащих в фирменном наименовании указание на СФО.

Мы попросили ведущих M&A-консультантов рассказать о практике и преимуществах использования новых инструментов.

#Мнение_экспертов



NIKOLSKAYA consulting

Сергей Еремин

Партнер юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Спрос на личные фонды **растет** после уточнения их гражданско-правового регулирования в 2024 г., однако **массово они по-прежнему не используются.**

Личные фонды неплохо подходят для структурирования **долгосрочного владения активами** с прицелом на наследование, однако в качестве инструмента **M&A** они **мало приспособлены**.

Отчасти восполняя отсутствие в российской правовой системе траста и в особенности foundation по лихтенштейнскому типу, **личный фонд имеет ряд налоговых и неналоговых преимуществ**. Он может обеспечить **налоговую нейтральность** – когда налог не надо платить ни на уровне личного фонда, ни на уровне бенефициаров, – и пониженные ставки по налогу на прибыль. Кроме того, он предлагает **анонимность капитала и условий управления**, **изоляцию** (хотя лишь частичную и не немедленную) **активов от личных рисков учредителя** и предоставляет гибкость определения выгодоприобретателей.

При этом, стремясь избежать налоговых злоупотреблений семейными фондами, законодатель настолько неудачно урегулировал ряд вопросов их налогообложения, что возможности для их практического использования пока не идут ни в какое сравнение с трастами / foundations.

25 Сорок четыре УК СФО были зарегистрированы до начала 2022 г.

26 По состоянию на 31.05.2025 в реестре СФО зарегистрировано 412 компаний.



VERBA LEGAL

Андрей Шептий

Старший юрист налоговой практики
VERBA LEGAL

Набирающие популярность личные фонды являются не только **удобным способом наследственного планирования**, но и в определенных случаях могут помочь создать **эффективную с налоговой точки зрения структуру владения активами**.

Например, при осуществлении инвестиций с использованием личного фонда у бенефициара будет отсутствовать обязанность по уплате НДФЛ с дохода в виде материальной выгоды при приобретении долей / акций по заниженной стоимости. Вместе с тем при подобном структурировании всегда нужно помнить о критерии деловой цели с учетом практики применения ст. 54.1 НК РФ.

3.1.3 Международные компании

С введением санкций против РФ и принятием ряда контрмер в 2022 г. многие бизнес-структуры начали процессы редомициляции холдинговых зарубежных компаний в специальные административные районы (САРы). Основная цель редомициляции – уменьшить последствия воздействия (i) санкционного режима в отношении операционных активов, находящихся в России; (ii) отечественных мер контрсанкционного регулирования на западную холдинговую структуру и ее акционеров.

#Результаты_опросов



30% респондентов Опроса индустриальных игроков в период 2022-2024 гг. редомицилировали холдинговые компании российских бизнесов в один из специальных административных районов (САР).

По данным Опроса индустриальных игроков

Согласно данным ЕГРЮЛ из **492** зарегистрированных в настоящий момент МК **437**[27] были редомицилированы или инкорпорированы в САР в период с начала 2022 г. по 31.05.2025 г. (см. таблицу ниже).

27 Пятьдесят пять МК были редомицилированы или инкорпорированы в САР до 2022 г.

Количество зарегистрированных международных компаний[28]

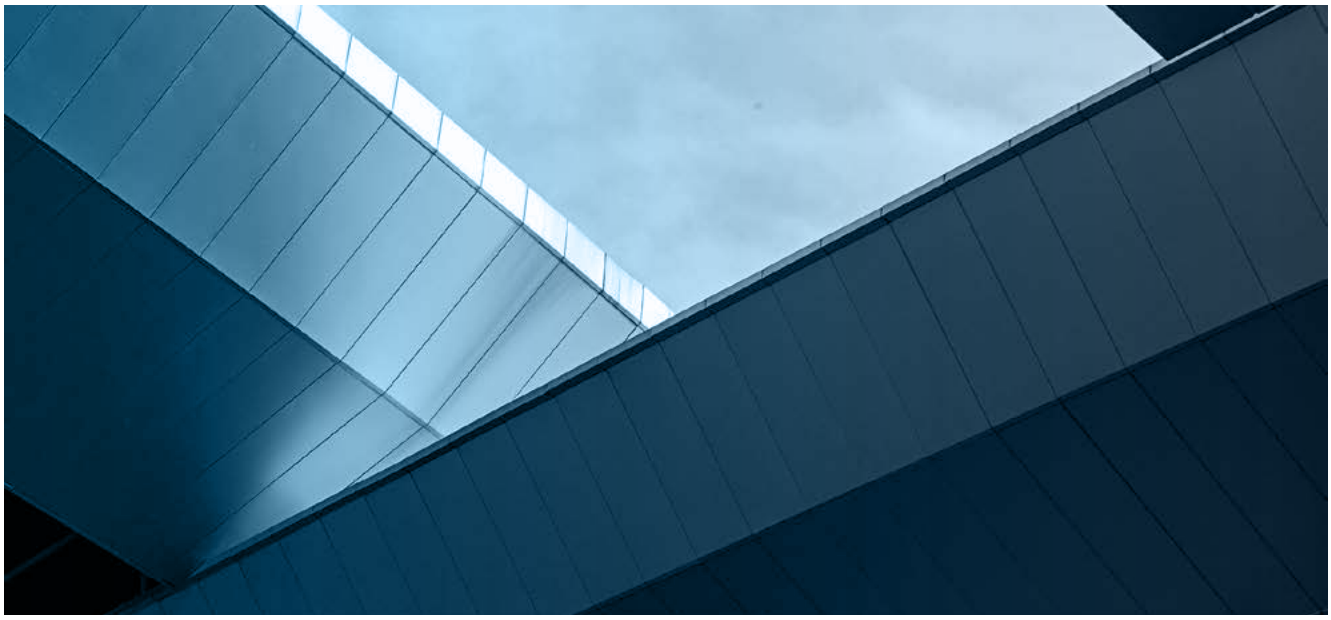
Год	ООО на территории САР Октябрьский	ООО на территории САР Русский	АО на территории САР Октябрьский	АО на территории САР Русский	Всего
2022	51	9	7	2	69
2023	101	42	9	3	155
2024	103	47	15	2	167
2025	30	6	6	4	46

Как видно из таблицы, пик «волны» редомициляций пришелся на 2023 и 2024 гг. При этом появилось больше МК в форме ООО, а лидером по общему числу МК за период 2022–2024 гг. стал САР Октябрьский.

По данным за 2025 г. число редомициляций сокращается. Однако на фоне неослабевающего санкционного давления сохраняется значительное число игроков, рассматривающих опцию редомициляции холдинга в ближайшем будущем. Поэтому в 2025 г. такие процессы будут все еще достаточно активны.

Процедура редомициляции сложна, а ее правовые последствия далеко не всегда однозначны. Даже в случае успешного переноса холдинга в российскую юрисдикцию корпоративное управление редомицилированными структурами может быть существенно затруднено в силу возможной коллизии правовых режимов МК, а именно – возможного конфликта обязательных для МК правил иностранного и российского правопорядка. Особое внимание в процессе редомициляции следует уделить урегулированию отношений с миноритарными иностранными акционерами, если таковые присутствуют в структуре холдинга.

Мы попросили ведущих M&A-экспертов прокомментировать особенности процесса редомициляции, а также отметить аспекты, требующие особого внимания при наличии в структуре МК иностранных миноритарных акционеров[29].



28 По состоянию на 31.05.2025.

29 Более подробно о рисках, связанных с редомициляцией холдинговой компании в САР, см. в разделе 1 части 5 исследования.



NIKOLSKAYA consulting

Ангелина Леушкина

Советник юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Мы консультировали горнодобывающую группу компаний по вопросам структурирования редомициляции холдинговой компании группы с Кипра. В отношении иностранной компании существовало **заключенное по иностранному праву соглашение акционеров**, форум тоже был вне РФ. Обычно в преддверии редомициляции мы советуем согласовать **новое соглашение акционеров** в отношении международной компании, а старое соглашение акционеров прекратить с даты переезда компании в Россию. Это значительно упрощает жизнь при переезде, поскольку устраняет коллизию применимых норм, что удобно и для компании, и для ее контрагентов. Однако в этом случае среди акционеров компании было **много миноритариев, зарегистрированных в недружественных государствах**. Они отказывались участвовать в корпоративном управлении компании и переподписывать в отношении нее соглашение акционеров. Поэтому нашей задачей было адаптировать договоренности, закрепленные в акционерном соглашении, заключенном в отношении кипрской компании (которое продолжило действие после редомициляции), для закрепления их в уставе международной компании, в том числе мы переносили в устав специальные права акционеров компании. При этом нашей задачей была такая адаптация договоренностей сторон, которая бы по праву РФ потребовала **минимальной вовлеченности в текущее управление со стороны иностранных миноритариев**, но при этом не противоречила акционерному соглашению.

Поскольку в нашем случае сторонами акционерного соглашения были все участники международной компании, оно продолжало иметь приоритет перед уставом МК. Для упрощения применения обоих документов самой компанией и контрагентами в уставе МК мы прописали правила толкования соглашения акционеров с момента принятия устава МК. Например, что ссылки в нем на акции кипрской компании будут означать ссылки на доли в МК, ссылки на директоров кипрской компании будут означать ссылки на Генерального директора Общества и Совет директоров Общества, исходя из контекста.

3.2 Особенности сопровождения сделок с активами, являющихся частью сложных структур

Дополнительные этапы согласования сделки

Согласование сделки M&A, стороной которой является УК ЗПИФ, с регуляторной точки зрения является **более сложным.** Условия сделки и транзакционная документация требует одобрения УК ЗПИФ и специализированного депозитария. При выпуске дополнительных инвестиционных паев (что часто требуется для целей фондирования приобретения актива в ЗПИФ) необходимо изменить правила доверительного управления. Для ЗПИФ, паи которых ограничены в обороте, такая процедура требует согласования специализированного депозитария и Банка России, который вносит изменения в реестр паевых инвестиционных фондов.

Если стороной сделки выступает разместившее облигации СФО, в зависимости от условий, установленных в уставе СФО, решении о выпуске облигаций или проспекте, необходимо будет также дополнительно подтвердить получение согласованного указания представителя владельцев облигаций и / или решения общего собрания владельцев облигаций, содержащих согласие на заключение и исполнение СФО сделки[30]. Отмеченные выше процедуры требуют дополнительного времени и ресурсов, которые нужно закладывать в график сделки.

Мы попросили ведущих M&A-экспертов отметить особенности согласования сделок M&A с участием ЗПИФов.

#Мнение_экспертов



NIKOLSKAYA consulting

Ангелина Леушкина

Советник юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Безусловно, с регуляторной точки зрения совершение сделок с активами под управлением УК ЗПИФ сопряжено с **повышенными регуляторными требованиями**.

Как правило, все сделки по распоряжению имуществом нужно согласовывать не только с УК как подписантом по сделкам, но и со **специализированным депозитарием**: у последнего строгие требования к KYC контрагентов (особенно иностранных) и к проверке сути и формы сделки, которая будет заключена с активами под управлением УК ЗПИФ. Согласование сделок может занять продолжительное время, особенно когда сделка предполагает заключение не одного простого договора, а, например, сначала договора о совершении сделки с долями в будущем при совершении определенных условий и затем распорядительной сделки.

Завод в ЗПИФ денежных средств для расчета под сделку требует выпуска новых паев, что требует вовлечения **спецдепозитария и согласования с Банком России**. Даже в случае единственного пайщика этот процесс может занять **от трех недель до нескольких месяцев**, что необходимо учитывать при структурировании сделки. УК, как правило, настаивают на гарантиях завода средств в ЗПИФ до подписания обязывающей документации по сделке, поскольку в случае, если таких средств в ЗПИФ в будущем будет недостаточно для расчетов, ответственность по закону несет УК своими собственными средствами.

Сделка по нерыночной стоимости на практике не получит одобрения спецдепозитария как нарушающая имущественные интересы пайщиков ЗПИФ (даже если сами пайщики согласны на такие условия сделки). Поэтому под любую крупную сделку нужен **отчет независимого оценщика**, при этом колебания предела стоимости сделки допускаются на практике в пределах **20 процентов** от стоимости оценки.

Если у актива «плавающая цена», скорее всего, потребуется **переоценка стоимости** актива на момент осуществления каждой из выплат, иначе платеж не будет одобрен спецдепозитарием.



30 При этом органы управления СФО не обязаны принимать решения об одобрении сделок в качестве крупных сделок и / или сделок с заинтересованностью в силу закона (п. 10 ст. 15.2 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

Усложнение процедур KYC и проверки полномочий

Участие в сделке закрытых корпоративных структур зачастую приводит к расширению объема заверений об их надлежащем правовом статусе и валидности полномочий на распоряжение активом. Чтобы контрагент по сделке мог полагаться на такие заверения, он, с учетом повышенного стандарта должной осмотрительности при покупке бизнеса, должен запросить и изучить все необходимые документы в отношении юридического статуса партнера по сделке и его полномочий.

В период 2022-2024 гг. в сделках M&A стали чаще участвовать лица, информация о которых не доступна в публичном контуре (например, в отношении акционеров АО или пайщиков ЗПИФ, либо в отношении ООО, ограничивших сведения об участниках в ЕГРЮЛ). Запрос соответствующих документов непосредственно у контрагента требует больше времени для проверки.

Участие в сделках более сложных структур (ЗПИФы, СФО, МК) помимо прочего требует изучения большего объема документов, которые также необходимо запрашивать «вручную» в связи с отсутствием к ним публичного доступа. Например, в случае покупки у ЗПИФ активов в форме ООО, нотариусы помимо стандартных перечней документации в отношении компании и сторон сделки, дополнительно запрашивают корпоративные одобрения органов управления УК ЗПИФ, согласие специального депозитария, лицензию УК ДУ ЗПИФ на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, правила доверительного управления ЗПИФ со всеми изменениями и дополнениями, выписки из реестра ЗПИФ, и т.п.

#Мнение_экспертов



seamless LEGAL

Анастасия Духина

Старший юрист практики
«Корпоративное право / M&A» SEAMLESS Legal

В связи с постоянно нарастающим санкционным давлением в рассматриваемом периоде процедуры Capacity Check, KYC и прочие подобные проверки структуры владения и прав на распоряжение активом **действительно усложнились**.

Прежде всего, усложнились сами структуры владения за счет все более частого использования **непубличных акционерных обществ**, информация об акционерах которых не доступна в публичных источниках, и ЗПИФов, где сведения о владельцах паев не раскрываются, а проверка полномочий на распоряжение активом требует тщательного анализа **большего объема документов по сравнению с более стандартными структурами**.

Помимо этого, по нашим наблюдениям, российские компании активно пользуются возможностью ограничить доступ к сведениям о структуре собственности и / или органах управления в ЕГРЮЛ (при наличии соответствующих оснований) либо не спешат актуализировать публично доступные сведения о своих акционерах в случаях, когда они должны быть внесены в ЕГРЮЛ.

Все это увеличивает объем анализируемой в рамках проверки информации, затрудняет **даже стандартный cross-check** и, как следствие, влияет на сроки проведения due diligence.

Усложнение процедур due diligence и оценки бизнеса

При приобретении актива, входящего в состав сложной цепочки владения, важно правильно идентифицировать юридическую структуру его собственности и историю переходов титула, включая передачу таких активов «доверенным лицам», в ЗПИФы, ЛФ или иные структуры. Если в цепочке владения активом «скрыты» корпоративные связи или есть «выпадающие звенья», либо не удается восстановить историю перехода титула, процедура due diligence займет больше времени, а структурирование сделки усложнится с точки зрения подтверждения титула на актив и митигации соответствующих рисков.

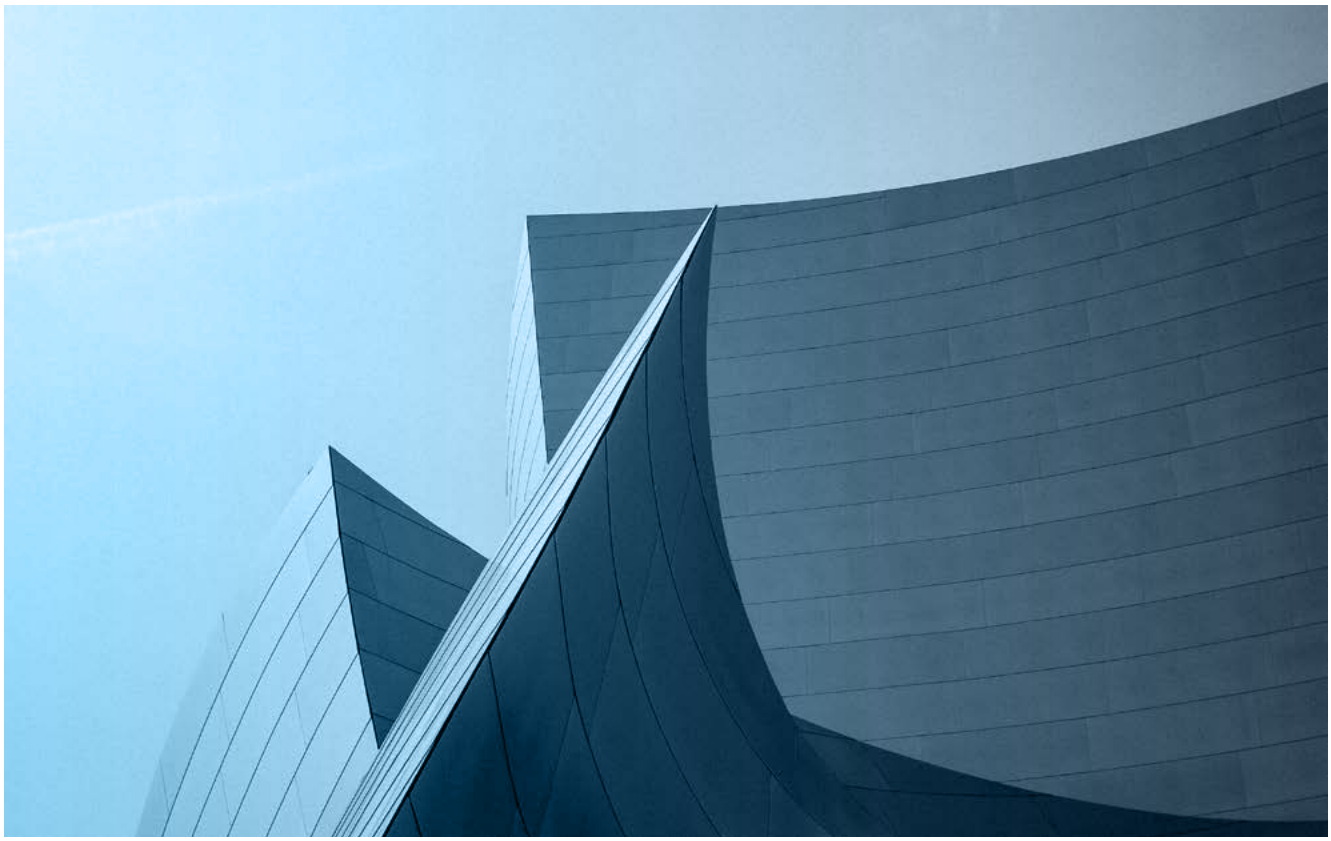
С ростом числа закрытых и распределенных структур владения активом такие обстоятельства будут встречаться все чаще. Помимо вопросов с идентификацией и проверкой титула на актив, входящий в деконсолидированную или закрытую структуру, более сложной может стать и процедура оценки его стоимости.

Оценщик не анализирует юридическую цепочку собственности и титул на оцениваемый актив, и не верифицирует такую информацию, предоставленную заказчиком.

Он принимает сведения о наличии титула на предмет оценки как предпосылку, и полагается на эти данные. Заказчики же зачастую не делают различий между юридическим и фактическим контуром владения активом. Это впоследствии может привести к некорректному расчету стоимости бизнеса.

Стратегия поведения при передаче активов «доверенным лицам»

Практика передачи активов «доверенным лицам» в первую очередь связана с попыткой снизить уровень санкционного давления на владельцев бизнесов, имеющих интересы или присутствие за рубежом. Юристы отмечают, что в таких случаях следует больше внимания уделить: (i) вопросам защиты владения активом; предотвращения его несанкционированного отчуждения; (ii) стратегии его возврата фактическому собственнику.



#Мнение_экспертов



LEVEL Legal Services

Мария Баева

Партнер корпоративной практики
LEVEL Legal Services

В российском законодательстве (в отличие от законодательства некоторых зарубежных юрисдикций) формально не легализован институт «номинального участника», который не действует самостоятельно, а во всем руководствуется инструкциями «реального» владельца бизнеса. Более того, в ст. 173.2 УК РФ предусмотрена уголовная ответственность за включение в ЕГРЮЛ сведений о «подставном» лице.

Известны случаи, когда в условиях санкционного давления на российскую экономику некоторые предприниматели, имеющие интересы за рубежом, предпочитают «перестраховаться» и оформить владение акциями или долями в уставных капиталах российских компаний на иных лиц – родственников или друзей. При использовании таких механизмов в любом случае всегда рекомендуется рассматривать такого владельца компании **как партнера и вполне самостоятельную бизнес-единицу**, то есть как вполне реального (пусть и дружественного), а не номинального владельца. Во-первых, чтобы исключить обозначенные юридические риски, а во-вторых – чтобы мотивировать такого партнера на реальную продуктивную деятельность по развитию компании.

В качестве **«подстраховочных» механизмов** в таких ситуациях действительно могут применяться опционы на выкуп акций или доли в уставном капитале компании, но сам по себе опцион **не предоставляет достаточный уровень защиты, так как он не «блокирует» распоряжение** оферентом долями или акциями (в отличие, например, от залога). В ситуациях, в которых соглашение об опционе на покупку акций / доли заключается с лицом, которое не является акционером / участником компании, рекомендуется в целях защиты прав и законных интересов такого лица дополнительно заключать между сторонами **«квазикорпоративный» договор** по правилам п. 9 ст. 67.2 ГК РФ, в который включать положения, усложняющие распоряжение акциями / долей вопреки существованию опциона.

3.3 Разделение корпоративных структур по юрисдикционному принципу

В 2022-2024 гг. в связи с возрастающим давлением санкционного режима и введением контрмер активизировались процессы разделения активов по юрисдикционному принципу.

#Результаты_опросов



27% респондентов Опроса индустриальных игроков в период 2022-2024 гг. совершали сделки по разделению бизнеса на иностранный и российский контуры владения активами.

По данным Опроса индустриальных игроков



Андрей Липин

Старший юрист юридической фирмы ККМП

С 2022 г. более востребованным для международных групп компаний стало **разделение бизнеса, в частности на российскую и зарубежную части**.

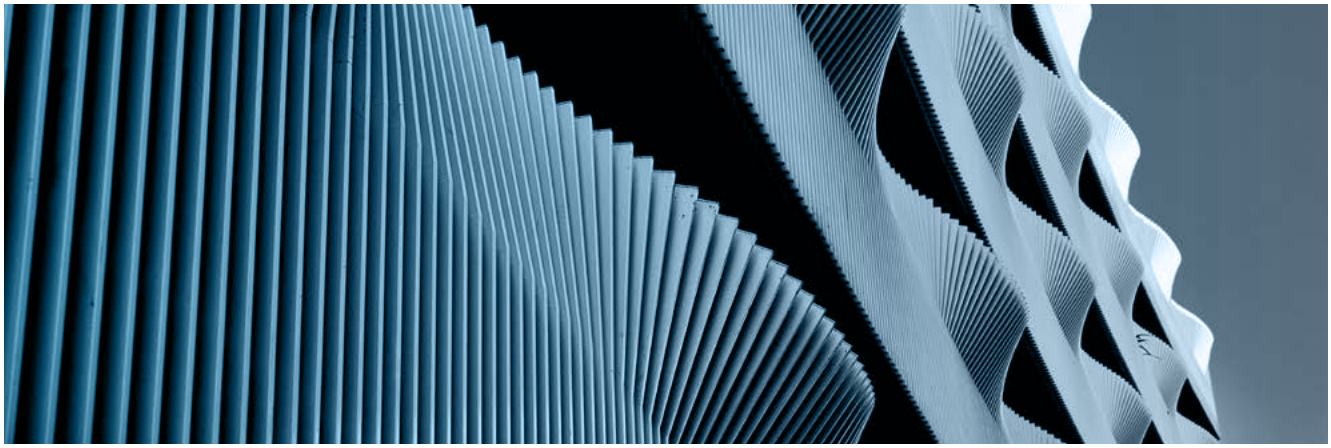
Основной причиной этого является, пожалуй, нарастающий объем санкционных и контрсанкционных ограничений, **затрудняющих функционирование группы как единого организма**. Кроме того, санкционные риски в определенных обстоятельствах вынуждают собственников бизнеса обособить владение нероссийской частью бизнеса и как бы разложить яйца по разным корзинам. Поэтому мы полагаем, что в отсутствие смягчения регуляторного ландшафта такие **разделения не утратят актуальность в ближайшем будущем**.

С точки зрения имплементации, разделение бизнеса – это не самый простой вид реструктуризации. В частности, важно учитывать следующие аспекты:

- Необходимость получения **регуляторных одобрений** на смену владельцев бизнеса – **как в РФ, так и за рубежом**. Еще на стадии планирования следует провести регуляторный анализ с привлечением местных консультантов, чтобы определить, в каких из юрисдикций, где учреждены компании группы, где они ведут бизнес или имеют иное присутствие, могут потребоваться такие одобрения, в том числе от антимонопольных органов.

- Со**хранение коммерческих связей** между разделяемыми частями группы, если они взаимозависимы с точки зрения ведения бизнеса (например, если одна часть осуществляет преимущественно производство продукции, а другая – ее реализацию). Одним из способов достижения этого может быть, например, заключение долгосрочных коммерческих контрактов в рамках сделки.

- В некоторых случаях, если после разделения группы **фактические собственники бизнеса все равно остаются теми же**, может быть необходимым **синхронизировать корпоративное управление** и обеспечить в дальнейшем сохранение единого состава собственников разделенных частей бизнеса. Такие вопросы очевидно должны быть урегулированы в акционерном соглашении, которое при этом, скорее всего, будет отдельным для каждой разделенной части бизнеса.



3.4 Реструктуризация владения активами — тренды 2025 г.

Многие эксперты рынка сходятся во мнении, что в 2025 г. процессы реструктуризации российский бизнесов продолжат свое развитие. Такие ожидания – естественное следствие структурных изменений рынка за период 2022-2024 гг. Ландшафт многих бизнес-структур претерпел значительные изменения как под влиянием внутренних (появление в корпоративных группах новых активов, в том числе непрофильных), так и внешних факторов (продолжающееся санкционное давление и новые регуляторные требования). Многие игроки приобрели новые активы не так давно, и им необходимо время для более тщательной проверки бизнеса и оптимизации процессов корпоративного управления. Все это требует длительной работы, которая, по мнению ряда игроков, в полной мере будет проходить в течение 2025 г.

#Результаты_опросов



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов



Опрос юридических M&A-команд



По данным Опроса индустриальных игроков

31% респондентов Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов в 2025 г., **32%** респондентов Опроса юридических M&A-команд и **27%** респондентов Опроса индустриальных игроков ожидают в 2025 г. роста числа внутригрупповых сделок и процессов перенастройки корпоративного управления.

Многие крупные бизнесы в 2025 г. продолжат адаптировать к текущим реалиям стратегии корпоративного управления и развития бизнеса.

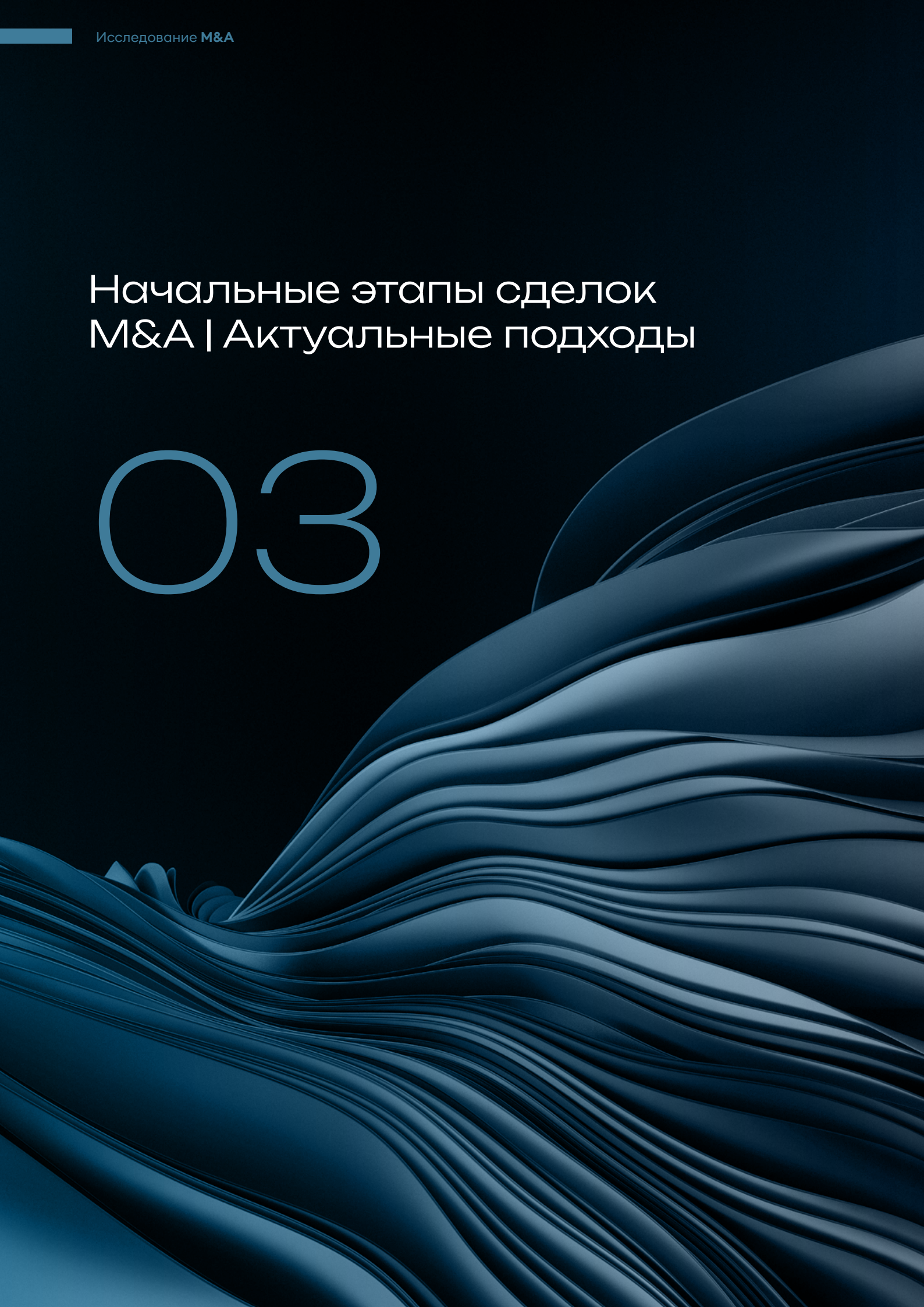
Продолжатся процессы (i) редомициляций холдинговых структур в РФ; (ii) внедрения в корпоративные контуры новых бизнес-форматов (например, ЗПИФ); (iii) разделения российского и зарубежного периметров бизнеса; (iv) перехода к форматам совместных предприятий структур, в которых продолжают присутствовать недружественные иностранные участники, с минимизацией их корпоративного влияния на процессы принятия решений и т.п.

> **«В 2025 г. многие крупные бизнесы продолжат пересматривать стратегии корпоративного управления и оптимизировать структуры владения активами»**



Начальные этапы сделок M&A | Актуальные подходы

03



01 Формат сделок | Конкурентный процесс или эксклюзивные переговоры

Авторы текста: Юлия Загорнова, Анастасия Нерчинская



- На российском рынке M&A в течение 2022-2024 гг. эксклюзивный формат M&A-процесса использовался чаще, чем конкурентный.
- При этом многие сделки-«выходы» совершались в формате конкурентного процесса.
- Конкурентный M&A-процесс в указанный период чаще организовывался в формате аукциона с ограниченным числом участников.

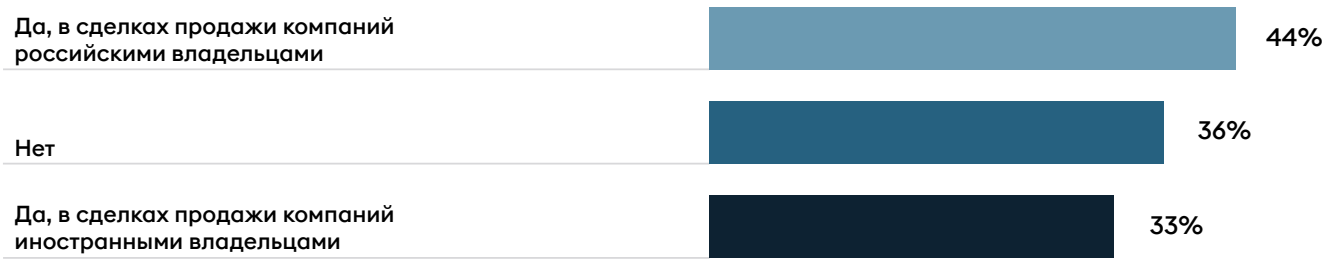
Поиск покупателя актива и дальнейшее взаимодействие с ним реализуются в двух основных форматах: эксклюзивные переговоры или конкурентный процесс.

Выбор подхода зависит от множества факторов: качества продаваемого актива, срочности продажи, требований сторон к величине экономического выигрыша, их готовности идти на уступки, текущей рыночной ситуации, понимания конкурентной среды актива (наличия на него спроса, числа потенциальных покупателей), рисков и альтернатив выбранной стратегии и многих других.

На российском рынке сложилась практика использования обоих форматов проведения сделок M&A. При этом некоторые эксперты рынка отмечают, что продажа активов иностранными владельцами чаще проводилась в формате конкурентного процесса. А для сделок между российскими игроками в данный момент более характерен формат эксклюзивных переговоров. В ходе исследования мы попросили представителей различных направлений M&A-активности поделиться мнением о том, какие форматы M&A-процесса **в период в 2022–2024 гг.** встречались **наиболее часто**. Итоги опросов приведены на графиках ниже.

#Результаты_опросов

Использовали ли Вы в сделках M&A в период 2022-2024 гг. конкурентный (формализованный) процесс выбора покупателя?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Как видно по итогам Опроса IB, финансовых и M&A консультантов, в период 2022-2024 гг. конкурентный процесс чаще использовался консультантами в рамках сделок с российскими активами (**44%** респондентов), чем с иностранными компаниями (**33%** респондентов).



Большинство (**61%**) респондентов Опроса индустриальных игроков в период 2022-2024 гг. чаще использовали эксклюзивный формат взаимодействия с продавцом

По данным Опроса индустриальных игроков

По какой модели чаще всего организовывались продажи бизнесов в течение периода 2022–I кв. 2025?



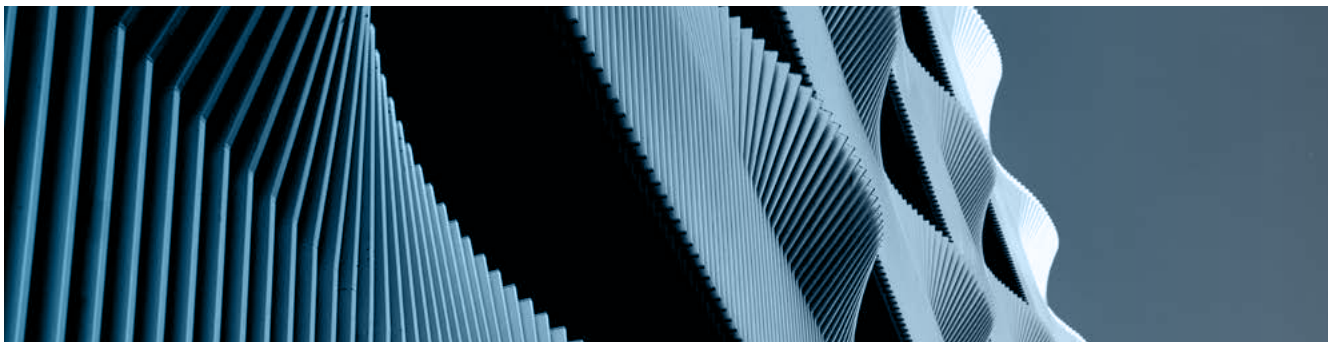
По данным Опроса в профильных телеграм-каналах

Итоги опросов показывают, что в период 2022-2024 гг. **большей популярностью пользовался формат эксклюзивных переговоров, при этом конкурентный процесс также применялся достаточно часто.**

Эксклюзивный формат M&A-процесса предполагает, что в сделке участвует единственный покупатель, который на момент выставления предложения о продаже уже известен продавцу. Такая модель инициирования и ведения сделки больше характерна для стратегических покупателей (в особенности при совершении «горизонтальных» M&A), которые хорошо знают индустрию и конкурентную среду приобретаемого актива. В период 2022-2024 гг. на российском рынке преобладали сделки со стратегическими покупателями, поэтому более частое использование формата эксклюзивного M&A-процесса вполне объяснимо.

> «Формат эксклюзивных переговоров, когда продавец и покупатель актива взаимодействуют в закрытом контуре на условиях конфиденциальности, преобладал при совершении сделок M&A на российском рынке в период 2022-2024 гг.»

При этом участники рынка отмечают, что среди сделок-«выходов» **значительная доля совершалась именно в рамках конкурентного процесса (в том числе в формате аукциона, когда это было возможно).**



#Мнение_экспертов



Екатерина Шарапова

Старший юрист юридической фирмы ККМП

Большинство сделок, заключаемых в рамках auction sale последних трех лет, **были сделками по выходам из России иностранных компаний**. Российские покупатели демонстрировали высокий уровень лояльности в рамках DD таргетов из иностранных групп в связи с большим дисконтом покупной цены, высоким уровнем комплаенса приобретаемых активов и длительным пребыванием таргета на российском рынке под контролем одной и той же иностранной группы компаний.



Александр Колосков

Старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL

В период с 2022 по 2024 гг. сделки, организованные в формате аукциона, чаще всего встречались в рамках сделок по «выходу» недружественных иностранцев с российского рынка. В то же время auction sale встречался и в отдельных внутрироссийских сделках.

Как правило, сделки в формате аукциона проводились продавцами, которые хотели выйти с российского рынка на максимально выгодных условиях. Выход с российского рынка в иной форме, отличной от аукциона, не всегда позволял оценить спрос на актив и найти покупателей, удовлетворяющих требованиям Правительственной комиссии.

По мнению ряда экспертов рынка, опрошенных нами в ходе данного исследования, для сделок M&A на российском рынке не характерен процесс поиска покупателя в формате широкого аукциона, особенно в настоящее время, когда контуры отраслей меняются и появляются новые инвесторы, что зачастую настораживает продавцов.

Формат широкого аукциона предполагает возможность подачи заявки на участие в сделке любым игроком. Это требует максимально широкого и единообразного раскрытия продавцом информации о сделке и активе, начиная с самых ранних этапов переговоров. Такой тип процесса далеко не всегда соответствует интересам продавца и требует серьезных ресурсов на его реализацию. Поэтому в тех случаях, когда сделки происходят в формате аукциона, чаще используется его более закрытый вариант. Он предусматривает выбор потенциальных покупателей актива из ограниченного числа кандидатов, удовлетворяющих определенным критериям, а процесс отбора состоит из нескольких этапов.



SALUTE ADVISORY

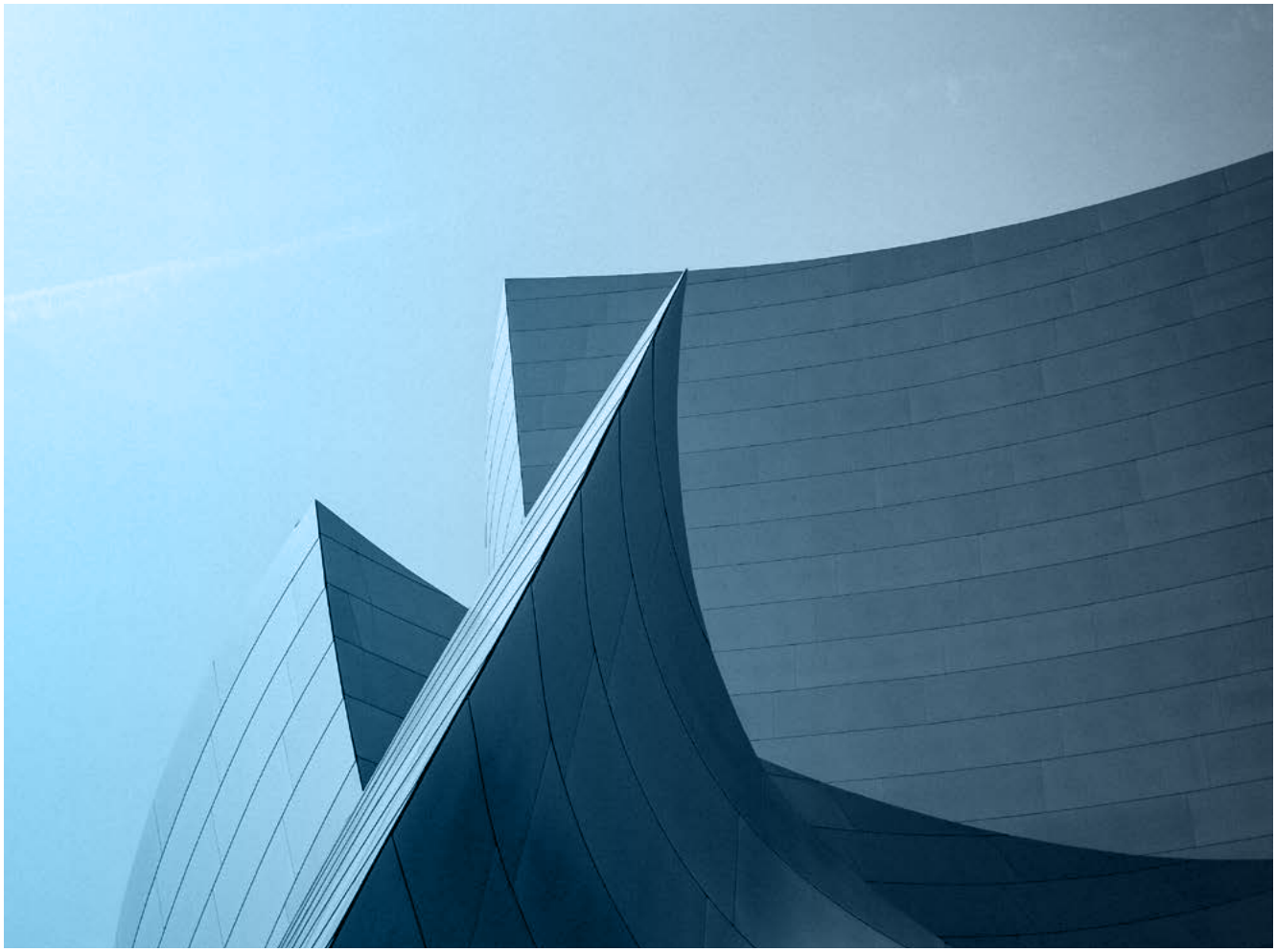
Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Многие сделки по продаже российских активов **иностранными владельцами** в период 2022-2024 гг. были организованы **в формате аукциона**. Процесс выбора покупателя был четко регламентирован с точки зрения процедуры и сроков каждого этапа. В рамках аукционной модели приобретатель, как правило, направляет продавцу:

1. письмо о намерениях на основе короткого обезличенного тизера;
2. необязывающее предложение на основе изучения расширенного инвестиционного меморандума;
3. обязывающее предложение и правки к проекту договора купли-продажи по итогам анализа комнаты данных, презентации менеджмента и Q&A с командой продавца.

В целом, конкурентный формат ведения M&A сделок всегда был популярен среди продавцов качественных активов. Однако **в период 2022-2024 гг.** в силу специфики рыночной ситуации **расширился набор критериев**, по которым продавцы оценивают предложения инвесторов и сам факт участия тех или иных потенциальных инвесторов в процессе сделки.



Мы попросили экспертов Salute Advisory прокомментировать специфику формата конкурентного процесса и отметить его основные отличия от формата эксклюзивных переговоров.

#Мнение_экспертов



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

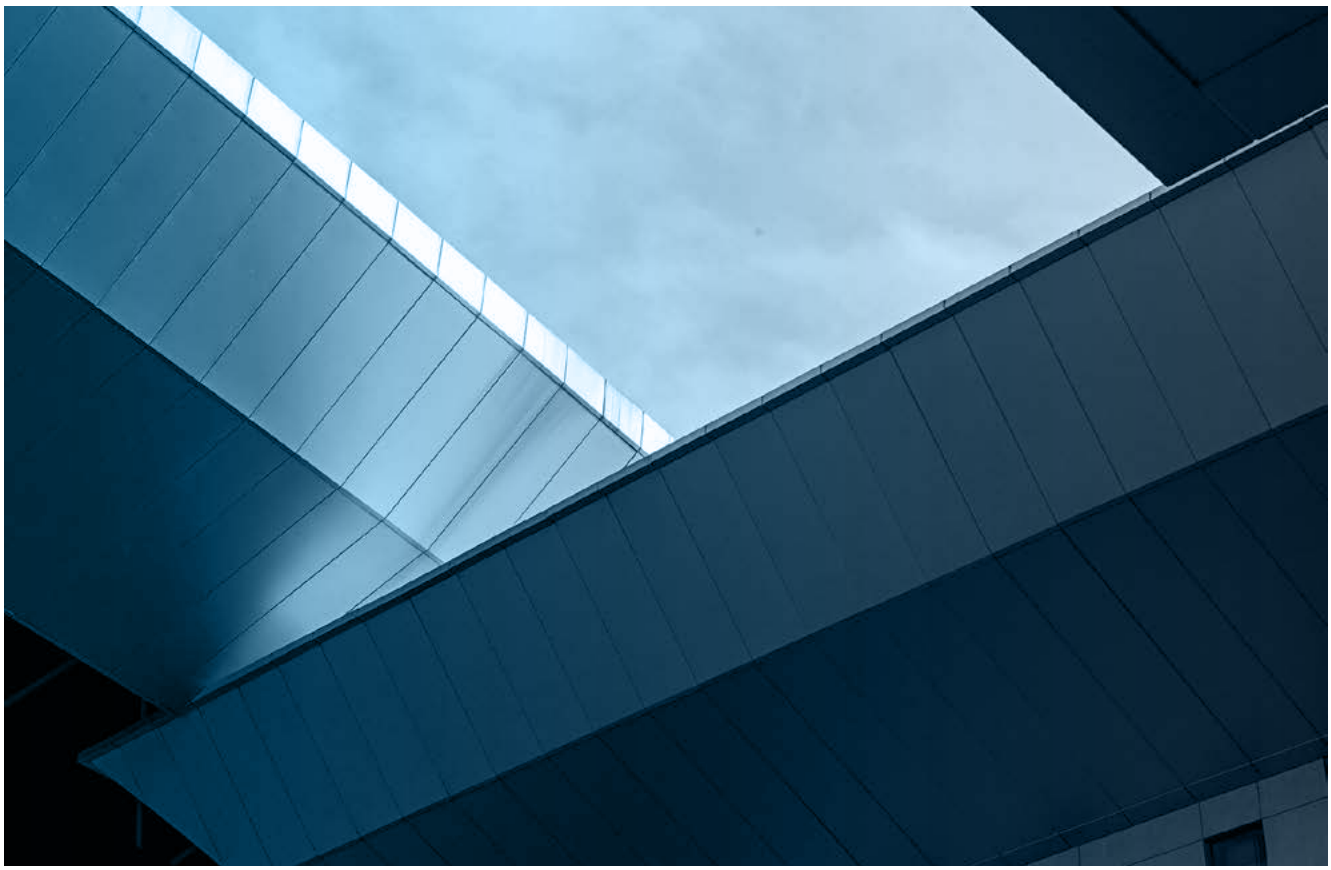
Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

---

Формализованный конкурентный процесс продажи компании имеет как ряд важных преимуществ, так и недостатков. С одной стороны, у продавцов есть возможность выбрать кандидатуру покупателя из **широкого круга заинтересованных лиц и получить более высокую оценку**, чем в результате эксклюзивных переговоров.

С другой стороны, в нашей практике мы также сталкивались и с существенными ограничениями применения модели auction sale. К ним можно отнести высокий риск **утечки информации**, в том числе нежелательным покупателям. Также недостатком такого формата может быть искажение по величине оценки актива. Предложения по оценке, полученные в ходе конкурентного процесса, **могут не отражать реальную стоимость**, которую покупатель готов заплатить (договориться о которой покупатель планирует уже на этапе эксклюзивных переговоров).

Также среди недостатков аукционной модели переговоров можно отметить риски **ослабления переговорной позиции продавца**, если впоследствии вместо аукциона придется общаться с покупателями в формате «один на один».



02 Актуальные вопросы оценки бизнеса

Авторы текста: Юлия Загорнова, Анастасия Нерчинская



- «Расхождение в ожиданиях» по оценкам стало основной причиной срыва сделок в период 2022-2024 гг.
- Для достижения компромисса по цене все чаще используются гибкие инструменты: earn-out, опционы, рассрочки, гибридное финансирование.
- С 2022 г. участилось использование независимой оценки, а также доходного подхода к оценке в качестве исключительного.
- Наблюдается ситуация «усреднения» отраслевых мультипликаторов (на уровне ~ 5-6х и 3-4х EBITDA до и после повышения ключевой ставки, соответственно).
- После 2022 г. процесс оценки бизнеса стал более трудоемким, а финансовое моделирование сделок M&A – более сложным.
- При расчете WACC ориентиром безрисковой ставки стала выступать ставка бескупонной доходности государственных облигаций РФ.

Оценка бизнеса является ключевым этапом любой сделки M&A. Этот процесс всегда был трудоемким[31] в связи с необходимостью прогнозирования и расчета множества показателей. С 2022 г. влияние фактора неопределенности на процесс оценки бизнеса существенно возросло. Участники сделок стали испытывать затруднения в прогнозировании показателей бизнеса, динамики параметров макросреды, оценке рисков, в том числе специфических. Новые внешнеэкономические и валютные барьеры, волатильность на финансовых рынках, изменение алгоритма расчета странового риска, блокировка иностранными провайдерами доступа к источникам рыночной информации по сделкам и многие другие факторы усложнили процесс финансового моделирования при использовании доходного подхода в рамках оценки.

Исключение ценных бумаг российских компаний из котировальных списков зарубежных торговых площадок и, как следствие, резкое падение ликвидности российских активов на фондовом рынке снизили степень репрезентативности мультипликаторов российских публичных компаний. Сделки-«выходы», в свою очередь, способствовали понижению и «усреднению» мультипликаторов по сделкам с частным бизнесом. Эти факторы в некоторой степени снизили «качество» оценки бизнесов с применением сравнительного подхода.

Несмотря на все эти сложности, российские компании адаптировались к изменившимся условиям и в процессе оценки бизнеса все чаще стали ориентироваться на показатели и статистические данные внутрироссийского рынка.

В рамках данного исследования мы проанализировали ключевые изменения, связанные с практической стороной оценки бизнесов в период 2022-2024 гг.

2.1 «Разрыв ожиданий» по оценке - основной тренд периода 2022-2024 гг.

Эксперты рынка едины во мнении: в период 2022-2024 гг. на рынке M&A сложилась ситуация т.н. **разрыва ожиданий по оценкам** (Valuation Gap). Текущие мультипликаторы препятствуют продаже активов: в таких сделках для большинства продавцов нет экономических мотивов. Мы попросили **Юлию Загорнову**, партнера M&A-практики Группы компаний Б1, рассказать о ключевых факторах, под влиянием которых на рынке сложилась такая ситуация.

31 В первую очередь, при использовании доходного подхода, который является превалирующим при оценке бизнеса для целей сделок M&A.

#Мнение_экспертов



Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики Группы компаний Б1

Разрыв в ожиданиях по оценке является, наверное, одним из самых болезненных и животрепещущих вопросов в переговорах в последние годы. Во многих сделках **именно этот фактор становится так называемым deal breaker** фактором, разрушающим сделку. Причин тому очень много, но среди основных можно отметить следующие:

1. С усилением геополитической нестабильности на рынок вышло достаточно **большое количество собственников бизнеса**, которые до этого не задумывались о продаже, но сейчас в силу различных причин решили расстаться со своими бизнесами. Собственники, привыкшие заниматься операционными вопросами и не имевшие ранее опыта общения с инвесторами или покупателями, **не всегда согласны с логикой ценообразования** и расчетов, лежащей в основе позиции «серийного» покупателя. А покупателю, напротив, сложно быстро вникнуть во все нюансы и финансовые особенности операционного бизнеса. **Спорными вопросами зачастую становятся расчет EBITDA и достаточности оборотного капитала, а также налоговые риски.** При этом продавцы, построившие свой бизнес с нуля, привыкли жить с рисками своего бизнеса и считают их частью бизнеса, **не соглашаясь с тем, что они должны одномоментно снижать оценку**.
2. Помимо прочего, существенный разрыв в ожиданиях по оценке сформировался также на фоне трех последних лет «распродажи» активов иностранных игроков. Ранее в каждой отрасли были свои уровни мультипликаторов, которые воспринимались в качестве «нормы». Однако, **сейчас мультипликаторы в большинстве отраслей зачастую воспринимаются на уровне некого «среднего» значения**, что понятно инвесторам, выбирающим из нескольких различных активов для покупки, но не всегда понятно продавцу.
3. Дополнительным фактором, усилившим разногласия по оценке, стала **беспрецедентно высокая стоимость долга**. С одной стороны, это вынуждает компании, не имеющие более возможности обслуживать свои возросшие долговые обязательства, **рассматривать продажу**. С другой стороны, психологически осознание того, что продавать бизнес теперь придется дешево, еще не успевает прийти.
4. Также, во втором полугодии 2024 г. разрыв в восприятии оценки сторонами стал еще ощутимее. Продавцы начали просчитывать свои налоговые последствия от совершения сделки по продаже бизнеса в 2025 г., связанные с отменой 0% НДФЛ на доход от продажи долей в ООО с 1 января 2025 г., и старались дополнительно **учесть данный расход в стоимости бизнеса**.

«Основными спорными вопросами, по которым сторонам при согласовании оценки в текущих условиях договориться сложнее всего, являются расчет EBITDA, достаточный уровень оборотного капитала, а также налоговые риски»

Многие эксперты рынка отмечают, что в текущей ситуации, чтобы достичь компромисса по цене, стороны все чаще применяют более гибкие подходы к структурированию сделок. Большинство покупателей стремится перенести часть платежей по сделке на будущее в ожидании снижения уровня ключевой ставки и привлечения более дешевого финансирования для целей сделки.

Механика earn-out

Почти все эксперты, у которых мы запросили комментарии в отношении подходов, используемых для достижения компромисса по оценке, отметили **более частое использование в сделках механики earn-out**[32]. Она позволяет покупателю выкупить актив сразу и по комфортной цене. При этом продавец получает возможность увеличить стоимость бизнеса в течение определенного срока в случае достижения бизнесом финансово-операционных показателей, согласованных с покупателем. В случае успеха продавец в будущем получит дополнительное вознаграждение в виде части цены. У покупателя в этом случае будет запас времени на привлечение финансирования для оплаты дополнительной части цены.

Опционные конструкции

Еще один инструмент, который позволяет сторонам договориться по оценке, – это использование опционных конструкций в рамках многоэтапной сделки[33]. На первом этапе сделки покупатель приобретает часть бизнеса, например, неконтролирующую долю, по оценке, комфортной для обеих сторон. Дополнительно он получает опцион, по которому в будущем сможет увеличить свою долю владения до желаемой. При этом цена доли по опциону структурируется с учетом общей желаемой доходности в пересчете на полный пакет приобретения, интересующий покупателя, то есть **предполагает дисконт**. Использование опционов также позволяет покупателю выиграть время на привлечение дополнительного финансирования, необходимого для реализации второго этапа сделки.

Рассрочка платежа

Рассрочка – наиболее простой способ структурирования оплаты по сделке в ситуации, когда расхождение по оценке незначительно. Оценка может выглядеть более привлекательной для покупателя, если он сразу приобретает весь актив, но существенная часть оплаты будет перенесена в будущее без выплаты продавцу дополнительного вознаграждения за пользование денежными средствами.

Оптимизация долговой нагрузки до закрытия сделки

Для достижения компромисса по оценке стороны все чаще на предварительном этапе сделки проводят реструктуризацию долга или иным образом стремятся снизить нагрузку на операционный поток. Например, за счет привлечения equity-финансирования со стороны покупателя или третьей стороны для погашения части долговых обязательств.

32 О юридических аспектах применения механики earn-out см. в разделе 3 части 6 исследования.

33 О юридических аспектах структурирования опционов и многоэтапных сделок см. в разделе 2 части 6 исследования.

#Мнение_экспертов



Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

Мы можем отметить, что вырос процент сделок, структурируемых через **механизм earn-out** или **постепенный выкуп долей покупателем с помощью опционных структур** и при условии достижения определенных финансовых показателей, что призвано дать определенный комфорт и продавцу в виде более привлекательной совокупной стоимости бизнеса, и покупателю – за счет некоторого снижения риска завышения оценки на базе текущих финансовых показателей и более умеренного среднего мультипликатора стоимости покупки.



Александр Венгранович

Управляющий директор - начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк»

В условиях высокой волатильности, регуляторных и санкционных ограничений изменились подходы к оформлению структуры сделок. В частности, увеличилась доля сделок с условными платежами (earn-out)



Алексей Шаров

Управляющий партнер «Аверта Групп»

В 2025 г. возможен рост сделок со структурами, предполагающими отсрочки, earn-out либо долг в формате квази-equity (мезанины). Ключевые драйверы, которые бы этому способствовали:

- продолжительный период высокой ключевой ставки для многих компаний закрывает доступ к кредитным средствам;
- возможность и желание со стороны банков и финансовых институтов финансировать проекты за счет квази-инструментов (симбиоз долга и equity);
- хеджирование и разделение будущими инвесторами рисков бизнеса (в том числе роста и достижения финансовых показателей) с экономическим участием текущих собственников.

2.2 Методология оценки: особенности периода

Как отмечают многие M&A-специалисты, в целом за период 2022-2024 гг. фундаментальные подходы к оценке бизнеса **не изменились**. Сделки M&A, как и прежде, чаще всего оцениваются с помощью **доходного подхода** с проверкой результатов сравнительным подходом.

Однако, ряд игроков в период 2022-2024 гг. стал чаще испытывать **затруднения** в процессе оценки бизнеса. Сложности в оценке в первую очередь связаны с **высоким уровнем неопределенности** макросреды и состояния рынка, вызванным событиями начала 2022 г. Также немалую роль сыграл уход с российского рынка иностранных провайдеров информационных систем и массивов статистических данных по сделкам M&A, которые обычно использовались специалистами при оценке бизнесов.

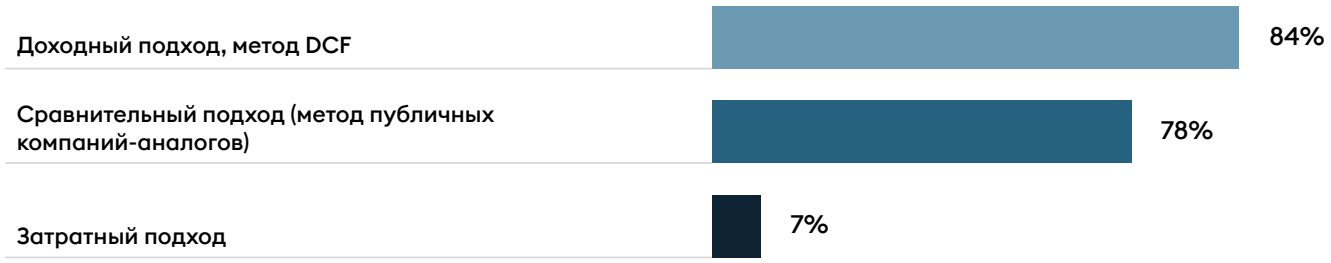
2.2.1 Общая методология оценки

В ходе данного исследования мы попросили экспертов рынка прокомментировать ситуацию и отметить изменения в методологии оценки, которые появились в период 2022-2024 гг.

Определение справедливой стоимости

#Результаты_опросов

Какие подходы к оценке бизнеса Вы наиболее часто применяли в сделках M&A в период 2022-2024 гг.?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

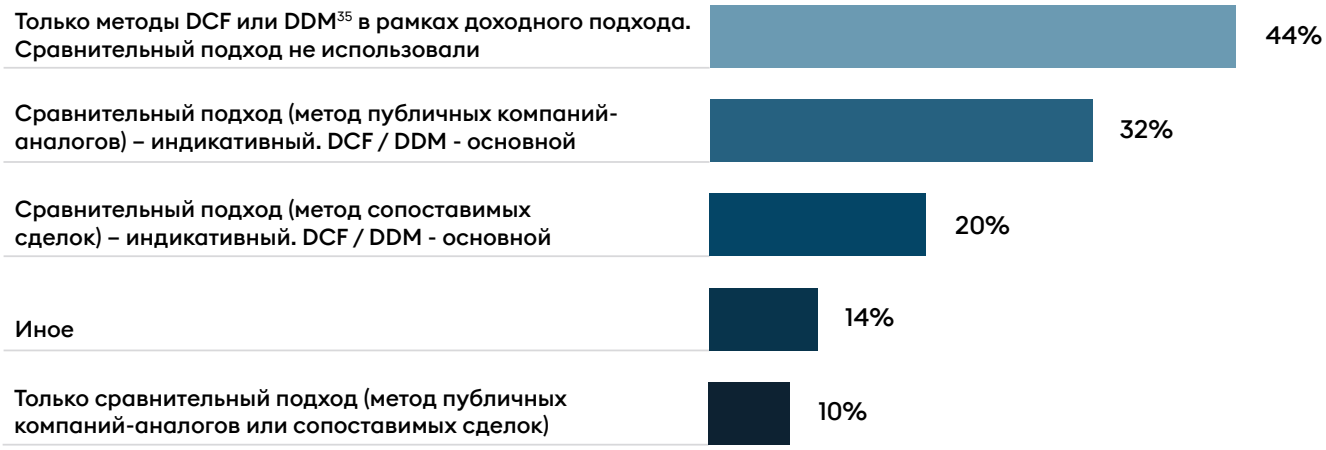
Как видно из результатов Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов абсолютное большинство (**84%**) респондентов использовало доходный подход. При этом не меньшей популярностью (как отметило **78%** респондентов) пользовался сравнительный подход.

Инвестиционная стоимость

Результаты опроса о подходах к оценке бизнеса, применяемых стратегическими приобретателями для определения **инвестиционной стоимости**[34] активов, приведены на графике ниже.

34 Инвестиционная стоимость – предполагаемая величина оценки бизнеса, учитывающая выгоды и преимущества конкретного приобретателя, в том числе, синергетические эффекты.

Какие подходы к оценке использовались для определения инвестиционной стоимости активов в период 2022-2024 гг.?



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Из результатов опроса следует, что стратегические приобретатели в период 2022-2024 гг. оценивали бизнес преимущественно с помощью доходного подхода.

Приоритетный подход к оценке

Среди респондентов Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов в качестве **приоритетного** подхода к оценке чаще всего использовался:

- **доходный** подход, метод DCF: **69%** респондентов;
- **сравнительный** подход (метод публичных компаний-аналогов): **24%** респондентов.

Как показали результаты опросов (см. графики выше), за период 2022-2024 гг. подходы к оценке российских бизнесов **не претерпели принципиальных изменений**. Как и раньше, доходный подход используется наиболее часто, в том числе в качестве приоритетного. При этом с 2022 г. доходный подход стал чаще применяться в качестве **исключительного** при **определении инвестиционной стоимости** бизнеса. Это связано с увеличением числа сделок, которые в период 2022-2024 гг. требовали **независимой оценки** в соответствии с федеральными стандартами (например, сделки, приобретателем по которым выступали ЗПИФы или публичные структуры, а также сделки-«выходы»). По мнению ряда игроков, независимые оценщики с 2022 г. стали реже использовать сравнительный подход для оценки ряда активов, в том числе по причине недостаточного количества аналогов, высокой неопределенности в расчете страновых дисконтов и т.п.

Сравнительный подход в указанный период фактически перестал качественно выполнять свои ключевые функции - «ориентировочную» и «проверочную».

Это, среди прочего, объясняется тем, что в период 2022-2024 гг. стороны все чаще выражали «принципиальные разногласия» как по **величине** мультипликатора, так и по расчету **нормализованного** показателя EBITDA. Влияние этих факторов на протяжении всего периода 2022-2024 гг. во многих случаях не позволяло сторонам ограничиться использованием только сравнительного подхода при оценке бизнеса.

Затратный подход, как и прежде, при оценке нормально функционирующего бизнеса для целей сделок M&A **не применяется**. Тем не менее, с 2024 г. отмечается рост числа случаев использования затратного подхода в специфических ситуациях, например, в сделках продажи проблемных активов (в том числе, с торгов при продаже с торгов).

35 Метод дисконтирования дивидендов (Dividend Discount Model).



Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

Для обсуждения стоимости в ходе переговоров и формирования основных **индикативных условий** сделки стороны, как и раньше, чаще всего оперируют **мультипликатором стоимости** как **наиболее гибким и понятным** элементом ценообразования (наиболее часто используется общепринятый мультипликатор EV / EBITDA, или же специфические индустриальные мультипликаторы, если сделка происходит между стратегическими игроками, работающими в одной индустрии).

При этом в нашей практике **подавляющее большинство** (близкое к 100%) **покупателей** все же готовит свою **финансовую модель бизнеса** и закладывает в нее все необходимые параметры и переменные, включая потенциальные синергии, структуру финансирования, временные факторы и прочие моменты, которые **невозможно учесть в рамках сравнительного подхода**, выводя далее соответствующий мультипликатор.

Таким образом, **мультипликатор стоимости является, скорее, производной доходного подхода** и проверкой обсуждаемой стоимости с точки зрения здравого смысла, а также понятным инструментом в рамках переговорного процесса.

> «Стратегические приобретатели, как и прежде, больше ориентированы на использование доходного подхода в качестве приоритетного при оценке стоимости приобретаемых активов»



Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Ограничениями для применения сравнительного подхода являются:

1. Отсутствие аналогов на российском или глобальном рынке. В таких случаях стороны могут использовать индикативный мультипликатор (условно 4-5x EBITDA для стабильного бизнеса, 6-8x EBITDA для растущего).
2. Волатильность будущих денежных потоков. Если отрасль характеризуется цикличностью или прогнозные темпы роста на ближайшие годы нестабильны, данные факторы сложно учесть в мультипликаторе.

В текущих условиях имеют место оба этих фактора. Стороны не могут достичь компромисса по уровню индикативного мультипликатора из-за сложившейся ситуации «разрыва ожиданий по оценкам» при отсутствии аналогов активов. Также на протяжении последних трех лет усилилась неопределенность прогнозирования потоков и темпов роста бизнесов. И это все значительно **ограничивает применение мультипликаторов** как превалирующего метода оценки бизнеса в текущих реалиях. **Доходный подход**, в свою очередь, позволяет более гибко подойти к оценке и учесть факторы, специфические для конкретного актива

Упрощение подходов к использованию мультипликаторов

В период 2022-2024 гг. на рынке наблюдалась тенденция к упрощению сравнительного подхода. В частности имело место **«усреднение» отраслевых мультипликаторов.** Эксперты отмечают, что на этапе входа в сделку стороны стали чаще обсуждать индикативную оценку именно в категориях **среднего** (по отраслям) мультипликатора к EBITDA. По мнению аналитического сообщества, с 2022 г. мультипликатор, при котором для стороны сохранялась бы экономическая целесообразность сделок, «усреднился» по всем отраслям до уровня 5-6х EBITDA до подъема ключевой ставки, и до 3-4х EBITDA – после ее подъема.

#Мнение_экспертов



НОВЫЕ ВЫЗОВЫ
НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

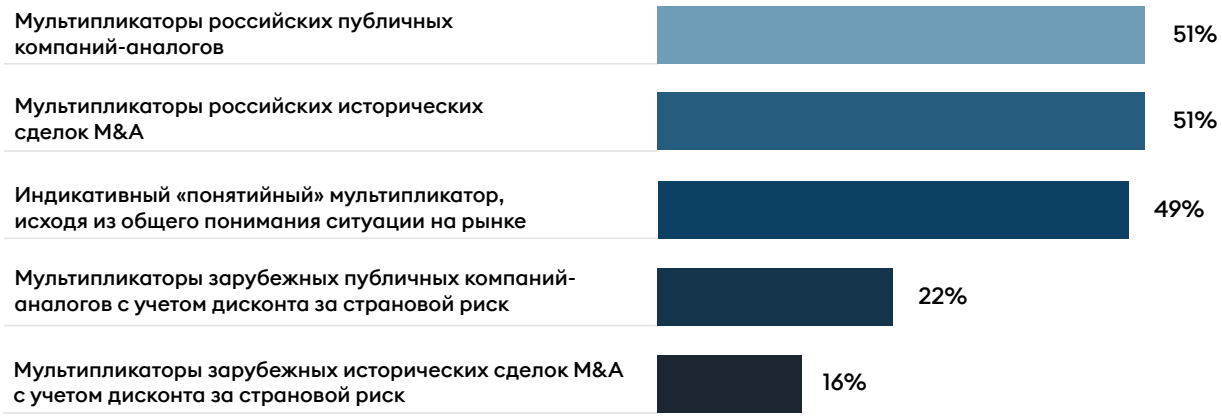
В последние три года, а именно с момента начала массовой продажи бизнеса иностранными игроками в жестких ценовых рамках, продиктованных законодательством, мы видим некую **унификацию восприятия мультипликатора** среди покупателей в различных индустриях.

С выходом на рынок большого количества **качественных активов западных компаний**, которые были проданы не более чем по 3-4х EBITDA, многие инвесторы стали воспринимать данный уровень мультипликаторов как норму и применять его к рассматриваемым инвестиционным возможностям **вне зависимости от индустрии** (за исключением разве что традиционно высоко оцениваемых отраслей, таких как технологии и ИТ), что, естественно, **не совпадало с ценовыми ожиданиями российских компаний, рассматривающих продажу**.

При этом важно отметить, что в данный момент, когда ключевая ставка находится на столь высоком уровне, предлагаемая оценка бизнеса в 3-4х EBITDA зачастую **продиктована уже именно необходимостью обслуживания долга при сохраняющейся ожидаемой доходности от приобретения актива**. Таким образом, при условии сохранения текущей монетарной политики фактор давления на стоимость бизнеса сохраняется даже при снижающемся количестве сделок по продаже иностранных активов.

Используемые типы мультипликаторов

Какой подход к определению мультипликаторов Вы наиболее часто применяли в период 2022-2024 гг.?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Как показали итоги опроса, более половины респондентов в период 2022-2024 гг. для целей оценки бизнеса сравнительным подходом использовали мультипликаторы **российских компаний** (как торгуемых компаний, так и частных). При этом чуть больше трети респондентов **продолжает использовать** зарубежные мультипликаторы (с необходимыми корректировками, в том числе на страновой риск).

> «Бизнес постепенно переориентируется на использование мультипликаторов по российскому рынку»

#Мнение_экспертов



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Российский рынок - источник наиболее точных аналогов для российских M&A, **не требующих существенных корректировок.** До 2022 г. иностранные сделки и торгуемые компании служили важным ориентиром для оценки в тех отраслях, которые не представлены на российском фондовом рынке, и в которых отсутствуют публичные данные по M&A. В 2022-2024 гг. возможности применения этих данных существенно сократились из-за значительных **различий в предпосылках** оценки активов в РФ и за рубежом, а также **ограничения доступа к зарубежным базам данных** (Bloomberg, Capital IQ) для многих российских участников рынка. Интересно отметить, что почти половина опрошенных опирались **на «понятийный» уровень мультипликаторов**. То, что покупать нужно по 4х EBITDA, а продавать – по 6х EBITDA, известно участникам рынка и без Capital IQ.

2.2.2 Особенности оценки в особых ситуациях

Сделки–«выходы»

#Мнение_экспертов



Павел Арама

Старший менеджер группы оценки
Группы компанийи Б1

В сделках M&A по выкупу бизнеса у иностранных акционеров с 2023 г. **превалирующее** значение имеет **доходный подход**, позволяющий при прогнозе денежных потоков учесть ожидаемую загрузку и финансовые показатели бизнеса на этапах операционной реструктуризации, интеграции и в течение периода, необходимого для вывода бизнес-активности на оптимальный уровень.

Утвержденные прогнозы операционной загрузки бизнеса и финансовых показателей с 2023 г. в обязательном порядке предоставляются приобретающей стороной в формате документа с описанием ключевых предпосылок бизнес-планирования **вместе с отчетом о независимой оценке** для рассмотрения профильным ведомством и Подкомиссией при согласовании сделки.





KESAREV

Юрий Шихов

Старший консультант GR-фирмы Kesarev

Предоставление отчета об оценке рыночной стоимости актива является одним из основных требований, предъявляемых в рамках рассмотрения сделок Подкомиссией. **Базово подходы к оценке (методика оценки) основаны на федеральных стандартах оценки**, которые формально не учитывают особых ситуаций, возникающих на рынке.

При рассмотрении отчета об оценке члены Подкомиссии, среди которых в том числе Минэкономразвития (регулятор оценочной деятельности), а также Банк России и Минфин (основные пользователи отчетов об оценке) могут высказать **мнение о несоответствии заявленной в отчете оценочной стоимости реальной.**

С февраля 2023 г. действует список рекомендованных оценщиков, с апреля 2024 г. – перечень рекомендованных СРО[36]. Внедрение перечней было связано с опасениями госорганов относительно недобросовестных действий оценщиков по завышению оценочной стоимости активов в интересах иностранных продавцов.

Традиционно члены Подкомиссии **ориентируются на доходный подход оценки.** Использование **затратного подхода фиксируется значимо реже, а сравнительный подход используется крайне редко** и исключительно как дополняющий основной (доходный или затратный) подход. Таким образом, можно констатировать то, что **подходы к оценке за последние три года не претерпели изменений и базировались на существующих стандартах.**

Вместе с тем, на протяжении рассматриваемого периода менялись подходы к определению **срока валидности оценки**, что сократило возможность маневра для сторон сделки и потребовало дополнительных временных и финансовых издержек. В настоящее время **отчет об оценке должен быть составлен не ранее чем за три месяца** до даты заседания Подкомиссии, а срок с даты проведения оценки до даты составления отчета **не должен превышать 6 месяцев.**

Также особое внимание как на уровне профильного регулятора, так и на стадии рассмотрения отчета членами Подкомиссии **уделяется согласованности показателей фактических и прогнозных периодов.** В особенности это касается тех показателей, которые могут рассматриваться в качестве КПЭ или быть ассоциированы с ними (динамика количества сотрудников на предприятии, загрузка производственных мощностей, финансовые показатели и т.д.).

Оценка проблемных активов

M&A-эксперты отмечают, что зачастую объектом продажи по сделке с проблемными активами выступают не столько бизнесы, сколько имущественные комплексы. Поэтому к оценкам таких активов может применяться затратный подход, который, как правило, не используется при определении стоимости нормально функционирующих бизнесов.

36 Саморегулируемые организации.



NOVUS CAPITAL

Сергей Орехов

Партнер Novus Capital

В 2024 г. появилось существенно больше активов, которые продаются по **затратному подходу**. Это связано с тем, что некоторые компании остановили свою деятельность ввиду высокой ключевой ставки или сильно упали по финансовым показателям ввиду того, что оказался закрыт экспорт в страны Европы.

Оценка опционов

#Результаты_опросов

Как оценивались активы (доли/акции) в рамках опционов-колл в период 2022-2024 гг.?



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Как показали итоги опроса, активы, которые являются предметом опционов-колл, наиболее часто оцениваются с помощью **сравнительного подхода** с использованием **фиксированного мультипликатора к EBITDA.**

#Мнение_экспертов



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

Доходный подход при определении цены актива по опциону-колл используется значительно **реже**. Это зачастую связано с тем, что **формула расчета EBITDA** к моменту сделки сторонами, как правило, уже согласована. В то время как многочисленные вводные, необходимые для оценки с помощью доходного подхода, на горизонте исполнения опциона (что может составлять от нескольких месяцев до нескольких лет) представляют существенные риски, а также почву для разногласий и споров сторон в будущем.



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Доходный подход при оценке опционов **гораздо более сложен** с точки зрения структурирования сделки и отражения договоренностей в транзакционной документации. Возможно, по этой причине стороны предпочитают использовать интуитивно более понятный мультипликатор, применяемый к EBITDA или другому показателю.

2.3. Сложности оценки бизнеса в новых реалиях

Многие эксперты рынка отмечают, что в течение последних трех лет процесс оценки бизнеса стал несколько **сложнее**, чем в предыдущие годы. Трудности в прогнозировании динамики показателей бизнеса даже на ближайшую перспективу существенно ограничивают использование инструментария финансового моделирования для целей M&A. В ходе данного исследования мы попросили экспертов прокомментировать эту ситуацию и рассказать о сложностях в построении финансовых моделей, возникших после 2022 г.

#Мнение_экспертов



Gardiner Resources

Вадим Логофет

Управляющий директор M&A-консультанта Gardiner Resources

Исходя из моей практики, я бы частично согласился с данным утверждением. Действительно, после 2022 г. мы наблюдаем усиление неопределенности, связанной с экономическими и политическими изменениями, что **значительно усложняет процесс прогнозирования** финансовых показателей компаний. При этом нельзя утверждать, что ранее оценивать российские активы было намного проще.

Российский рынок традиционно характеризуется нестабильностью и подвержен несистематическим рискам, которые практически невозможно в полной мере отразить в стандартных финансовых моделях. В моей практике дисконт, с которым торгуются российские компании относительно зарубежных аналогов, чаще определялся не объективными расчетами, а субъективными факторами.



Алексей Лукьянов

Директор по работе с инвесторами
Всеинструменты.ру, MBA (IE Business School)

Из-за колебаний ключевой ставки, ключевых индексов российского рынка и отсутствия доступа к зарубежным источникам данных, любые оценки бизнесов, определенные сторонами сделок строго академическим путем дают непредсказуемые результаты, которые могут быть весьма далеки от представлений о справедливой стоимости как продавцов, так и покупателей.

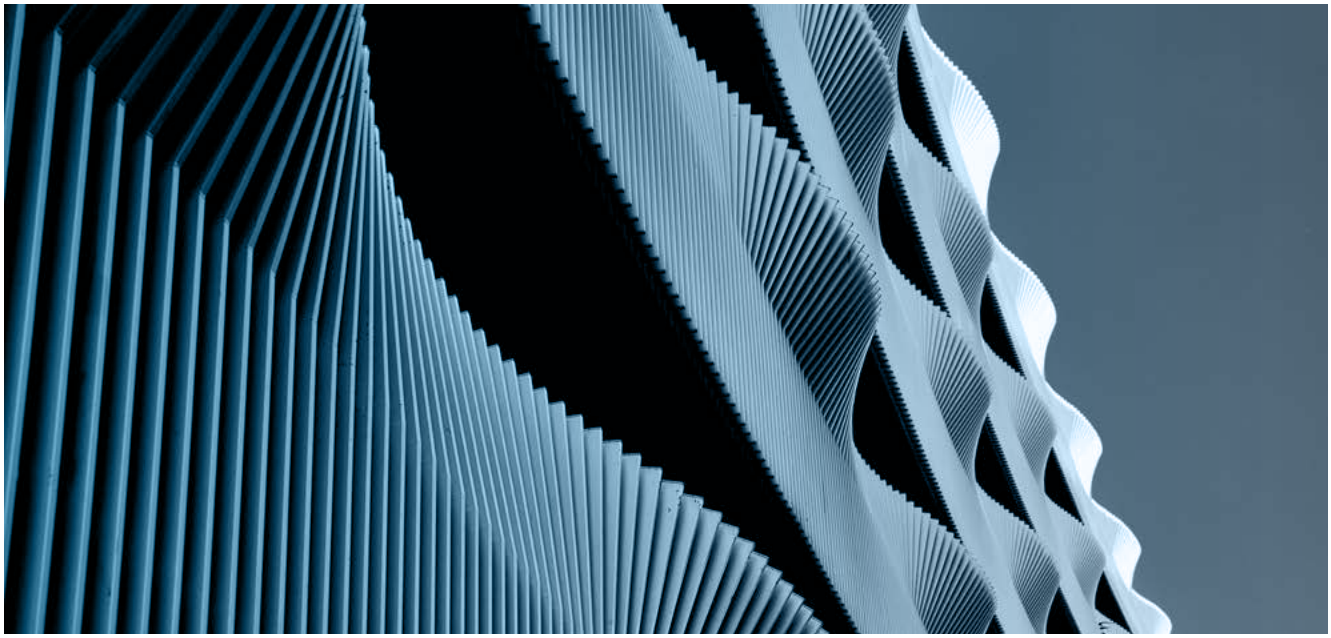
#Результаты_опросов

С какими сложностями финансового моделирования вы столкнулись в период 2022-2024 гг.?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Как показали итоги опроса, большинство респондентов (**62%**) в качестве **основной проблемы** финансового моделирования для целей M&A отметили затруднения при **определении ставки дисконтирования** (WACC). Применение стандартного алгоритма расчета WACC с учетом текущих макропоказателей все чаще приводит к расчету контринтуитивно низкой величины стоимости бизнеса, **исключающей экономическую целесообразность** для совершения сделки на стороне продавца.





SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Большинство игроков в период 2022-2024 гг. в рамках сделок M&A столкнулись со сложностями **при расчете и применении ставок дисконтирования**. Из-за аномально высокой ключевой ставки и возросшей стоимости долга расчет WACC в строгом соответствии с теорией корпоративных финансов часто приводил к **контринтуитивным результатам**, в частности, **к низкому уровню оценок**, которые не были приемлемы для сторон сделок. Для обоснования оценок, приближенных к реальным ожиданиям сторон, аналитики вынуждены были применять **динамический WACC** (высокая ставка дисконтирования в первые годы и снижение в последующие периоды), **корректировки за страновой и специфический риски и т.п.**

Многие M&A-специалисты отмечают, что расчет динамической ставки дисконтирования не является простой задачей в текущих условиях. Для расчета динамического WACC необходимо принимать **ряд дополнительных субъективных допущений** в отношении его составляющих, что делает обоснование его изменения недостаточно аргументированным. Таким образом, по мнению экспертов рынка, динамический WACC делает оценку более интуитивно приемлемой, но менее обоснованной.



Алексей Лукьянов

Директор по работе с инвесторами Всеинструменты.ру, MBA (IE Business School)

Традиционно расчет WACC состоит из 2 частей: стоимость акционерного капитала и стоимость долга (с учетом влияния «налогового щита»). Высокая ключевая ставка влияет на обе части показателя WACC. На часть стоимости акционерного капитала также влияют **колебания рынка**. Традиционно российские компании пользовались для расчета влияния волатильности рынка индексами РТС и ММВБ. Однако высокие колебания данных индексов в последние несколько лет сильно искажают интуитивно приемлемый результат для российского рынка на 10-20%.

Эксперты рынка также прокомментировали изменения **методологии расчета WACC**, которые произошли после 2022 г. в связи с пересмотром размера страновой премии по российским активам.

#Мнение_экспертов



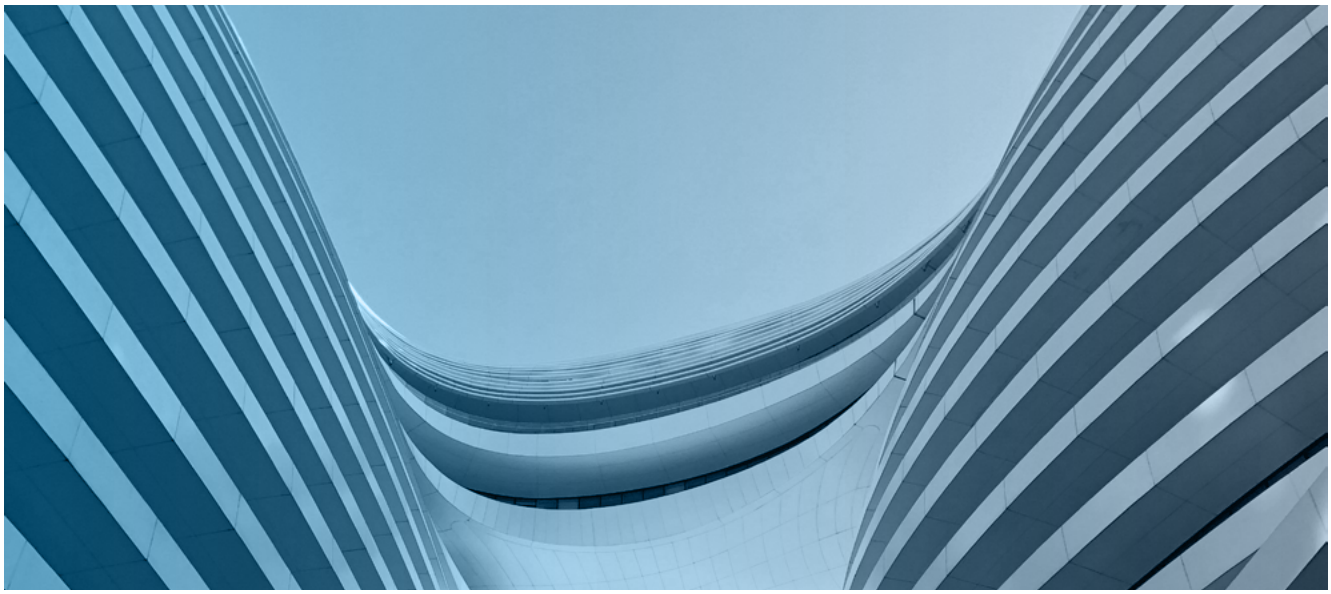
Павел Арама

Старший менеджер группы оценки
Группы компаний Б1

В связи с существенным **пересмотром международными аналитическими агентствами присваиваемой российским активам с 2022 г. величины страновой премии,** консультанты, специализирующиеся на оценке бизнеса, скорректировали методологию расчета ставки дисконтирования. Так, в качестве **базовой безрисковой ставки доходности рынок стал опираться на кривую бескупонной доходности государственных облигаций России** вместо популярного до 2022 г. подхода, основанного на конвертации в рублевый эквивалент доходности к погашению американских казначейских облигаций с последующим добавлением премии за страновые риски.

Нормализация безрисковой ставки позволила как отразить в ставке дисконтирования величину странового риска, **подтвержденную требуемой доходностью реальными рыночными инвесторами,** так и сохранить в ситуации аномальной волатильности фондового рынка сопоставимый с международными бенчмарками **индикатив премии за инвестирование в акции в диапазоне 5-7%**.

> «При расчете WACC в качестве базовой безрисковой ставки доходности рынок стал опираться на кривую бескупонной доходности государственных облигаций России»



03 Финансирование сделок M&A

Авторы текста: Анастасия Нерчинская, Юлия Загорнова, Татьяна Невеева, Владислав Скворцов, Анна Сидоренко, Валериан Мамагеишвили



- В период 2022-2024 гг. из-за оттока зарубежных инвестиций и блокировки доступа к западным рынкам капитала российские игроки переориентировались на внутренние источники капитала.
- В этот период подход банков к оценке риск-профиля заемщиков и «кандидатов» на M&A стал более консервативным.
- Увеличилась доля заемщиков, не удовлетворяющих требованиям банковских риск-нормативов, снизилась доля выдаваемых M&A-кредитов.
- Сохраняется высокая доля сделок M&A, профинансированных с использованием гибридных источников (долга и акционерного капитала).
- При гибридном формате финансирования сделки M&A в структуре финансирования существенно увеличилась доля equity-инвестиций, при этом в сделки стали чаще привлекаться сторонние финансовые миноритарные инвесторы.
- Проблемные компании, отказавшиеся от продажи стратегическим инвесторам, вынуждены привлекать дорогое equity-финансирование от сторонних инвесторов, чтобы избежать банкротства.

В период 2022-2024 гг. владельцы бизнесов столкнулись с проблемой поиска и оптимизации источников финансирования, в особенности - для целей сделок M&A. В связи с ограничением доступа российских компаний ко многим международным, и в особенности, западным, рынкам частного и публичного акционерного и долгового капитала, российские компании столкнулись с необходимостью срочного замещения иностранных инвестиций и поиска альтернативных источников финансирования как для целей поддержания операционной деятельности активов, так и для их неорганического роста. В условиях низких темпов привлечения новых иностранных инвестиций из дружественных регионов российские игроки были вынуждены практически полностью переориентироваться на внутренние рынки капитала. В период 2022-2024 гг. в сегменте частного капитала постепенно аккумулировалась свободная ликвидность игроков.

При этом большую часть периода 2022-2024 гг. темпы роста совокупных накоплений крупных корпоративных структур существенно превышали скорость их размещения в активах посредством инвестиционных сделок. В текущих экономических реалиях владельцы капиталов испытывали сложности с поиском качественных активов для целей сделок M&A или размещения инвестиций, и выбирали более консервативные инструменты обеспечения доходности, например, банковские депозиты. В то же время на фоне ужесточения кредитно-денежной политики и, в особенности, политики сдерживания M&A-кредитования, многие компании утратили доступ к банковским кредитам на неорганическое развитие бизнеса. При этом стратегические покупатели и крупные диверсифицированные холдинги, которые в этот период сохранили высокую M&A-активность, несмотря на сохранение доступа к банковским кредитам, чаще стали финансировать приобретения собственными средствами.

В ходе данного исследования мы проанализировали изменения в структуре источников финансирования сделок M&A в период 2022-2024 гг. в контексте привлечения средств на SPV или иную структуру покупателя, непосредственно участвующую в расчетах. В других раздела исследования мы также проанализировали форматы структурирования сделок с точки зрения расчетов с продавцом и прямого финансирования приобретаемого актива.

3.1 Фокус на внутренние источники финансирования

Обострение геополитической обстановки и введение против российских компаний и банков масштабных международных санкций стали причиной массовых «выходов» зарубежных инвесторов и оттока частного и публичного иностранного капитала. Российская банковская система и платежная инфраструктура оказались в фокусе беспрецедентного санкционного давления, которое не ослабевало на протяжении всего периода 2022-2024 гг. В 2022 г. ценные бумаги российских компаний были исключены из котировальных списков международных биржевых площадок, их участие в торгах прекратилось. Российские бизнесы утратили возможность размещать на зарубежных площадках еврооблигации и иные долговые инструменты, номинированные в валюте недружественных стран.

Западные банки приостановили кредитование российских активов. Из-за риска вторичных санкций ограничили предоставление кредитов также и финансовые организации из дружественных юрисдикций. Российские компании были вынуждены замещать западные кредиты внутренним финансированием. На фоне роста стоимости заемного капитала эти факторы привели к снижению финансовой устойчивости многих компаний, появились предпосылки роста числа проблемных активов. В особенности это затронуло отрасли с высокой долей экспорта на европейские рынки.

Крупные иностранные игроки, которые в 2022 г. не покинули российский рынок, заняли выжидательную позицию, «заморозив» частные инвестиции в российские компании. Несмотря на активное развитие торгово-экономических отношений с государствами БРИКС и странами АТР и наличие у дружественных инвесторов интереса к российскому рынку (сфера природных ресурсов, металлургии, транспорта), высокой инвестиционной активности игроков из этих регионов пока не наблюдается. Также в период 2022-2024 гг. не было новых размещений российских активов на азиатских торговых площадках.

В условиях резкого сокращения доли западных капиталов и отсутствия их полноценной замены дружественными иностранными инвестициями, **российские компании в указанный период были вынуждены переориентироваться на внутренние рынки капитала.**

В макроэкономических условиях периода 2022-2024 гг. для ряда игроков рынка M&A доступ к локальным источникам финансирования оказался существенно ограничен. Относительно комфортные условия привлечения финансирования сохранились у компаний, оперирующих в отраслях, в отношении которых были реализованы меры государственной поддержки, включая программы льготного кредитования или налоговые преференции (например, сектор ИТ).

По мере роста инфляции и «перегрева» рынка кредитования, **банки стали более консервативно оценивать риски** заемщиков не только при рассмотрении заявок на предоставление M&A-кредитов, но и на рефинансирование текущего долга. Банком России был принят ряд мер, направленных на замедление роста кредитования, в том числе на цели M&A. Были повышены требования к размеру резервов, формируемых при выдаче M&A-кредитов. При этом в результате каскадного повышения ключевой ставки до ее максимального значения (21%), резко возросла стоимость заемного финансирования и **увеличилась доля заемщиков, не удовлетворяющих требованиям банковских риск-нормативов.** Эти факторы в совокупности привели к **уменьшению доли выдаваемых кредитов**, в особенности, для целей сделок M&A, которые традиционно считаются одним из самых высокорисковых видов кредитования с высокой вероятностью дефолта.

При этом следует отметить, что меры кредитно-денежной политики, направленные на снижение уровня инфляции, далеко не сразу привели к «охлаждению» кредитной активности в сегменте корпоративного кредитования, особенно среди крупнейших заемщиков, которые менее чувствительны к росту ключевой ставки. M&A-эксперты и банковские аналитики отмечают, что ближе к середине 2024 г. экспозиция банков на сегмент крупного бизнеса увеличилась, в том числе в связи с более высоким спросом со стороны этой категории заемщиков на замещение внешнего долга.



VERBA LEGAL

Анна Сидоренко

Старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL

С 2022 г. российские компании оказались в новой финансовой реальности: доступ к западным рынкам капитала был фактически заблокирован, торги по ценным бумагам с российскими корнями были приостановлены, а некоторые бумаги оказались заблокированными. Дополнительно, в апреле 2022 г. российское законодательство обязало российские компании произвести делистинг депозитарных расписок, размещенных на иностранных биржах, был установлен общий запрет для размещения и обращения акций российских компаний за пределами Российской Федерации. Ограничения доступа к международным рынкам и инфраструктуре спровоцировали масштабный тренд на редомициляцию: иностранные холдинговые структуры с российскими активами начали перенос регистрации в Россию или в «дружественные» юрисдикции.

В этих условиях бизнес активно переориентируется на внутренние источники фондирования и российский рынок получил новый импульс. Говорить о восстановлении статус-кво в среднесрочной перспективе не приходится. По крайней мере в 2025 г. снятия ключевых ограничений или возобновления доступа к западным рынкам ожидать не стоит. Формируется устойчивая структура замещающих решений, где приоритет отдан локальным источникам капитала, новым структурам владения и юридическим механизмам, адаптированным к условиям ограниченного международного взаимодействия.

3.2 Источники финансирования сделок M&A

В период 2022-2024 гг. многие покупатели, желающие профинансировать приобретение активов с привлечением заемных средств, были вынуждены **отказаться от подачи заявки на кредит** в связи с их «заградительной» стоимостью, особенно если по кредиту предусматривались проценты по плавающей ставке, что стало распространенным явлением.



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики Группы компаний Б1

Многие инвестиционные компании утратили интерес к финансовым вложениям в крупные контрольные пакеты в связи с отсутствием у таких сделок экономических мотивов. За исключением сделок-«выходов», предполагающих высокий ценовой дисконт, на рынке практически не осталось качественных активов, готовых продаваться по оценкам, обеспечивающим инвестору желаемую доходность с учетом заложенной стоимости кредита на приобретение бизнеса.

В связи с относительным замедлением M&A-активности в период 2022-2024 гг., перетоком средств (в первую очередь, аккумулированных крупными финансовыми инвесторами) в инструменты с фиксированной доходностью и введением ограничений на выплату дивидендов зарубежным акционерам, в российском сегменте частного капитала сформировался существенный запас ликвидности (т.н. «денежная подушка»).

При этом, с одной стороны, у части игроков рынка M&A, преимущественно у крупных институциональных и финансовых инвесторов, сохранился определенный запас свободных собственных средств, которые могли бы быть размещены в активах, если текущие мультипликаторы оценки и качество «кандидатов» на M&A могли бы обеспечить инвесторам желаемый уровень доходности.

Но, с другой стороны, в период 2022-2024 гг. необходимость поддерживать операционную деятельность и высокая M&A-активность среди стратегических покупателей и бизнес-конгломератов с использованием значительной доли собственных средств при финансировании приобретений привела к сокращению совокупных запасов ликвидности у этого сегмента участников M&A-рынка.

В условиях ограниченного доступа к банковским кредитам даже для многих крупных игроков в указанный период сформировалась **тенденция к использованию гибридных форматов финансирования с превалирующей долей equity-инвестиций**, привлекаемых в SPV приобретателя или иную структуру, аккумулирующую средства для расчета по сделке. При этом помимо стратегического покупателя, приобретающего контролирующую долю в активе, акционерный капитал зачастую представляется как минимум еще одним инвестором, которого привлекает стратегический покупатель или кредитор по долговому финансированию.

#Результаты_опросов



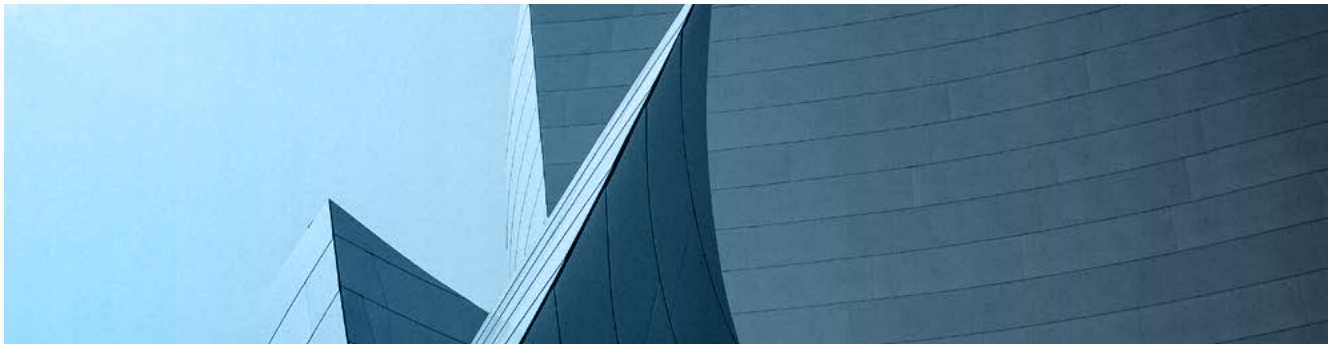
По данным Опроса широкого круга M&A-игроков



По данным Опроса индустриальных игроков

Как показали результаты опросов (см. графики выше), в период 2022-2024 гг. большинство игроков (**65%** и **52%** респондентов, соответственно) финансировали сделки M&A **только собственными средствами приобретателя, предоставленными в качестве equity-финансирования его текущими акционерами**.

Такая ситуация, в целом, не характерна для сделок M&A. Покупатели активов, особенно финансовые инвесторы, обычно стремятся использовать хотя бы часть заемных средств для финансирования приобретения. Однако в указанный период на рынке сложилась **уникальная ситуация,** когда стоимость заемного финансирования максимально приблизилась к стоимости акционерного капитала. Так, средний целевой IRR для фондов прямых инвестиций составляет 25-30%, **что в текущей ситуации сопоставимо с процентными ставками по M&A-кредитам**, предлагаемыми российскими банками. При этом зачастую покупателям по разным причинам было проще привлечь дополнительные equity-инвестиции, чем банковский кредит.





SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

В нашей практике полностью за счет собственных средств финансируются либо небольшие сделки, либо сделки, в которых покупателем выступает крупный стратегический инвестор. Почти все финансовые инвесторы стремятся использовать в сделках долговое плечо, чтобы обеспечить приемлемую для себя доходность, поэтому при анализе потенциальных инвестиций всегда уделяют внимание тому, насколько актив «bankable».

«Существенная доля сделок M&A по-прежнему совершается с привлечением комбинированного (гибридного) финансирования, то есть с использованием как собственного капитала, так и заемного»

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Владислав Скворцов

Партнер, руководитель практики «Банковское и финансовое право» юридической фирмы VERBA LEGAL, к.ю.н.

В сделках M&A 2022-2024 гг. можно выделить как минимум три тенденции:

1. Со стороны покупателей в указанный период в сделки, как правило, шли инвесторы, обладающие достаточным аккумулированным капиталом. По тем редким сделкам, которые осуществлялись с привлечением банковского финансирования, банки формулировали существенно более агрессивные пожелания, в том числе в отношении дополнительного вознаграждения, привязанного к стоимости сделки / актива или финансовому результату собственников проекта (equity upside). При этом продавцы были готовы идти на более гибкие условия по сделке, планируя инвестировать полученные средства.
2. В целом с повышением ключевой ставки к концу 2023 г. рынок занял выжидательную позицию. Покупатели понимают, что в сложившихся условиях немногие компании-таргеты способны обслуживать текущие заемные обязательства в связи с высокой ключевой ставкой и, тем более, окупить потенциальные вложения. Кроме того, покупатели разумно ожидают, что в стрессовом состоянии своего бизнеса и рынка продавцы станут занимать более лояльные позиции в переговорах.
3. Со стороны банковского сектора в периоде 2022-2024 гг. мы видим, что банки фактически приостановили или заморозили новое финансирование, опасаясь включения в кредитный портфель компаний с высоким риском дефолта. С конца 3 кв. 2024 г. по конец 1 кв. 2025 г. крупными банками фактически осуществлялась «блокировка» выдачи M&A-кредитов.

Можно ожидать, что в 2025 г. произойдет: увеличение количества реструктуризаций по ранее выданным кредитным линиям; некоторое снижение процентных ставок по кредитам (сверх ключевой ставки), но лишь, чтобы избежать дефолтов и еще большего ухудшения качества кредитных портфелей.



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков



По данным Опроса индустриальных игроков

Одинаковая доля респондентов (**43%** и **42%**, соответственно) обоих опросов (см. графики выше) использовали при финансировании сделок M&A **гибридный формат - сочетание долговых и акционерных инструментов финансирования.** При этом эксперты рынка отмечают, что доля equity-инвестиций в структуре гибридного финансирования в течение указанного периода **постепенно увеличивалась.** Это происходило в том числе за счет развития тренда на краткосрочные «поддерживающие» инвестиции в акционерный капитал, особенно в сделках по приобретению проблемных активов.

При этом опросы показали небольшое различие в доле различных equity-инвесторов в структуре финансирования сделок.

Так, **42%** респондентов Опроса **индустриальных игроков** отметили, что при использовании гибридной модели финансирования сделок привлекали equity-инвестиции как от текущих акционеров, так и от новых инвесторов, в том числе путем использования квази-equity инструментов (например, выпуск привилегированных акций).

Но только **18%** респондентов Опроса **широкого круга M&A-игроков** ответили так же.

Интересно отметить, что равное число респондентов (**24%**) (см. графики ниже) среди индустриальных игроков и представителей различных M&A-направлений, включая M&A-консультантов, участвовали в сделках, в рамках которых приобретение активов финансировалось **только за счет внешнего долга**, например по модели проектного финансирования.

#Результаты_опросов



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков



По данным Опроса индустриальных игроков

#Результаты_опросов

В конце I кв. 2025 г. мы провели опрос на базе профильных телеграм-каналов, в рамках которого попросили респондентов отметить превалирующий источник финансирования сделок M&A в период 2022 – I кв. 2025 гг. Ответы, полученные от 206 респондентов, распределились следующим образом:

Превалирующий источник финансирования сделок-M&A в периода 2022 – I кв. 2025 гг.

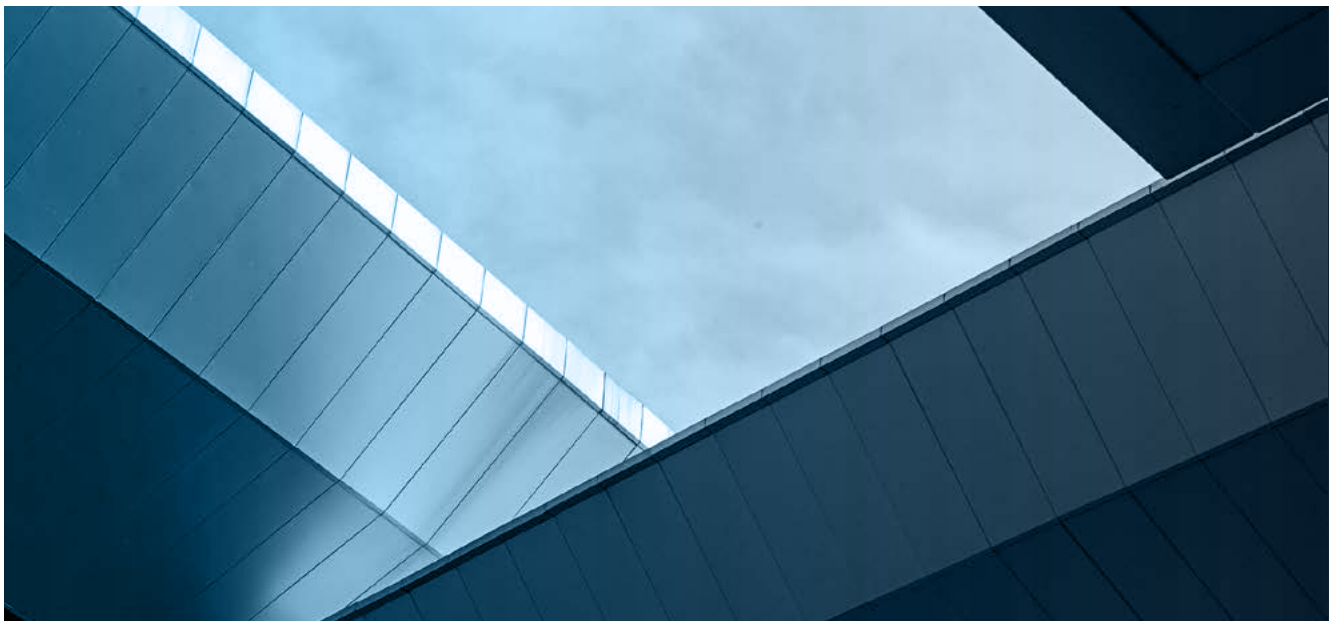


По данным Опроса в профильных телеграм-каналах

Результаты Опроса в профильных телеграм-каналах по итогам I кв. 2025 г. показали, что в период 2022-2025 гг. доля случаев финансирования сделок по гибридной модели была существенно выше, чем все прочие типы финансирования. Это связано с развитием тренда на использование структурированного финансирования сделок M&A, а также проведение реструктуризации долга в качестве предварительного этапа сделки. В 2025 г. таких случаев будет больше по причине роста доли активов с повышенной долговой нагрузкой, препятствующей оптимальной реструктуризации долга только за счет рефинансирования кредита.

Банки при рассмотрении заявок на реструктуризацию долга требуют от закредитованных заемщиков подтверждения возможности обеспечить нормальное операционное развитие актива с достаточной ликвидностью на проектные капитальные затраты и оборотный капитал.

В результате ограничения доступа к банковскому финансированию в период 2022-2024 гг. и необходимости поиска дополнительных источников финансирования **изменились подходы и к структурированию сделок** M&A. Анализ аспектов структурирования сделок приводится в разделе 1 части 6 исследования.





30% респондентов ожидают в 2025 г. увеличение числа случаев использования конвертируемых облигаций, структурных облигаций и других финансовых инструментов для привлечения финансирования.

По данным Опроса юридических M&A-команд

Как показали результаты опросов, относительно невысокая доля респондентов ожидает в 2025 г. увеличения активности в сфере размещения конвертируемых и структурных облигаций. О трендах развития рынка альтернативных инструментов заимствования рассказал **Владислав Скворцов**, партнер банковской и финансовой практики юридической фирмы VERBA LEGAL.



VERBA LEGAL

Владислав Скворцов

Партнер, руководитель практики «Банковское и финансовое право» юридической фирмы VERBA LEGAL, к.ю.н.

Конвертируемые и структурные инструменты уже продолжительное время являются часто используемыми и привычными для рынка. В 2024 г. общее количество выпусков облигаций и, в частности, структурных облигаций, продолжило расти. Наблюдался общий тренд на диверсификацию инструментов заимствования (тренд, при котором доля кредитов падает, а структурированных сделок по финансированию растет).

Во второй половине 2024 г. началось некоторое замедление рынка. Как и на рынке кредитования, на фоне существенного роста риск-премии к ключевой ставке, отражающей оценку займодавцами (приобретателями облигаций) текущих макро- и корпоративных рисков, корпоративные заемщики стали **менее активно заимствовать**, в том числе посредством выпуска облигаций.

В первой половине 2025 г. риск-премии к ключевой ставке стали падать, активность на рынке (новые выпуски) стала восстанавливаться. По мере завершения цикла жесткой политики ЦБ во второй половине 2025 г. ожидается дальнейшее увеличение активности.

04 Подготовка активов к продаже

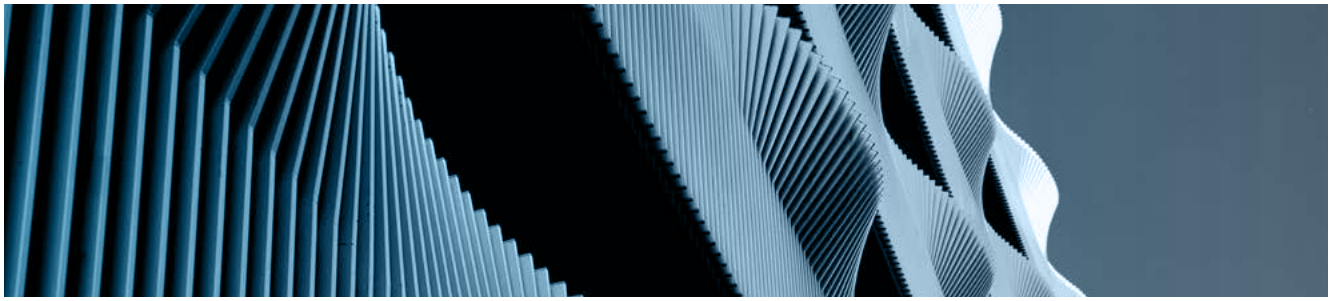
Авторы текста: Юлия Загорнова, Александр Панов, Татьяна Невеева, Анастасия Нерчинская, Алена Кучер, Валериан Мамагеишвили.



- В 2022-2024 гг. у покупателей существенно возросли требования к качеству продаваемых активов, в связи с чем этапу предпродажной подготовки бизнеса стало уделяться больше внимания.
- В связи с трендом на децентрализацию корпоративных структур процессы консолидации активов и формирования периметра сделки усложнились и стали требовать большего времени.
- Тенденция к участию в структурах владения большего числа физических лиц и промежуточных звеньев без формальных признаков аффилированности с собственником бизнеса, привела к тому, что существенно возросла роль оценки налоговых последствий предпродажной реструктуризации для всех ее участников.
- Процесс подготовки к перепродаже бизнесов, приобретенных в рамках сделок-«выходов», требовал от продавцов значительно больших ресурсов, чем в рамках «классических» сделок.
- Покупатели активов, приобретенных у иностранцев, в случае рыночной цены сделки, ожидают «стандартного» подхода к объему инструментов, защищающих от рисков, в том числе, связанных с периодом владения иностранного продавца, переговоры требуют большей гибкости.
- С ростом числа проблемных активов в указанный период увеличилась доля сделок по реструктуризации долга с участием пула крупных кредиторов, в том числе, в связи с продажей актива стратегическому покупателю.

В период 2022-2024 гг. многие владельцы бизнесов были сфокусированы на решении новых операционных задач, вызванных усложнением регуляторной среды, санкционным давлением и перестройкой логистических процессов. Продавцы, которые в указанный период вели переговоры о продаже бизнеса, столкнулись с более жесткими требованиями со стороны покупателя и его кредиторов, финансирующих сделку, к качеству актива, его корпоративной «оболочке» и прозрачности бизнес-процессов. В связи с этим этап предпродажной подготовки активов стал более сложным и продолжительным, его роль в сделках M&A существенно возросла. Набор мероприятий по подготовке бизнеса к продаже во многом зависит от его текущего состояния. Во внимание принимается множество факторов, включая: (i) соответствие юридического и фактического контуров владения ключевыми активами; (ii) качество финансовой отчетности; (iii) наличие непрофильных активов, в которых не заинтересован покупатель; (iv) налоговые последствия сделки для продавца;, (v) степень зависимости бизнес-процессов таргета от ресурсов и экспертизы группы продавца; (vi) необходимость содействия команды продавца или менеджмента при интеграции таргета в бизнес покупателя.

В ходе данного исследования мы попросили M&A-специалистов различных направлений рассказать о ключевых аспектах подготовки активов к продаже, которые в указанный период требовали особого внимания и проработки.



4.1 Корпоративная консолидация активов и определение периметра сделки

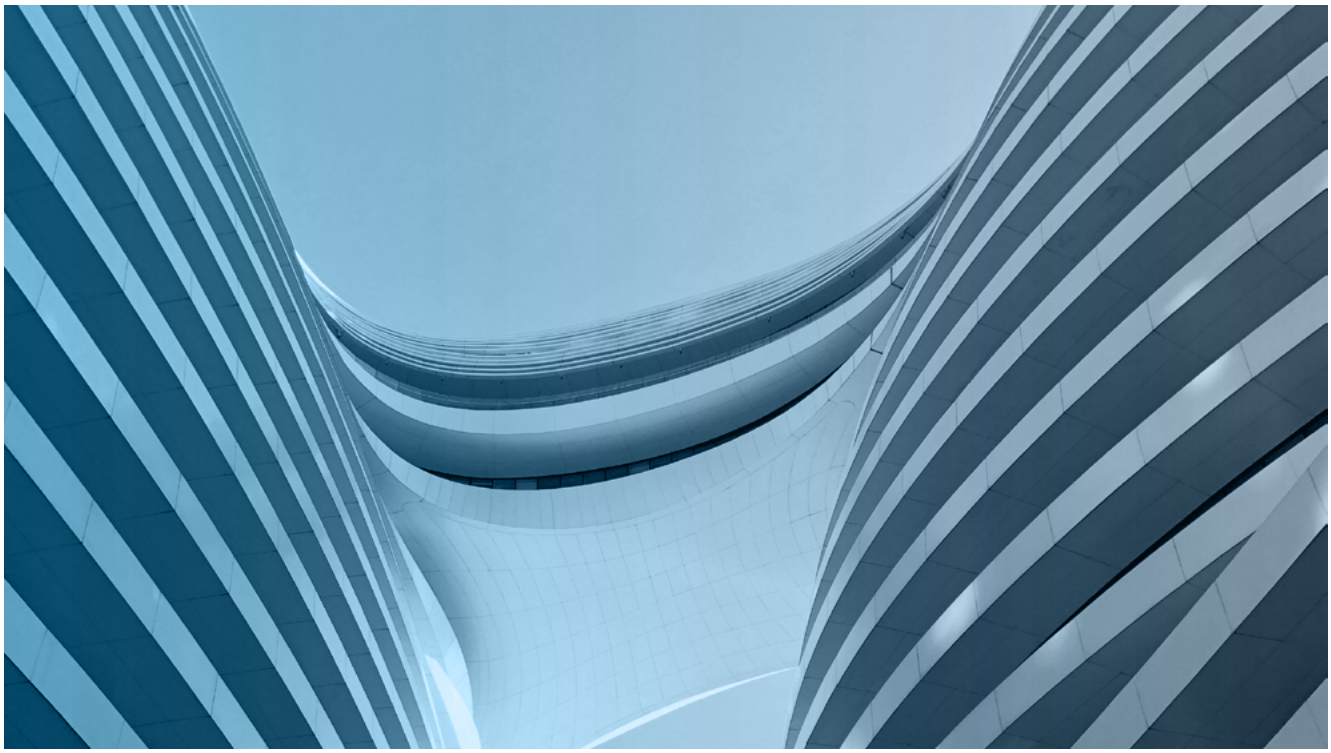
Одной из первых и важнейших задач при продаже бизнеса является определение контура сделки. Этот процесс предполагает не только консолидацию в едином периметре всех активов, генерирующих денежные потоки, на которых основана цена сделки, но и создание оптимальной «внешней» структуры для трансфера бизнеса покупателю с учетом его требований.

В период 2022-2024 гг. из-за возросших санкционных рисков активизировались процессы децентрализации владения активами и «дробления» корпоративных структур, в которых появилось больше физических лиц, а также компаний без формальных признаков аффилированности с собственниками бизнеса. В «управление» доверенным лицам могли передаваться как основные бизнес-направления (самостоятельные компании), так и отдельные ключевые активы (например, объекты недвижимости или интеллектуальной собственности).

В указанный период на стороне многих покупателей, особенно публичных игроков и компаний с государственным участием, ужесточились требования как к качеству активов, так и к форматам целевой структуры сделки. Стратегические покупатели все реже выражали готовность приобрести бизнес с распределенной структурой на стороне продавцов и настаивали на формировании холдинговой структуры с консолидацией всех необходимых активов. В связи с этим в 2022-2024 гг. продавцы стали чаще сталкиваться с необходимостью проведения предпродажной корпоративной реструктуризации бизнесов, а процесс «сборки» активов в едином периметре стал значительно сложнее. Помимо прочего, процессы корпоративной консолидации стали чаще требовать «расшивки» опционов, которые были оформлены с «промежуточными» звеньями цепочки владения.

Помимо этого деконсолидированная структура владения продаваемого бизнеса в указанный период была серьезным препятствием для сделок, для целей финансирования которых покупатели планировали привлечь кредит. Бизнесы с распределенным владением, особенно с участием физических лиц и «технических» компаний, без формальных признаков связанности, стали испытывать затруднения при подтверждении консолидированного финансового результата, иначе как по управленческой отчетности. При этом банки при рассмотрении заявок потенциальных приобретателей на выдачу LBO-кредитов занимали консервативную позицию при оценке риск-профиля таргета и требовали документального обоснования как исторических финансовых показателей, так и прогнозных данных и бизнес-плана.

О проблемах, связанных с привлечением M&A-кредитов при покупке актива с деконсолидированной структурой, рассказала **Юлия Загорнова**, партнер M&A-практики Группы компаний Б1.





Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1

Сделки с деконсолидированными активами: практические особенности

В нашей работе мы периодически сталкиваемся с ситуациями, когда актив, предлагаемый к продаже, являясь достаточно крупным бизнесом, представляет собой несколько небольших компаний и ИП (созданных таким образом сознательно, или же возникших «органически» в процессе масштабирования бизнеса с момента его создания). При этом собственники таких бизнесов, естественно, воспринимают их как единый организм, и рассчитывают свои пожелания по цене, исходя из совокупных результатов деятельности бизнеса.

Однако, в процессе работы над сделкой с компаниями, организованными в форме таких «дисперсных» структур, в подавляющем большинстве случаев возникает диссонанс предложений потенциальных покупателей и ожиданий продавцов. Связано это, прежде всего, с финансовыми и налоговыми рисками, которые в большинстве случаев будут сопровождать существование бизнеса в рамках такой структуры, и которые достаточно быстро выявляются на этапе независимой проверки и закладываются покупателем в цену (мы видели случаи, когда учет подобных рисков снижал стоимость бизнеса практически вдвое от изначально обсуждаемой оценки).

Также проблемой становится привлечение заемного финансирования под сделку (к примеру, в рамках классических LBO сделок), так как банку, зачастую, сложно найти в структуре, состоящей из небольших юридических лиц, то лицо, финансовые показатели которого позволяют привлечь достаточный объем долга.

Данные факторы могут повлечь за собой требование о реструктуризации бизнеса до или сразу после сделки с целью устранения выявленных рисков и формирования отчетности, пригодной для предоставления в финансирующий банк, что, в свою очередь, требует существенных временных и трудозатрат со стороны как продавца, так и покупателя, и становится существенным препятствием в рамках работы над сделкой, так как делает сделку более сложной и растянутой во времени.

И если для российского покупателя «раздробленная» структура бизнеса в целом понятна, и основные сложности возникают у тех, кто привлекает заемное финансирование под сделку, то для иностранных инвесторов подобная структура будет являться более фундаментальной проблемой в связи со существенно возрастающими рисками в чужой для инвестора юрисдикции.

В процессе предпродажной подготовки актива важно корректно идентифицировать периметр сделки, в том числе исключить из него непрофильные активы. Этот процесс включает комплекс корпоративных процедур, основными из которых являются внутригрупповые сделки купли-продажи долей / акций или отдельных активов (объектов имущества), сделки cash-in, процедуры «расшивки» долгов перед структурами продавца и т.п. Однако в некоторых случаях в целях формирования периметра отчуждаемого бизнеса продавец осуществляет процедуру реорганизации (например, путем выделения или разделения бизнеса). В сделках, предполагающих использование механики «переноса долга» (debt push-down) на таргет, наоборот, реорганизацию может проводить структура покупателя или SPV с его участием (например, путем присоединения к таргету).

Об особенностях проведения процедуры реорганизации бизнеса в целях подготовки актива к продаже, рассказала **Анастасия Кудряшова**, старший советник Корпоративной практики / M&A юридической фирмы ALUMNI Partners.



ALUMNI PARTNERS

Анастасия Кудряшова

Советник корпоративной практики / M&A юридической фирмы ALUMNI Partners

Реорганизация остается одним из востребованных механизмов **подготовки актива к сделке,** как при заключении сделок между российскими лицами, так и при выходе иностранцев из России. Одной из причин сохранения актуальности института реорганизации является необходимость **определения актива, который войдет в финальный периметр сделки:** как по причине неготовности нести риски, связанные с приобретением **«проблемного» или нерентабельного** актива, так и в связи с желанием продавца передать только **часть бизнеса** группы.

Наиболее стандартными и широко используемыми механизмами защиты интересов покупателя при реорганизации, на наш взгляд, являются заверения продавца о законности такой реорганизации, а также отсутствии оснований для ее оспаривания (включая отдельных процедур и сделок), а также возмещение потерь покупателя в связи с ее оспариванием и иными требованиями третьих лиц.

Механизм возмещения потерь также используется **в пользу продавца**, особенно в случае, когда реструктуризация бизнеса **осуществляется по инициативе покупателя**.

В период 2022-2024 гг. больше бизнес-структур включили в свои контуры компании в форме непубличных АО. Это обусловлено различными факторами, включая формированиея структуры для участия актива в процедурах pre-IPO и IPO и более закрытый информационный режим непубличных АО в сравнении с ООО. В ряде случаев бизнес «переносится» на структуру непубличного АО, при большом числе инвестиционных раундов в его корпоративной истории (в том числе, если ранее такая структура имела иностранную «прописку»), в результате чего в компании образовалось большое число участников с различными интересами. Эксперты рынка ожидают, что тренд на рост числа вновь создаваемых непубличных АО в 2025 г. будет увеличиваться, в том числе для целей участия в сделках M&A.

Ключевой сложностью при продаже таких структур является наличие в их капитале множества миноритарных акционеров. Даже если отношения между ними регулируются корпоративным договором, предусматривающим право мажоритарного акционера потребовать от других акционеров присоединиться к его сделке продажи бизнеса стратегическому покупателю (drag-along rights), на практике покупатели крайне неохотно соглашаются на реализацию этого механизма в связи с его сложностью, неопределенностью, а также высокими рисками десинхронизации многочисленных сделок с миноритарными акционерами. Поэтому подавляющее большинство стратегических покупателей требует от продавца консолидации владения активом до сделки. В ситуации с множеством акционеров, особенно непубличных, выкупить «долю» миноритарных акционеров является исключительно сложной задачей, требующей согласования множества важных параметров, основными из которых являются «поиск» всех миноритарных акционеров, согласование с ними условий приобретения акций, а также проведение сделок по выкупу, в том числе через внебиржевой рынок.

Об особенностях реализации такой процедуры предпродажной реструктуризации актива рассказал **Игорь Костенников**, советник корпоративной практики юридической фирмы LEVEL Legal Services.





LEVEL Legal Services

Игорь Костенников

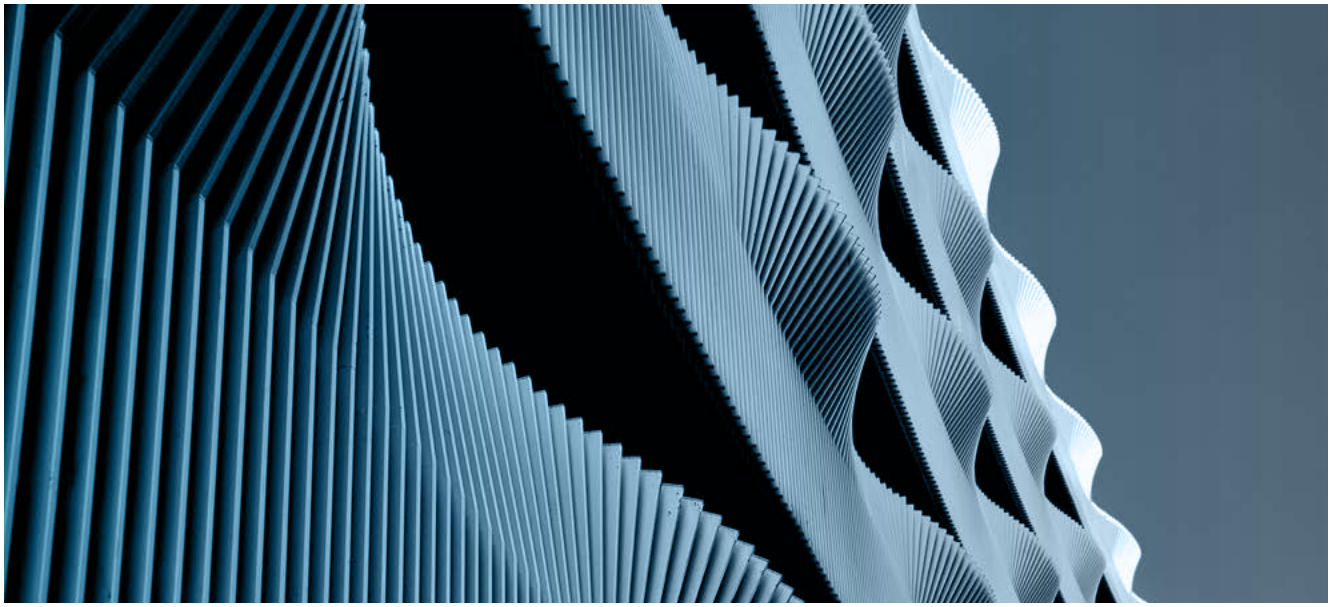
Советник корпоративной практики
юридической фирмы LEVEL Legal Services

Квази-«squeeze-out» как форма предпродажной подготовки актива

В охватываемый исследованием период на рынке имелся достаточно интересный кейс, который сочетал в себе элементы M&A-сделки и квази-«squeeze-out». Продавцы (основатели компании, мажоритарии) до выхода на M&A-сделку со стратегическим покупателем осуществили привлечение инвестиций в компанию через пока что «экзотическую» для российского рынка модель pre-IPO, которая предполагает, что компания (акционерное общество) остается непубличной, но при этом дополнительно выпускаемые компанией акции распространяются среди достаточно широкого круга розничных инвесторов-миноритариев, заблаговременно подавших свои заявки.

В последствии при структурировании M&A-сделки стратегический покупатель выразил пожелание приобрести все 100% акций компании, чтобы не осложнять последующую хозяйственную деятельность необходимостью учитывать позицию многочисленных миноритариев, а также тратить время и ресурсы на созыв и проведение общих собраний акционеров. В результате закрытие сделки было обусловлено успешным завершением процедуры квази-«squeeze-out», в рамках которой продавцы, стратегический покупатель и специально привлеченный брокер совместными усилиями успешно обеспечили централизованный и структурированный выкуп миноритарных пакетов акций компании у всех pre-IPO инвесторов в количестве более 200 человек.

Данный проект продемонстрировал возможность успешного использования pre-IPO механизмов на российском рынке, но при этом способствовал выявлению существенных ограничений и рисков такого рода механизмов, которые могли бы быть эффективно преодолены на законодательном уровне. В частности, было бы полезно хотя бы на базовом уровне урегулировать в законодательстве процедуры добровольного и принудительного выкупа акций у миноритариев в непубличных акционерных обществах, привлекающих в капитал розничных инвесторов (с учетом опыта практического применения уже имеющихся в законодательстве положений, касающихся выкупа акций ПАО).



В большинстве случаев объем мероприятий, необходимых для предпродажной реструктуризации бизнеса, становится понятен только по итогам проведения финансового и юридического due diligence актива. Поэтому часто этап реструктуризации идет параллельно с процессами оценки бизнеса и due diligence, а в ряде случаев, когда формирование периметра сделки занимает продолжительное время, завершается уже после подписания транзакционной документации и структурируется как одно из отлагательных условий закрытия сделки. Мы попросили M&A-экспертов рассказать о практике проведения предпродажной реструктуризации бизнеса в период между подписанием и закрытием сделки, и о сроках, которые обычно требуются для целей подготовки актива к продаже.

#Мнение_экспертов



НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Елена Цатурова

Руководитель группы консультирования по сделкам M&A и реструктуризации бизнеса Группы компаний Б1

На практике мы видим сделки, когда продавец по согласованию с покупателем берет время между подписанием и закрытием сделки на проведение внутренней реструктуризации / консолидации продаваемого периметра в части «перевешивания» активов в продаваемый контур, чтобы избежать продажи дополнительных юридических лиц и ненужных расчетов по карв-ауту активов, не попавших в периметр сделки.

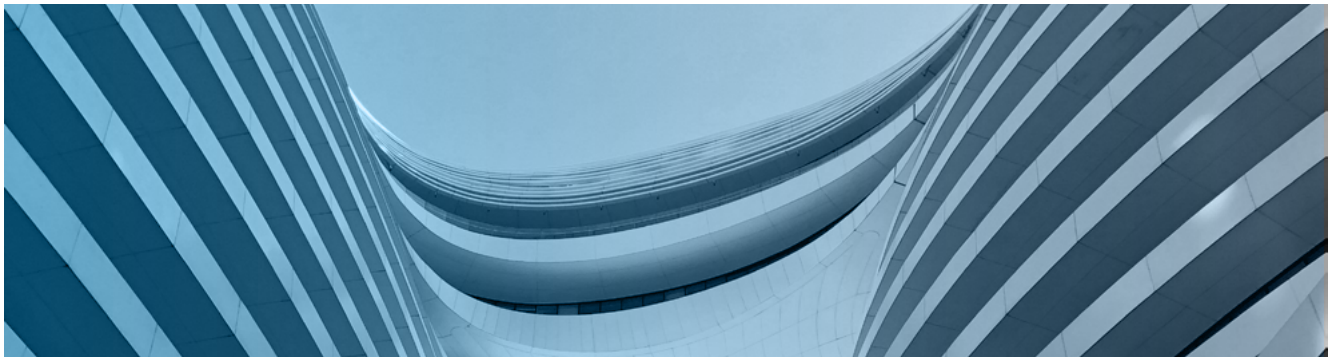


НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Елизавета Кокорева

Партнер практики финансовой экспертизы и сопровождения сделок Группы компаний Б1

Если сделка рыночная, то покупатель обычно ожидает, что реструктуризация непрозрачной юридической или операционной структуры будет проведена до сделки. Иногда после подписания транзакционной документации остаются какие-то незавершенные этапы реструктуризации. Например, часть бизнеса находится в процессе перевода в периметр сделки. В таком случае, в документации по сделке очень четко фиксируются шаги и этапы перевода бизнеса, и если они не будут завершены в установленные сроки, то продавцов ждут штрафные санкции вплоть до отмены сделки.





Алексей Лукьянов

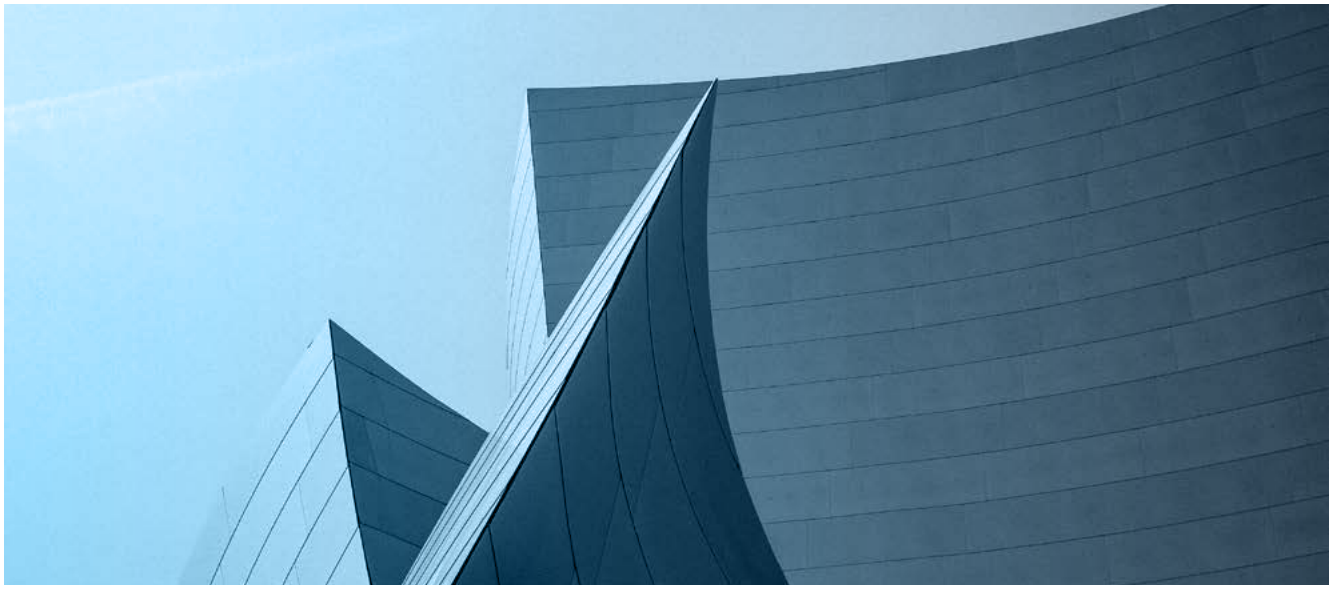
Директор по работе с инвесторами
Всеинструменты.ру, MBA (IE Business School)

Сроки подготовки бизнесов к продаже могут достаточно сильно отличаться и зависят в первую очередь от состояния актива в момент принятия решения о продаже. Процесс подготовки бизнеса к продаже можно условно разделить на несколько ключевых стримов:

- **Повышение транспарентности бизнеса.** Это направление включает следующие основные треки: (i) повышение качества финансовой отчетности (в том числе организация учета на основе принципов МСФО и внедрение продвинутой управленческой отчетности), (ii) приведение юридической и организационной структуры приобретаемой группы в соответствие с бизнес-логикой, (iii) выведение из периметра бизнеса непрофильных активов и прочих активов, которые могут усложнить процесс due diligence.
- **Отделение бизнес-процессов от материнской компании** (продавца): наем самостоятельной управляющей команды или обеспечение условий ее перехода в продаваемый актив, создание на уровне таргета отделов / функций бэк-офиса, которые ранее обеспечивались материнской компанией.
- **Разработка продавцом стратегии продаваемой компании**, которая ляжет в основу бизнес-кейса и финансовых прогнозов, используемых в оценке отчуждаемого актива.

Если все три вида активностей имеют высокую степень готовности, то подготовка бизнеса к продаже может занять ориентировочно 1-3 месяца. Если нет, то такой срок может затянуться на 1-2 года.

Если консолидация корпоративного контура актива завершается в период после подписания транзакционной документации, стороны согласовывают детальный план мероприятий по реструктуризации. В случае успешного выполнения этого условия сделка может быть закрыта. При этом покупатель получает право на отказ от сделки в случае, если реструктуризацию не удается завершить в соответствии с согласованным планом (например, не удалось договориться с миноритарным акционером о выкупе его доли.



Одним из стандартных этапов корпоративной реструктуризации является погашение задолженности перед структурами продавца (например, возврата займов), а также проведение мероприятий по возврату долга по займам, выданным продавцу или его аффилированным компаниям. Об обычной практике реструктуризации задолженности приобретаемой компании в зависимости от типа кредитора, рассказал **Алексей Лукьянов.**

#Мнение_экспертов



Алексей Лукьянов

Директор по работе с инвесторами
Всеинструменты.ру, MBA (IE Business School)

Акционерный долг (долг, полученный таргетом от продавца или его аффилированной структуры) в большинстве случаев покупатели бизнесов рассматривают как скрытую форму cash-out. То есть как часть цены за бизнес, которую продавец ожидает получить от покупателя «на руки», но только не в качестве цены за акции по договору купли-продажи, а в рамках возврата долга).

Так как акционерные долги нередко имеют нерыночную структуру, покупатели предпочитают «расшивать» их до закрытия сделки. Иными словами, к моменту закрытия сделки все компании в приобретаемом контуре должны погасить долги перед акционерами (продавцами) и их связанными сторонами.

Если же приобретаемые компании сами являются кредиторами связанных с продавцом структур, то такие долги также предпочтительно погасить до сделки во избежании конфликтных ситуаций в будущем.

При этом **внешний долгосрочный долг**, если он предоставлен на рыночных условиях, приемлемых для приобретаемого бизнеса и покупателя, и положительно влияет на финансовое здоровье актива, покупателю предпочтительнее сохранить, получив соответствующие одобрения от банка.

Формально у банка-кредитора есть право требовать досрочного погашения долга в случае смены собственника на стороне должника. Банки также заинтересованы в сохранении отношений с добросовестным заемщиком и лицами, предоставившими обеспечение по кредиту.

Банки таким правом могут воспользоваться, если, например, новый акционер имеет более высокий кредитный риск, чем предыдущий. Другой причиной смены кредитора может служить личный мотив покупателя перевести долг в структуру с другим финансовым провайдером.

4.2 Налоговые аспекты предпродажной реструктуризации

При проведении предпродажной реструктуризации актива хорошей практикой считается **предварительная оценка налоговых последствий и рисков**, связанных как со всей совокупностью корпоративных процедур, которые предполагается совершить в процессе перехода от текущей структуры актива к целевой, так и с каждой самостоятельной операцией. В этом контексте в процессе реструктуризации особого внимания требует соблюдение правил ст. 54.1 НК РФ и «тестирование» на наличие деловой цели каждой сделки внутри общей цепочки.

Нередко встречаются ситуации, когда отдельно вся совокупность сделок, совершенных в короткий срок, на первый взгляд, представляется налогово-нейтральной.

При этом отдельно взятые операции (например, последовательное внесение актива в имущество или в уставный капитал сначала в одну компанию, а потом ею - в другую) могут указывать на наличие уклонительной цели, что может повлечь налоговые риски.

Мы попросили налоговых специалистов рассказать о том, каким налоговым аспектам в рамках корпоративной реструктуризации бизнеса нужно уделить особое внимание.

#Мнение_экспертов

#Лучшие_практики



NIKOLSKAYA consulting

Сергей Еремин

Партнер юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Предпродажная реструктуризация активов встречается настолько часто, что многие структураторы и юристы рассматривают ее как необходимый элемент сделки.

При этом аппетиты сделочной команды к реструктуризации, проводимой для целей экономии на налогах (будь то налогообложение самой сделки, или налогообложение расшивки внутренних долгов актива, или даже принятие превентивных мер для снижения налоговых рисков, которые закрываются индемнити) нередко не контролируются налоговыми специалистами. Это может приводить к тому, что сделка, выгодная в моменте, со временем расцветает налоговыми спорами актива, а затем – и спорами по договору купли-продажи.

И до введения в российское налоговое законодательство антиуклонительных правил налоговые органы не испытывали недостатков в инструментах борьбы с излишне радикальным налоговым структурированием, например, таких, как сформулированный в судебной практике принцип необоснованной налоговой выгоды. Однако после того, как НК РФ пополнился ст. 54.1, жить налоговым органам стало легче, а налогоплательщикам – опаснее.

Применительно к предпродажной реструктуризации налоговые органы могут проверить, **имеет ли сделка по реструктуризации реальную экономическую цель (отличную от налоговой), или это часть схемы уклонения от налогообложения**. Для того, чтобы защититься, налогоплательщику потребуется **обоснование всех операций**: что именно привело к необходимости реструктуризации, каковы экономические, и при этом неналоговые, выгоды для бизнеса и его акционеров, например:

- оптимизация структуры компании для повышения ее рыночной стоимости;
- увеличение ликвидности компании или улучшение финансовых показателей, что будет привлекать покупателей;
- снижение операционных рисков или упрощение управленческой структуры.

В этой связи полезно, чтобы за усилиями специалистов по структурированию присматривали не только коммерческие команды покупателя и продавца, но и специалисты по налоговому структурированию, которые, с одной стороны, занимают конструктивную и креативную позицию, но с другой – не проявляют аппетита к необдуманному налоговому риску.





VERBA LEGAL

Андрей Шептий

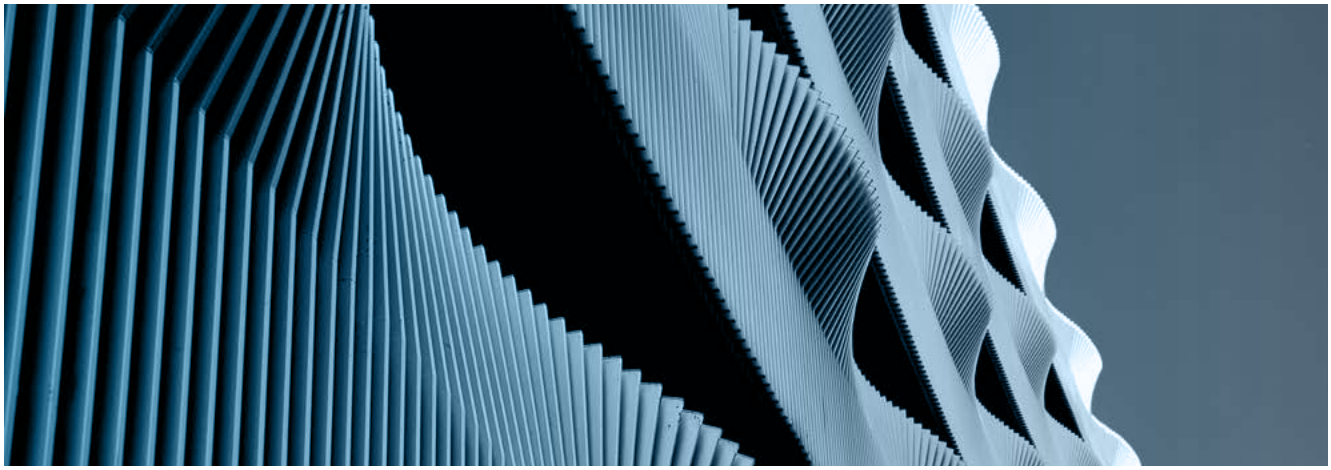
Старший юрист налоговой практики VERBA LEGAL

Согласно пп. 1 п. 2 ст. 54.1 НК РФ налоговая база может быть уменьшена в том случае, если основной целью совершения сделки (операции) не является неуплата налога. При этом возможность достижения того же экономического результата с меньшей налоговой выгодой, полученной налогоплательщиком путем совершения других предусмотренных или не запрещенных законом операций, не является основанием для признания налоговой выгоды необоснованной.

Достижение деловой цели, реализуемой путем совершения совокупности операций, **само по себе не означает, что каждая из этих операций имеет деловую цель.** Соответственно, даже в том случае, если цепочка сделок имеет неналоговую цель, то налоговый орган может предпринять попытку предъявить налоговые претензии в связи с совершением отдельной операции.

Таким образом, если в рамках предпродажной реструктуризации налогоплательщик получает налоговую выгоду в какой-либо форме, то для целей минимизации потенциальных налоговых рисков налогоплательщик должен быть готов **подтвердить, что как вся совокупность операций, осуществленных в рамках реструктуризации, так и отдельные операции, имеют деловую цель и экономический мотив.** При разрешении вопроса о том, что именно являлось основной целью операции (достижение деловой цели, получение экономического эффекта или уменьшение налоговой обязанности), необходимо оценивать, совершил бы налогоплательщик эту операцию исключительно по мотивам делового характера в отсутствие налоговых преимуществ.

> «Налогоплательщик должен быть готов подтвердить, что как вся совокупность операций, осуществленных в рамках предпродажной реструктуризации бизнеса, так и отдельные операции, имеют деловую цель и экономический мотив»



Для целей предпродажной реструктуризации крайне важным является вопрос ценообразования сделок, опосредующих перевод конкретных компаний или объектов имущества в холдинговую или иную компанию при выделении периметра сделки. Это обусловлено тем, что отдельные активы либо «недооформлены» надлежащим образом, и поэтому отсутствуют документы, подтверждающие титул, либо ранее активы были осознанно переведены во владение «оптически» внешних лиц. В процессе реструктуризации происходит обратный процесс «возврата» активов, и нередко такие сделки совершаются по символической цене, поскольку владельцы бизнесов воспринимают их как внутригрупповые. О налоговых последствий совершения внутригрупповых сделок в процессе реструктуризации бизнеса рассказал **Андрей Шептий**, старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL.

#Мнение_экспертов #Лучшие_практики



VERBA LEGAL

Андрей Шептий

Старший юрист налоговой практики VERBA LEGAL

Важно также учитывать налоговые последствия при внутригрупповых реструктуризациях посредством «переброски» активов внутри группы. Налоговые последствия здесь могут возникнуть **как у компаний, так и у физических лиц**. Например, при определенных условиях у физического лица может возникнуть облагаемый НДФЛ доход в виде материальной выгоды (ст. 212 НК РФ) при приобретении долей участия / акций / товаров по заниженным ценам. У физического лица также может возникнуть налогооблагаемый доход в виде безвозмездно полученного имущества.

При безвозмездной передаче имущества налоговые последствия по могут возникнуть и в том случае, если получателем является юридическое лицо (п. 8 ст. 250 НК РФ). При этом существует судебная практика, подтверждающая, что **передача имущества по номинальной (кратной заниженной) стоимости может быть переквалифицирована в безвозмездную передачу имущества**.

Более того, если передающая сторона безвозмездно передает имущество, реализация которого облагается НДС, то в таком случае НДС будет исчисляться с рыночной стоимости передаваемого имущества (пп. 1 п. 1 ст. 146 НК РФ).

Мы также попросили экспертов рассказать о налоговых аспектах процедуры реорганизации компаний (выделении, разделении и т.п.), если она проводится в рамках подготовки актива к продаже.

#Мнение_экспертов



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Александр Чижов

Партнер налоговой практики Группы компаний Б1

Реорганизация с налоговой точки зрения является нейтральной операцией как для реорганизуемых лиц, так и для их акционеров (участников). Данное правило, установленное НК РФ, создает потенциально инструментарий для использования реорганизации как налогово-эффективной формы совершения сделки, в особенности для случаев, когда реорганизуемые лица имеют внутреннюю задолженность, права требования по которой были приобретены с дисконтом.



VERBA LEGAL

Андрей Шептий

Старший юрист налоговой практики VERBA LEGAL

Реорганизация может использоваться в качестве налогово-нейтрального способа выделения из таргета активов, которые не планируется использовать в сделке.

При этом определенные виды реорганизаций, по общему правилу, не влияют на течение сроков владения таргетом для целей применения освобождения по НДФЛ / ставки 0% по налогу на прибыль при продаже долей / акций.

4.3 Подготовка к перепродаже активов, приобретенных по сделкам-«выходам»

В 2024 г. были совершены первые сделки по перепродаже активов, ранее приобретенных в рамках сделок-«выходов». В 2025 г. этот тренд продолжает свое развитие. Как отмечалось выше, участники рынка выражают относительно умеренные ожидания в отношении активного роста числа сделок «вторичной» продажи активов приобретенных у нерезидентов в рамках сделок-«выходов».

В рамках данного исследования мы проанализировали обстоятельства, на которые следует обратить особое внимание при подготовке к продаже актива, приобретенного у недружественного иностранного игрока в период 2022-2024 гг.

Основные причины сдержанных ожиданий относительно активности в сегменте «вторичных» сделок, лежат, прежде всего, **в финансово-экономической и регуляторной плоскости.** Помимо этого такие активы достаточно сложно подготовить к продаже, особенно в случаях, когда соответствующие сделки-«выходы» предусматривали **транзакционные ограничения**, связанные с развитием актива и его продажей третьим лицам.

Большинство сделок-«выходов» совершалось на условиях «как есть», с минимальным объемом due diligence и инструментов транзакционной защиты от рисков. В связи с этим многим покупателям приходилось уже после сделки более тщательно анализировать работу нового бизнеса, оценивать его реальное состояние и риски, оптимизировать управление его процессами, **а главное - принимать меры по сохранению его эффективности и инвестиционной привлекательности.**

Новые приобретатели таких активов все чаще будут действовать «на условиях» классического M&A-процесса как в части, связанной с проверкой и оценкой бизнеса, так и подходами к структурированию сделки и использованию транзакционных инструментов.

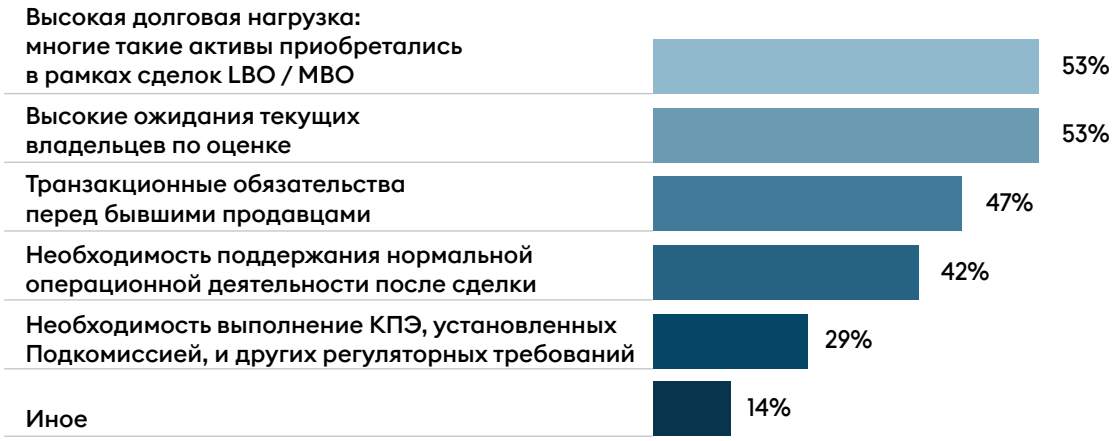
> «Владельцам, пожелавшим перепродать бизнесы, выкупленные у нерезидентов, другим игрокам, придется действовать в условиях текущих рыночных реалий, без скидки на факторы, под влиянием которых совершались сделки-«выходы»

В ходе этого исследования мы провели несколько опросов и интервью с ведущими игроками рынка, участвовавшими в различных сделках-«выходах» (включая крупнейшие из них) и попросили их поделиться мнением о факторах, влияющих на активность в 2025 г. в сегменте «перепродажи» бизнесов, приобретенных у иностранных владельцев.

#Результаты_опросов

Мы попросили представителей IB и M&A-консалтинга отметить ключевые факторы, которые в 2025 г. могут оказать **наибольшее влияние на динамику мультипликаторов** к EBITDA. Ответы респондентов приведены на графике ниже.

Какие особенности сопровождения сделок по перепродаже активов, приобретенных по сделкам-«выходам» следует учитывать их продавцам?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-игроков

Как показали результаты опроса, большинство респондентов (**53%**) считает, что предлагаемые для продажи активы, выкупленные у нерезидентов, в данный момент могут быть сильно закредитованы. Многие сделки-«выходы» совершались по LBO или MBO-модели с переносом долга на актив. В условиях высокой ключевой ставки значительная долговая нагрузка таких активов снижает их инвестиционную привлекательность для покупателей.

Такое же число респондентов (**53%**) полагает, что **ключевым фактором**, сдерживающим активность в сегменте «вторичной» продажи активов, приобретенных у иностранных владельцев, являются **высокие ожидания текущих акционеров по оценке и желание заработать на перепродаже высокую доходность.**

Текущие владельцы бизнесов, приобретенных у нерезидентов в период 2022-2024 гг., ожидают при их продаже получить приемлемую доходность. **При определении целевой доходности покупатели таких активов принимают во внимание ряд дополнительных расходов, которые они понесли при входе в сделку, но которые формально не являются частью цены.**

В первую очередь, это т.н. «налог на выход», размер которого в терминах стоимости мог достигать до 1x EBITDA (иногда выше). Однако мультипликаторы оценки, которые могли бы «обеспечить» покупателям желаемую доходность при продаже активов, превышают их текущий рыночный уровень. Это существенно затрудняет поиск потенциальных покупателей на такие бизнесы.





Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

Доходность вложенного капитала для инвестора и стратега является важным критерием при оценке возможности выхода из актива. Как стратегические покупатели, так и в большей степени финансовые инвесторы, имеют четкое понимание уровня требуемой доходности. Рассчитывать на получение такой доходности в условиях продажи активов по текущим рыночным ценам могут далеко не все игроки, владеющие такими активами. Это, в свою очередь, может способствовать переносу сроков продажи активов до момента стабилизации макроэкономической ситуации.

47% респондентов полагает, что текущим владельцам активов, приобретенных у иностранных продавцов, при инициировании «вторичной» сделки может быть **сложно согласовать с прежними владельцами бизнесов условия новой продажи из-за наличия в транзакционной документации договорных ограничений.**

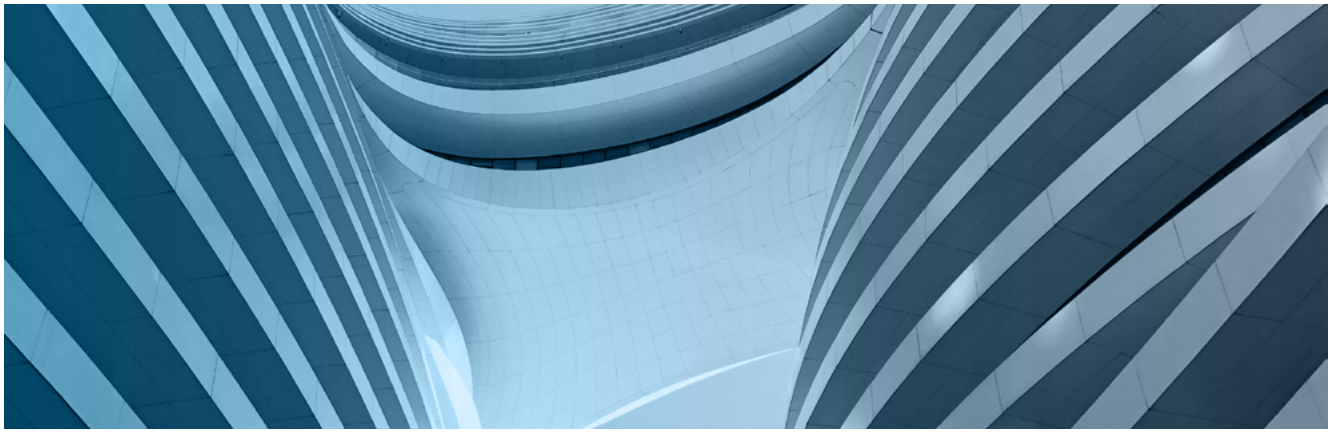
Часть сделок-«выходов», особенно совершенных в рамках «первой волны», предусматривала возможность иностранных продавцов вернуться на российский рынок (например, путем реализации колл-опционов). В связи с этим в **«пакет договоренностей» по сделкам стороны нередко включали ограничения по управлению активом новым покупателем.** К таким ограничениям могли относиться требования о необходимости согласования с иностранными продавцами ряда действий, например, последующей продажи или обременения актива, изменения его профиля, подходов к управлению.

Такие договоренности обычно предусматривались в **опционных соглашениях на «обратный» выкуп актива, а также в сопутствующих им квази-корпоративных договорах**. Такие ограничения имели различные юридические формы.

Нередко стороны включали в документацию по сделкам-«выходам» положения **о сроке,** в течение которого покупатель **не вправе перепродать актив** (как правило, такие сроки соотносились со сроками действия опционов на обратный выкуп). Также среди условий сделок-«выходов» встречались и иные ограничения, в том числе в отношении допустимого диапазона цены перепродажи актива новому покупателю.

Вопрос о неблагоприятных последствиях для приобретателей активов в случае нарушении таких ограничений при совершении вторичной сделки остается открытым.

Нарушение договорных обязательств может послужить основанием для попытки привлечения иностранным продавцом текущего владельца к ответственности (например, в форме убытков). Однако, перспективы такого спора в текущих условиях остаются весьма неопределенными.





Фуад Алиев

Директор M&A-практики
Группы компаний Б1

В рамках наших проектов основными ограничениями для последующей перепродажи активов новыми владельцами могли быть как опционные соглашения с прежним продавцом, так и прямой lock-up на перепродажу средней длительностью 1 - 2 года после реализации проекта. Мы также наблюдали и позицию продавцов, ограничивающую потенциальную доходность последующей перепродажи. Так, **приобретаемый с дисконтом актив не мог продаваться третьим сторонам в течение определенного срока по цене выше, чем уплаченная.** Стоит также отметить и отдельные ограничения, которые могут быть связаны с позицией государственных органов, которые ранее могли согласовать кандидатуру определенного покупателя. **Смена собственников может быть воспринята как риск невыполнения ранее согласованного КПЭ.**

42% респондентов серьезным препятствием для поиска покупателей на активы, приобретенные у нерезидентов, и согласования с ними приемлемых условий сделки, считают **высокий или плохо прогнозируемый уровень затрат на поддержание нормальной операционной деятельности бизнеса.**

Так, если приобретенный актив чувствителен к поставкам зарубежных компонентов (сырья, комплектующих и т.п.), ИТ-инфраструктуры, интеллектуальной собственности зарубежных правообладателей, размер операционных расходов и капитальных затрат такого бизнеса может значительно возрасти.

При наличии сложностей с замещением или поддержанием внеоборотных активов зарубежного «происхождения» (в том числе в случае превышения фактического уровня капитальных затрат над прогнозными), такие бизнесы рискуют стать убыточными по причине возможной приостановки их основных мощностей.

Эти факторы приобретают для покупателей таких активов особое значение с учетом текущего уровня инфляции, необходимости перестройки и регулярной адаптации логистических цепочек, постоянного фактора санкционного давления на «дружественных» зарубежных поставщиков.

29% респондентов одним из факторов, осложняющих поиск покупателей на активы, приобретенные у нерезидентов, считают обязательство таргетов (предприятий) выполнять КПЭ, установленные Подкомиссией. Выполнение КПЭ может повлечь для покупателей (особенно для финансовых инвесторов, не знакомых с индустриальными особенностями актива) существенные дополнительные расходы. Также эти условия могут не совпадать со стратегическими целями потенциальных приобретателей в отношении развития таких активов.

На данный момент остается открытым вопрос об ответственности за невыполнение активом установленных КПЭ. Не вполне понятны **формы ответственности,** а также вопросы, связанные с возможностью распределения рисков невыполнения КПЭ между текущим и новым владельцами актива.

В частности, существует неопределенность относительно возможности привлечения покупателя к ответственности за невыполнение КПЭ за период, в течение которого активом владел текущий собственник.

Сложности, с которыми продавцы могут столкнуться в рамках сделок вторичной продажи

С какими сложностями могут столкнуться текущие владельцы активов, приобретенных у нерезидентов, при их перепродаже в 2025 г.?



По данным Опроса юридических M&A-команд

Как показали результаты опроса, основные сложности юридического характера при перепродаже активов, приобретенных у иностранных владельцев, связаны с асимметрией ожиданий продавца и покупателя по объему заверений и других транзакционных механизмов распределения рисков.

Многие покупатели, приобретая актив по рыночной цене, будут настаивать на предоставлении им полного набора инструментов распределения исторических рисков бизнеса, включая часть периода владения иностранного продавца.

Поскольку не все собственники выкупленных активов за относительно короткий период владения активами успели тщательно изучить бизнес, в том числе его историю, подобные требования со стороны покупателей могут быть для них весьма чувствительными.

Многие M&A-эксперты ожидают, что продавцы будут готовы предоставлять покупателям заверения по активу только в отношении периода их личного участия в бизнесе, аргументируя это непродолжительным сроком владения активом, а также условиями, в которых проходила основная сделка-«выход». Однако покупатели могут занять позицию о том, что короткий срок владения активом и подобные обстоятельства считается предпринимательским риском продавца в ситуации, когда актив продается по справедливой рыночной стоимости. По этим причинам продавцы активов будут стремиться обеспечить себе более комфортную переговорную позицию в сделке перепродажи.

В том числе проводить детальную комплексную проверку бизнеса («глубиной» не менее нескольких лет до момента приобретения бизнеса) и раскрывать покупателям максимально широкий перечень обстоятельств, квалифицирующих заверения. Не меньше затруднений у продавцов может вызвать требование покупателей компенсировать имущественные потери на случай предъявления к активу требований со стороны государственных органов, уполномоченных осуществлять контроль за выполнением КПЭ.

В ситуации правовой неопределенности по вопросу разграничения ответственности за выполнение КПЭ между текущими и новыми владельцами таких активов, продавцы могут отказаться предоставить заверения или обязаться возместить потери по основаниям, возникшим в период собственного владения активов в связи с невыполнением КПЭ.

Некоторые специалисты полагают, что в отношении этого вопроса сторонам придется идти на компромиссы и распределять риски таким образом, чтобы продавцу не пришлось «отвечать дважды»: перед профильным ведомством, контролирующим выполнение КПЭ, и перед покупателем в форме убытков по заверениям или имущественных потерь.

О том, какие действия следует предпринять, чтобы сделать сделку перепродажи активов, приобретенных у нерезидента, более комфортной для продавца и покупателя, рассказал **Николай Феоктистов**, управляющий партнер юридической фирмы «Восход».



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Николай Феоктистов

Управляющий партнер юридической фирмы «Восход»

Иностранные активы, в основном, приобретались без надлежащей юридической проверки и включения соответствующих заверений / условий возмещения потерь в транзакционную документацию, поэтому покупатель принимал исторические бизнес-риски на себя. В одной из таких сделок по перепродаже такого актива, в результате ограниченного знания предыдущего покупателя о специфике отражения операций таргета в его управленческой отчетности, не был учтен существенный пассив при учете корректировки покупной цены перепродажи.

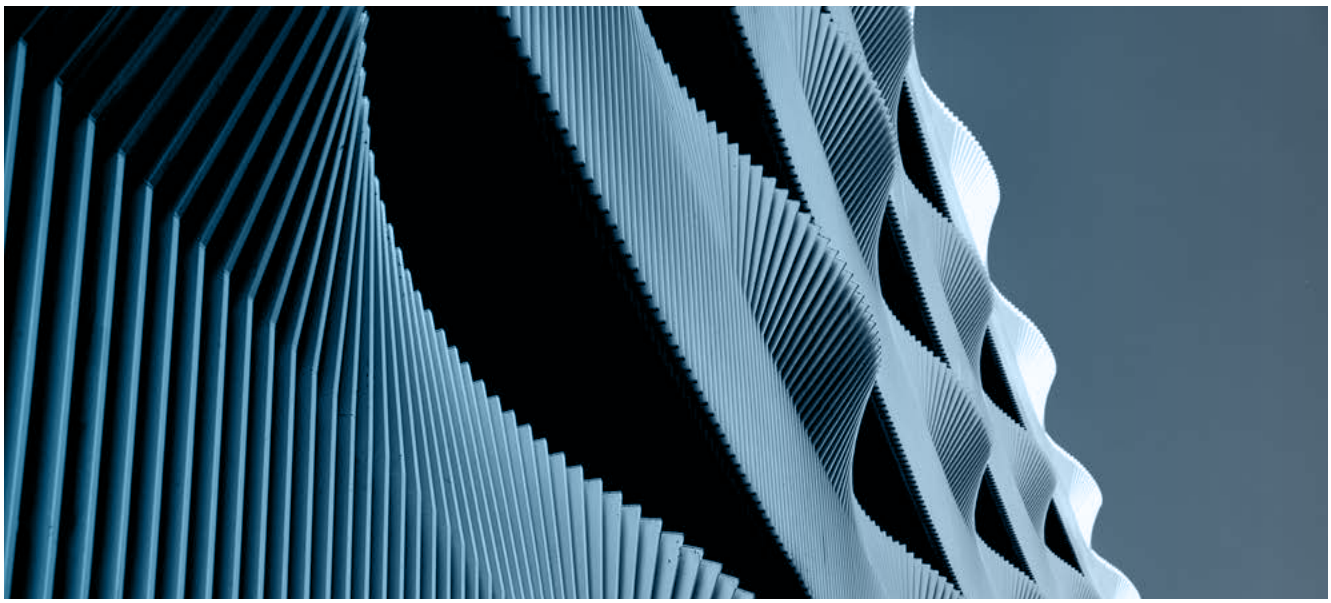
Для целей «вторичной» продажи стоит провести **полноценную юридическую проверку актива (vendor DD)** и обратить внимание, в том числе, на следующие аспекты:

(i) где и каким образом хранится база данных клиентов: на серверах в иностранных юрисдикциях или в Российской Федерации;

(ii) корректно ли функционирует критичное для бизнеса IP, в частности, программное обеспечение; кем и каким образом осуществляются его **обновление и техническая поддержка**; может ли доступ к нему **отключен** в связи с какими-либо ограничениями;

(iii) если бизнес подлежит лицензированию / осуществляет деятельность в сферах с **повышенными техническими требованиями**, необходимо проверить, соответствует ли деятельность общества требованиям для сохранения лицензии. Многие иностранные предприятия **приостанавливали** хозяйственные и иные операции с 2022 г., что могло повлечь риски **потери лицензии**, а также наложения санкций за несоблюдение лицензионных требований, требований в сферах экологической, промышленной, пожарной и иной безопасности.

Отдельное направление проверки – установленные Правительственной комиссией KPI при первичной покупке иностранного актива. В частности, если сроки выполнения отдельных KPI существенно отстоят во времени от закрытия сделки по перепродаже, сторонам необходимо **согласовать разделение риска** невыполнения этих KPI. Особое внимание здесь стоит уделить возможным нарушениям графика выполнения KPI со стороны продавца в период владения активом, если эти нарушения затрудняют / делают невозможным выполнение KPI после сделки.



4.4 Подготовка к продаже проблемных активов

В период 2022-2024 гг. возросла доля проблемных активов, имеющих чрезмерную долговую нагрузку. M&A-эксперты ожидают, что в 2025 г. эта тенденция будет развиваться в связи с сохранением высокой ключевой ставки и стоимости долгового финансирования. У проблемных компаний возникают высокие банкротные риски в связи с серьезным давлением долговой нагрузки на операционные потоки и резкого снижения способности таких бизнесов обслуживать выплату текущих процентов. Многие из компаний с высокой долговой нагрузкой, исчерпали доступные возможности по рефинансированию долга. Привлечение краткосрочного мезонинного или equity-финансирования без перспективы сделки по продаже стратегическому инвестору, гарантирующему восстановление актива, существенно затруднено. Финансовые инвесторы рассматривают автономные инвестиции в проблемные активы только при наличии у них явных перспектив роста и возможностей для «улучшения» качества бизнеса силами команды инвестора. Поэтому проблемные компании вынуждены искать стратегического покупателя, который может увидеть синергетический потенциал в покупке такого актива. При этом, если актив является предметом залога по кредиту (что встречается часто), банки в случае неоднократных дефолтов могут начать процедуру обращения взыскания на предмет залога. Получение банком залоговой стоимости актива может экономически быть менее интересной банку-кредитору, чем сделка по реструктуризации долга, которая позволила бы остаться активу «на плаву» и в будущем заработать ожидаемую проектную доходность. Об особенностях и основных способах реструктуризации проблемных активов рассказала **Елена Цатурова**, партнер Группы компаний Б1.

#Мнение_экспертов



НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Елена Цатурова

Руководитель группы консультирования по сделкам M&A и реструктуризации бизнеса Группы компаний Б1

Как правило, никто по доброй воле не готовит к продаже закредитованный / проблемный актив, т.к. всегда это вопрос большого дисконта к цене для продавца. Вопрос в том, какие синергии видит в покупке подобного актива покупатель? Как правило, это увеличение акционерной стоимости в результате консолидации доли рынка, получения доступа к лицензиям или технологии конкретного юридического лица или возможность договориться с банками о реструктуризации долга, что по какой-то причине недоступно текущим собственникам.

Исключением (в числе продавцов дистресса) будут являться банки, которые будучи финансовыми инвесторами не планируют заниматься каким-то развитием актива и для них ворк-аут проблемного актива - обычная процедура в рамках текущей хозяйственной деятельности.

Из инструментов реструктуризации выделяют:

- изменение существенных условий требования (продление сроков, снижение % ставки);
- цессию - продажа права требования к должнику;
- обращение взыскания на залог через процедуру банкротства.

Решение о том или ином способе реструктуризации будет приниматься банком в зависимости от текущего финансового состояния заемщика, перспектив восстановления / повышения платежеспособности в будущем или наличия покупателя, способного «оживить» проблемный актив. В конечном итоге банк будет интересовать вариант, обеспечивающий наибольший рекавери существующих требований банка к должнику.

Особенности согласования сделок M&A с государственными органами

04



01 Государственное регулирование сделок M&A

Авторы текста: Татьяна Невеева, Анастасия Нерчинская, Валериан Мамагеишвили

В период 2022–2024 гг. на фоне обострения геополитической обстановки произошла серьезная трансформация государственного регулирования сделок M&A с иностранным элементом. Был сформирован и получил серьезное развитие новый для российского рынка правовой режим, регулирующий вопросы совершения сделок по приобретению российских активов у недружественных иностранных инвесторов. Многие крупные сделки, совершенные в период 2022–2024 гг., были связаны с «выходами» иностранных владельцев, поэтому процесс сопровождения таких проектов потребовал расширения экспертизы и глубокого анализа нового регуляторного массива.

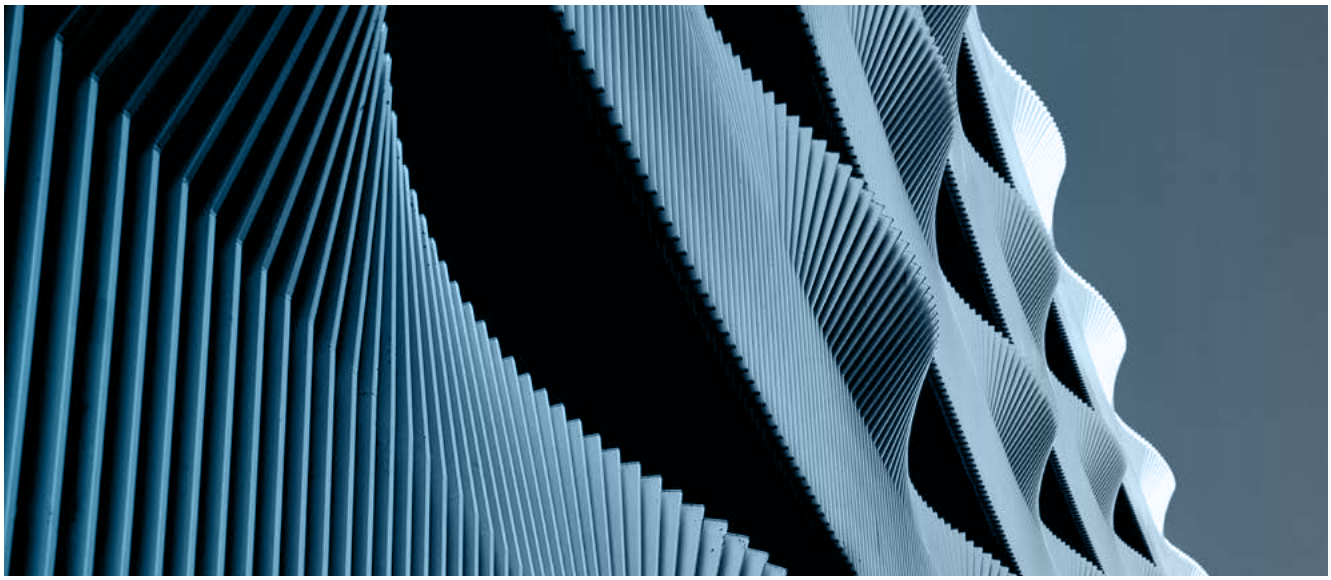
С течением времени правила совершения сделок-«выходов» упорядочивались и ужесточались, структурирование таких сделок становилось более сложным. Стороны стали учитывать отношение государственных органов к использованию различных частноправовых инструментов и форматов (опционы, MBO, ограничения на распоряжение активом и т.п.) при согласовании структуры сделки. Появились новые практики, требующие от новых владельцев активов регулярного взаимодействия с профильными ведомствами (в частности, по вопросам выполнения КПЭ) не только в процессе совершения сделки, но и в течение длительного периода после нее.

Несмотря на появление нового массива нормативного регулирования, ряд аспектов (например, сроки согласования и порядок подачи заявлений в случае применения к сделке нескольких правовых режимов) по-прежнему вызывают вопросы у сторон сделок и требует «ручного» управления, что привносит элемент неопределенности в процесс сопровождения сделки.

В этот же период усилился контроль антимонопольных органов за сферой иностранных инвестиций в российские стратегические предприятия. Более пристальное внимание стало уделяться вопросам толкования понятий иностранного инвестора и деятельности, имеющей стратегическое значение, произошло расширение их нормативного содержания и квалифицирующих признаков.

В отношении сделок с российскими активами без участия иностранных инвесторов в период 2022–2024 гг. не отмечалось существенных изменений в процедурах, сроках и форматах их согласования с государственными органами. Несмотря на активные процессы консолидации отраслей российского рынка, какого-либо дисбаланса в сфере экономической концентрации и состоянии конкуренции за указанный период не наблюдалось.

В рамках данного исследования мы более подробно проанализировали основные изменения в регулировании сделок-«выходов», а также в сфере антимонопольного контроля за иностранными инвестициями, и попросили ведущих M&A-специалистов и GR-консультантов поделиться опытом взаимодействия с государственными органами при сопровождении сделок M&A в течение анализируемого периода.



Эксклюзивное интервью старшего консультанта GR-фирмы Kesarev

KKMP LEGAL

KESAREV



Эксклюзивное интервью

Практика согласования сделок-«выходов» с Подкомиссией

В ходе данного исследования мы провели глубинное интервью со старшим консультантом **GR-фирмы Kesarev Юрием Шиховым** и попросили его поделиться мнением о наиболее важных событиях и практических аспектах, связанных со сделками продажи нерезидентами российских активов (т.н. сделками-«выходами») в период 2022-2024 гг., и рассказать о текущей ситуации в этом сегменте рынка. Интервью провел Валериан Мамагеишвили, старший юрист юридической фирмы ККМП.



ККМР LEGAL

Валериан Мамагеишвили

Старший юрист юридической фирмы ККМП



KESAREV

Юрий Шихов

Старший консультант GR-фирмы Kesarev

Валериан Мамагеишвили: Юрий, расскажите, пожалуйста, об основных этапах формирования регуляторной среды сделок-«выходов».

Юрий Шихов: Развитие специального правового режима, регулирующего выход иностранных инвесторов из российских активов, прошло несколько этапов:

- **Первый этап** – формирование правовой рамки (март - декабрь 2022 г.). На данном этапе основной целью государства было предотвратить массовый выход иностранных инвесторов, минимизировать негативные последствия для экономики, социальной сферы и финансов (отток капитала, остановка предприятий, потеря рабочих мест и др.). С этой целью была сформирована правовая рамка специального режима и созданы уполномоченные органы (Подкомиссия), введено правило продажи активов с 50% дисконтом. При этом оставались лакуны, которые позволили многим иностранным компаниям продать российский бизнес с минимальными ограничительными условиями.

- **Второй этап** – упорядочивание правил выхода и их корректировка в пользу российских покупателей активов (январь 2023 г. - октябрь 2024 г.). На данном этапе приоритетом стало обеспечение гарантии надежности управления активами и их будущего развития после сделки, а также интересов российских покупателей. При этом была введена практика контроля государства над активами через механизм КПЭ. Основные изменения на данном этапе:

  - Введение КПЭ покупателей и механизма их контроля.

- Введение добровольного взноса в бюджет.
- Усиление роли стейкхолдеров – трендсеттеров в формировании правил и практики рассмотрения сделок с нерезидентами (Минпромторг[37], Комиссия при Президента по ТЭК и экологической безопасности).
- Блокирование отдельных типов сделок (MBO, сделки с колл-опционами), усиление влияния отраслевого регулятора на будущее актива через возможность блокировать структуру сделки и покупателя.
- Создание режима временного управления имуществом для особых ситуаций.

- **Третий этап (с сентября 2024 г.)** характеризуется значительным **ужесточением правил выхода** (рост дисконта и ставки взноса в бюджет, обязательное согласование продажи крупных активов с Президентом), связанного, с одной стороны, с сокращением оставшихся активов недружественных государств, и, с другой стороны, с необходимостью поддержания определенного уровня «компенсационной базы» активов нерезидентов**.** Основная причина – растущие риски экспроприации российских суверенных активов за рубежом, в связи с чем **основной задачей государства стало поддержание баланса между иностранными активами в России и российскими активами за рубежом.** В результате количество сделок-«выходов» **с сентября 2024 г. значительно сократилось с трендом на еще большее сокращение в 2025 г.**

В.М.: На сколько в 2024 г. уменьшилось число сделок-«выходов» по сравнению с предыдущими годами? Сколько заявок находится на рассмотрении Подкомиссии в данный момент?

Ю.Ш.: В 2024 г. активность в сегменте M&A, связанная с выходом иностранных инвесторов из российских активов, **значительно снизилась.** По разным оценкам, сокращение достигло **двукратных показателей** по сравнению с показателями 2023 г. По сравнению с 2022 г. количество сделок сократилось **более чем в 3 раза. Средняя рыночная стоимость предъявляемых к продаже активов также снизилась.**

Сокращение количества сделок можно объяснить снижением числа активов, выставляемых на продажу. Тем не менее **в 2024 г. был закрыт ряд наиболее крупных сделок**, в т.ч. продажа иностранными инвесторами активов «Яндекса» и бизнеса Baring Vostok в России, обе сделки требовали решения Президента. Также в 2024 г. состоялись знаковые для формирования практики сделки по продаже активов Danone и Carlsberg, в отношении которых указом Президента ранее было введено временное управление, а также не менее значимая сделка по продаже активов Unilever.

Сокращению также способствовали системные причины, в т.ч. **ужесточение правил** по согласованию сделок с октября 2024 г. и длительные паузы в работе Подкомиссии в связи с данными изменениями и кадровыми перестановками. Ужесточение правил, в свою очередь, приводило к увеличению сроков согласования сделок. По этой причине ряд крупных сделок не был завершен, либо решения по ним были перенесены на 2025 г. Кроме того, влияние на сокращение количества сделок в 2024 г. оказало расширение практики введения внешнего управления в рамках Указа Президента РФ № 302 от 25 апреля 2024 г.

В.М.: Каковы основные факторы снижения количества сделок-«выходов» в 2024 г.?

Ю.Ш.: Ключевые факторы снижения количества сделок по выходу следующие:

- Исчерпание основного банка активов, собственники которых готовы их продать при любых условиях с целью скорее избавиться от актива.
- Ужесточение условий по выходу в 2024 г. по сравнению с 2023 г.: рост дисконта, применяемого к рыночной стоимости актива (с 50% до 60%), рост ставки взноса в федеральный бюджет (с 15% до 35%).
- Усложнение процедур получения решений, в том числе необходимость получать разрешение Президента для сделок с активами стоимостью более 50 млрд руб., а для сделок, требующих получения специального решения Президента (для активов в сфере ТЭК, финансовом секторе, и т.п.) – необходимость получать рекомендацию Подкомиссии о целесообразности совершения такой сделки (привело к задержке рассмотрения заявлений в среднем на несколько месяцев).
- Увеличение пауз в работе Подкомиссии, связанных с изменением правил по рассмотрению сделок, существенное сокращение числа заседаний.
- Блокировка или затягивание процесса согласования сделок со стороны отдельных отраслевых регуляторов.

37 Здесь и далее - Комиссия при Президенте Российской Федерации по вопросам стратегии развития топливно-энергетического комплекса (ТЭК) и экологической безопасности, утвержденная Указом Президента РФ от 06.09.2024 г. № 755.

- Ряд активов попали под временное управление в процессе подготовки продажи, что привело к пересмотру частью компаний планов по продаже российского бизнеса.

- Снижение экономической целесообразности совершения сделок для сторон на фоне ужесточения условий.

В.М.: Как в период 2022-2024 гг. менялись требования, предъявляемые покупателям бизнесов в отношении КПЭ? Насколько строго отслеживается соблюдение КПЭ покупателями активов? Были ли случаи наступления негативных последствий в случае несоблюдения КПЭ?

Ю.Ш.: Установление КПЭ в отношении приобретаемого актива является одним из ключевых требований Подкомиссии при согласовании сделок. Данное требование стало применяться с января 2023 г.

Можно выделить следующие ключевые изменения, имевшие место за рассматриваемый период:

- Формализация подходов к установлению КПЭ, а именно появление требований об установлении КПЭ **на трехлетний период** и уточнение тех аспектов, которые необходимо отразить (сохранение технологического потенциала и основного вида деятельности актива, сохранение рабочих мест, а также обязательств перед контрагентами).

- В январе 2024 г. требование предоставлять сведения о КПЭ при подаче заявления было внесено в постановление Правительства № 295, регулирующее работу Подкомиссии. Функция по мониторингу исполнения КПЭ была закреплена **за профильными ведомствами**, что также фиксируется в решениях Подкомиссии.

- При этом закреплена **неприменимость КПЭ к внутригрупповым сделкам** и сделкам между лицами недружественных государств.

- Появление негласного правила **о необходимости демонстрации роста КПЭ** от периода к периоду (в 2023 г. были возможны более консервативные подходы к КПЭ).

- Возникновение особых случаев, когда отдельные ведомства до вынесения сделки на Подкомиссию рекомендуют покупателю установить КПЭ **на более длительный** период или конкретизируют желаемые КПЭ.

- Установление требования в формате КПЭ **по переводу актива в российскую юрисдикцию**.

Что касается **контроля** за соблюдением КПЭ, то **подход варьируется в зависимости от ведомства**. В связи с тем, что **ответственность за невыполнение КПЭ в настоящее время не установлена**, а контроль за их исполнением лежит **на профильных органах** власти, негативные последствия могут возникать при дальнейшем взаимодействии покупателя актива с профильным ведомством, что особенно актуально для «серийных» покупателей активов с точки зрения их репутации как ответственных приобретателей.

Также остается неурегулированным вопрос о выполнении КПЭ **после дальнейшей продажи** актива другому российскому акционеру: передаются ли обязательства по выполнению КПЭ новому акционеру, и в какой мере он несет ответственность за их исполнение.

На данный момент о случаях наступления негативных последствий за неисполнение КПЭ (например, обращение актива в доход государства) **неизвестно**, такая практика может появиться в будущем.

В.М.: Можно ли выделить индустрии или отдельные сферы бизнеса, в которых наблюдалось большее число отказов в согласовании сделок-«выходов»? С чем это может быть связано?

Ю.Ш.: Отказы, зафиксированные в протоколах Подкомиссии, носят скорее **единичный характер**. Отказ на уровне Подкомиссии может свидетельствовать о неприемлемости сделки по политическим причинам или указывать на риски передачи актива во временное управление.

Самому заседанию Подкомиссии предшествуют 2 фильтра в виде **профильного регулятора** (министерства) и **Минфина**, который выполняет функции секретариата Подкомиссии.

- **На уровне профильного регулятора** распространенной практикой является отказ выносить сделку на рассмотрение Подкомиссии. Такая позиция может быть связана с условиями сделки, которые не соответствуют требованиям Подкомиссии, а также с позицией регулятора в **отношении покупателя**.

- Отказы в согласовании сделки **на уровне Минфина** могут быть связаны с несоответствием сделки актуальным требованиям Подкомиссии.

Практика показывает, что более высокое число негативных исходов связано не со сферой экономики, а с практикой работы госорганов, которые принимают участие в согласовании сделки.

Среди таких практик можно выделить следующие:

1. Согласование сделок, требующих решения Президента по Указу № 520

Средний срок получения решения Президента значительно больше получения разрешения Подкомиссии и составляет от 8 месяцев до года и более. Соответственно, по большому числу поданных заявлений на совершение таких сделок решение Президента получено не было.

2. Сделки, вносимые регуляторами с ограниченным опытом работы с Подкомиссией

Недостаток опыта регулятора обычно выражается в дефиците практики и недостаточно системно выстроенной работе по сделкам внутри ведомства, что приводит к существенным задержкам в рассмотрении.

3. Повышенная чувствительность регулятора к общественно значимым рискам

Существуют особенности согласования сделок в сфере сельского хозяйства, где регулятором является Минсельхоз России[38]. Сфера сельского хозяйства связана с вопросами продовольственной безопасности, в связи с чем рассмотрение сделок в Минсельхозе характеризуется следующими особенностями:

- Запрашивается **расширенный перечень** документов по сделке для обеспечения максимальной прозрачности сторон сделки и ее условий.
- Регулятор обычно требует **локализации производства, технологий и результатов интеллектуальной деятельности**, что часто находит отражение в КПЭ или условиях совершения сделки.
- Правовую неопределенность Минсельхоз склонен трактовать исходя из наиболее строгого подхода, презюмируя **запрет** на совершение сделок.

4. Согласование отдельных типов сделок в Минпромторге России

Для Минпромторга России характерно отрицательное отношение к сделкам МВО и сделкам с опционами обратного выкупа в связи с тем, что они рассматриваются как де-факто сохранение иностранного контроля над активом. Кроме того, практика согласования сделок Минпромторгом значительно отличается в зависимости от отраслевой специфики, ответственного департамента и заместителя министра.

В.М.: Расскажите о случаях оспаривания сделок-«выходов» или привлечения их сторон к ответственности в связи с нарушением процедуры согласования таких сделок?

Ю.Ш.: Подкомиссия, как правило, рекомендует обеспечение контроля за исполнением обязательств по сделке тому федеральному органу исполнительной власти (ФОИВ), который **направил соответствующее обращение**. Однако возможные нарушения могут выявляться не только этим органом, но и **другими государственными структурами** – например, **Счетной палатой** в ходе плановых и внеплановых проверок, **прокуратурой** (как на основании жалоб, так и по собственной инициативе), а также иными заинтересованными ведомствами.

Контрольные мероприятия могут выявлять нарушения на разных этапах сделки. Это может быть:

- предоставление неполной или недостоверной информации **на стадии согласования**;
- несоблюдение **условий закрытия сделки** (например, отклонения в графике платежей, источниках финансирования или валютных операциях), а также нарушения при исполнении **отложенных условий** – таких как обязательства по добровольным взносам в бюджет или достижению заявленных показателей эффективности.

Прецедентов признания сделок, одобренных Подкомиссией, недействительными пока нет.

Однако уже зафиксированы случаи, когда прокуратура инициировала **судебное оспаривание отдельных положений договоров купли-продажи**.

С учетом сложившейся судебной практики по делам, связанным с нарушением закона о контроле иностранных инвестиций в стратегические отрасли (57-ФЗ), **можно ожидать появления первых решений о признании исполненных сделок недействительными** и, как следствие, обращения активов **в собственность государства.** Этот риск особенно актуален в контексте значительного числа сделок, совершенных на основании решений Подкомиссии (фактически – Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций). На данный момент подобная практика остается **в стадии формирования**. Это во многом связано с тем, что с момента внедрения новых регуляторных механизмов прошло относительно немного времени, поэтому **большое количество активов находится сейчас в зоне высокого потенциального риска.**

38 Министерство сельского хозяйства Российской Федерации.

Во избежание значительных потерь и хеджирования правовых рисков ответственные инвесторы уже сегодня инициируют независимый аудит закрытых сделок и мониторинг соблюдения их условий. В критических ситуациях это позволяет минимизировать угрозу юридических споров, в том числе за счет инициативного **внесения изменений** в ранее принятые решения Подкомиссии.

В.М.: Могли бы Вы прокомментировать какие-либо актуальные на текущий момент аспекты получения разрешений Подкомиссии по сделкам-«выходам»?

Ю.Ш.:

1. Общий тренд на усложнение условий выхода иностранных компаний

Наблюдается тренд на усиление барьеров при выходе иностранных инвесторов с российского рынка. Очередным проявлением такого подхода стало **сокращение в феврале 2025 г. срока валидности отчета об оценке**: с даты составления отчета и до заседания Подкомиссии теперь может пройти не более **трех** месяцев.

Сокращение срока валидности отчета существенно влияет на процедуру согласования сделки:

- Существенно снижается вероятность согласования сделки при взаимодействии с органами, не обладающими устойчивыми алгоритмами работы с Подкомиссией (Минтранс[39], Минстрой[40]).
- Даже в случае, если регулятором выступает министерство с наиболее широкой практикой согласований (например, Минпромторг, Минцифры[41]), сокращение срока действия оценки может **затянуть согласование**.

2. Рассмотрение сделок в контексте вопроса о замороженных активах

С октября 2024 г. Подкомиссия рассматривает сделки по выходу иностранных инвесторов с российского рынка **в привязке к вопросу о замороженных российских активах** за рубежом. Такая политика нацелена на обеспечение баланса между активами, заблокированными в иностранных юрисдикциях, и соответствующими активами, отчуждаемыми иностранными лицами в России. Этот подход имеет прямое влияние на процедуры согласования, особенно в отношении сделок с крупными активами, которые существенно влияют на снижение общей массы заблокированных иностранных активов в России.

3. Необходимость получения решения Президента в отношении сделок с активами (активы, стоимостью более 50 млрд руб.).

Необходимость получения решения Президента для согласования сделок с активами стоимостью свыше 50 млрд руб. создает значительные сложности для реализации подобных сделок. По сути, речь идет о переходе к механизму ручного управления, применяемому к операциям с **особенно значимыми активами**. На данный момент неизвестно о согласовании сделок с активами оценочной стоимостью более 50 млрд руб. после октября 2024 г. Последней сделкой с активами аналогичной стоимости стала продажа российского бизнеса Unilever (согласована до введения новых правил Подкомиссией).

В.М.: Насколько часто в 2022-2024 гг. встречались опционы на обратный выкуп? Каково сейчас отношение Подкомиссии к опционам (в частности, с учетом позиции Подкомиссии с лета 2023 г.)? Каковы ожидания в отношении их реализации на 2025 г. и «средний» срок реализации таких опционов?

Ю.Ш.: Подход Подкомиссии к согласованию сделок с **опционами на обратный выкуп** прошел несколько стадий:

- На первом этапе (2022 г.) отношение Подкомиссии и отраслевых регуляторов к опционам было положительным, т.к. они рассматривались как показатель заинтересованности иностранного инвестора в возврате в Россию.
- На втором этапе (первая половина 2023 г.) Минпромторг как орган, в ведении которого находится более 50% сделок, вносимых на рассмотрение Подкомиссии, **изменил отношение к опционам** на отрицательное в связи с тем, что опцион стал рассматриваться **инструментом сохранения контроля иностранного инвестора над активом** под видом его продажи.
- В июле 2023 г. требования к опционам были **значительно ужесточены**, что стало отражением позиции госорганов, что уходящие иностранные инвесторы не должны иметь возможности вернуться в Россию, не заплатив справедливую цену за актив.

39 Министерство транспорта Российской Федерации.

40 Министерство строительства и жилищно-коммунального хозяйства Российской Федерации.

41 Министерство цифрового развития, связи и массовых коммуникаций Российской Федерации

- С середины 2023 г. отношение Подкомиссии к опционам остается неизменным (могут быть согласованы при условии соответствия критериям). В то же время количество сделок с опционами, ограниченными по срокам двумя годами, значительно сократилось в связи с непривлекательностью таких опционов для продавцов. За весь 2024 г. было согласовано меньше сделок с опционами, чем за вторую половину 2023 г. (после принятия Подкомиссией новых правил).

Всего **по примерным оценкам, количество согласованных Подкомиссией сделок с опционом** на обратный выкуп может достигать **не менее 70**, большая часть из которых была согласована в 2022 г. и первой половине 2023 г. При этом значительная часть сделок с опционами была проведена до принятия Указа № 618 в сентябре 2022 г. и вообще не требовала согласования Подкомиссии.

Говорить о среднем сроке опционов некорректно в силу того, что до введения ограничений в июле 2023 г. многие сделки не имели закрепленного срока действия опциона в решении Подкомиссии. В таких сделках срок опциона **варьировался от 5 до 10 лет**. Для сделок, рассмотренных Подкомиссией после июля 2023 г., срок опциона составляет **два года** (количество исключений измеряется единичными случаями).

С последним также связаны вопросы реализации двухгодичных опционов, истекающих в 2025 г.: некоторые компании могут оценивать перспективы их реализации на фоне потенциальной разрядки на международном уровне. Но фактические шансы на их реализацию будут зависеть от позиции членов Подкомиссии относительно того, на каких условиях разрешать исполнение опционов.

В.М.: Ожидаете ли вы введения в 2025 г. новых требований, ограничивающих сделки-«выходы» или существенно затрудняющих вторичную продажу активов, приобретенных ранее по таким сделкам?

Ю.Ш.: Новые требования в отношении усложнения продажи активов недружественными лицами являются **вероятными** (таким требованием уже является сокращение срока валидности отчета об оценке) и могут быть введены как в случае осложнения геополитической обстановки (рост рисков экспроприации российских активов за рубежом), так и в случае снижения уровня конфронтации.

В отношении вторичной продажи активов регуляторы могут быть, наоборот, заинтересованы в смене собственника в случае систематического недостижения КПЭ со стороны покупателей активов (в том числе отдельных «серийных» покупателей), рисков для их финансовой устойчивости в условиях высоких ставок и проч.

В.М.: Могли бы Вы прокомментировать возможные подходы государственных органов к сделкам вторичной продажи активов? Например, может ли смена собственника актива в каких-либо случаях восприниматься как невыполнение КПЭ?

Ю.Ш.: Согласно имеющейся практике, вторичные сделки чаще совершаются в ситуациях, когда **покупатель не имеет финансовых возможностей или экспертизы для поддержания стабильной работы** ранее приобретенных активов, либо, напротив, заинтересован в продаже таких активов по полной стоимости стратегическому инвестору. В обоих случаях вторичная сделка скорее минимизирует риски невыполнения ранее согласованных КПЭ, нежели их создает. В этой связи такого рода сделки будут скорее поддерживаться профильными отраслевыми регуляторами.

В то же время, поскольку вторичная сделка обычно совершается без недружественного элемента, ее согласование с Подкомиссией не требуется. Может быть, необходима некоторая форма согласования сделки с отраслевым регулятором **в части сохранения обязательств по КПЭ**. В то же время **параметры такого согласования не установлены**, а практика на сегодняшний день минимальна или отсутствует в связи с небольшим количеством вторичных сделок.

В.М.: Могли бы Вы прокомментировать ситуацию в отношении возможного введения нового регулирования сделок по «возврату» иностранных компаний в Россию?

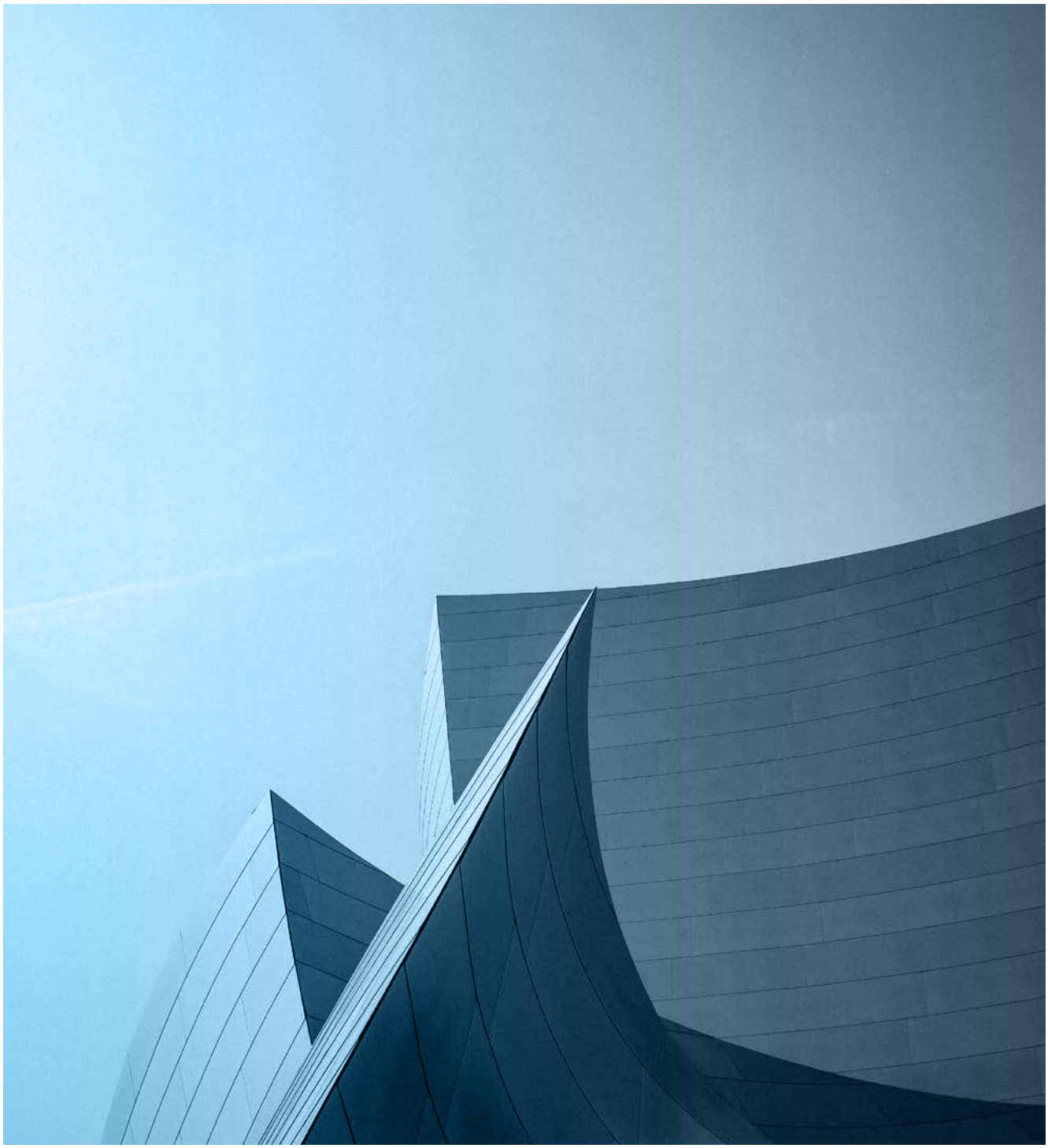
Ю.Ш.: Полагаем, что использование термина «возврат иностранного бизнеса» в целом некорректно с учетом позиции российских государственных органов по данному вопросу.

- Компании, которые **ранее не работали в России и не имеют предыстории ухода**, а также те, в сотрудничестве с которыми заинтересовано российское государство. Приход таких инвесторов в Россию может регулироваться отдельно от общего порядка на основе договоренностей на политическом уровне и, вероятно, в партнерстве с крупнейшими российскими компаниями, в том числе с госучастием. Согласно имеющейся информации, такая форма сотрудничества может рассматриваться в отрасли ТЭК, в Арктике, в ряде новых технологических отраслей и пр., и только при условии продолжения нормализации отношений России и США и снятия санкционных ограничений. Наиболее вероятный формат сотрудничества – **совместные предприятия с контролем**

со стороны российских партнеров.

- Компании, ушедшие из России **с опционом обратного выкупа.** При этом в отношении опционов мы ожидаем реализации селективного подхода в зависимости от сроков и условий их реализации. Наиболее высокая вероятность согласования реализации у опционов, заключенных после июля 2023 г. на срок не более двух лет и при условии выкупа по полной стоимости – то есть наиболее экономически непривлекательных для иностранных инвесторов. В отношении иных опционов (с более длительным сроком и «нерыночными» условиями реализации, а также опционов, вообще не согласованных Подкомиссией) вероятность согласования реализации оценивается как незначительная.

В отношении компаний, ушедших из России без права на обратный выкуп, полагаем, что вероятность их «возврата» в формате приобретения новых российских активов является минимальной, поскольку регуляторная рамка будет направлена на защиту интересов российских инвесторов, выкупивших иностранные активы, и формируется под значительным влиянием таких компаний и их бенефициаров.



Эксклюзивное интервью партнера юридической фирмы KKMP

KKMP
LEGAL



Эксклюзивное интервью партнера юридической фирмы ККМП

Подходы ФАС РФ к согласованию сделок M&A

В ходе нашего исследования мы попросили **Анну Максименко**, партнера юридической фирмы ККМП, рассказать о подходах ФАС РФ к контролю за экономической концентрацией в условиях консолидации отраслей в период 2022-2024 гг. и о ключевых изменениях в регулировании и судебной практике по вопросам контроля за иностранными инвесторами и деятельностью стратегических компаний, а также поделиться мнением о тенденциях антимонопольного регулирования сделок M&A в 2025 г. Интервью провел **Валериан Мамагеишвили**, старший юрист юридической фирмы ККМП.



ККМР LEGAL

Валериан Мамагеишвили

Старший юрист юридической фирмы ККМП



ККМР LEGAL

Анна Максименко

Партнер юридической фирмы ККМП

Валериан Мамагеишвили: Анна, расскажите, пожалуйста, о подходах ФАС РФ к контролю за экономической концентрацией в период 2022-2024 гг. Можно ли говорить о каких-либо изменениях с 2022 г., например, о некотором смягчении регулирования в отношении отдельных категорий сделок?

Анна Максименко: Одним из основных изменений законодательства в этот период было принятие «пятого антимонопольного пакета». Он вступил в силу 1 сентября 2023 г. и внес значимые изменения в согласование сделок экономической концентрации, а именно:

- ввел новый порог согласования – цена сделки, превышающая **7 млрд руб.**;
- увеличил срок согласования трансграничных сделок;
- ввел механизм выдачи заключения об обстоятельствах ходатайства;
- закрепил возможности проведения экспертизы в рамках рассмотрения ходатайства;
- закрепил возможности очного рассмотрения ходатайства;
- закрепил механизм, при котором сам заявитель или иные лица, участвующие в сделке, вправе проактивно представить в ФАС РФ свои предложения в отношении обязательств об осуществлении ими действий, направленных на обеспечение конкуренции.

В указанный период мы также наблюдали **временные послабления в контроле экономической концентрации**, обусловленные необходимостью поддержки хозяйствующих субъектов в существующих на тот период экономических реалиях. Так, в 2022–2023 гг. разрешалось со-

вершать сделки **без предварительного согласия ФАС РФ**, но с обязательным уведомлением в отношении:

- акций, долей, имущества, прав в отношении коммерческих организаций, если суммарная стоимость активов по последнему балансу лица, являющегося объектом экономической концентрации, и его группы лиц составляет **от 800 млн до 2 млрд руб.**;

- акций, долей, активов, прав в отношении **финансовых организаций**.

Хотя это и относится к 2025 г., нельзя не отметить значительный рост пошлины за рассмотрение ходатайства об экономической концентрации. С 2025 г. размер пошлины составляет 400 тыс. руб. (ранее составлял 35 тыс. руб.).

В качестве общего комментария, **на основании нашего опыта** согласования сделок в этот период:

- Сделки согласовывались **относительно оперативно** (в пределах месяца). Продления были только по техническим причинам в редких случаях на 1-2 недели.

- Дополнительных запросов документов, как правило, не было. Дополнительная информация представлялась в ФАС в рамках рабочего взаимодействия с исполнителями (уточнялись вопросы по телефону или по почте). Исключением было Управление контроля промышленности – запрашивались дополнительные таблицы в рамках официального запроса.

- Наибольшее внимание, по нашему мнению, уделялось **анализу структуры владения приобретателя**: является ли бенефициар и (или) контролирующее лицо и (или) выгодоприобретатель **иностранным инвестором** с точки зрения Закона № 57-ФЗ. Также уделялось особое внимание тому, входят ли в периметр сделки хозяйственные общества, которые осуществляют **стратегические виды деятельности** (имеют соответствующие лицензии или разрешения), а также хозяйственные общества, осуществляющие деятельность в соответствии со ст. 6 Закона № 160-ФЗ.

- Все поданные ходатайства были удовлетворены. При этом решения не предусматривали дополнительных условий, за исключением **необходимости соблюдения контрсанкционных правил** при совершении сделки.

- Информация о ходатайствах **не размещалась в сети Интернет** на сайте ФАС России (применялись исключения, ограничивающие опубликование сведений в сети Интернет).

В.М.: Расскажите, пожалуйста, о наиболее значимых изменениях в регулировании сделок M&A с участием иностранных инвесторов, которые произошли в период 2022-2024 гг.

А.М.: В качестве ключевых изменений можно отметить:

Расширение понятия «иностранный инвестор»

В Закон № 57-ФЗ были внесены дополнительные признаки иностранного инвестора – с 9 мая 2023 г. иностранным инвестором стал признаваться гражданин РФ, получивший **вид на жительство** или иной действительный документ, подтверждающий право на **постоянное проживание в иностранном государстве**.

Расширение перечня стратегических видов деятельности

В Законе № 57-ФЗ расширился перечень видов деятельности, имеющих **стратегическое значение** для обеспечения обороны страны и безопасности государства. Например, с 22 июня 2022 г. деятельность по обеспечению физической защиты объектов топливно-энергетического комплекса от совершения на таких объектах актов незаконного вмешательства и некоторые другие виды деятельности получили статус стратегических видов деятельности.

Введение проверки сделок с участием «квази-стратегических обществ»

Были внесены изменения в Закон № 160-ФЗ, согласно которым ФАС РФ обязана проверять сделку не только на предмет осуществления стратегических видов деятельности объектом экономической концентрации и лицами, в которых объект экономической концентрации владеет прямо или косвенно более 5% акций (долей), но и **на предмет осуществления «квази-стратегической» деятельности** для целей определения необходимости предварительного согласования сделок Правительственной комиссией, например, на предмет осуществления деятельности по созданию и (или) реконструкции морского или речного порта или на предмет участия в националь-

ном проекте, в случае, если совершение данной сделки планируется до окончания срока реализации указанного проекта. Для целей проведения такой проверки рассмотрение сделки может быть приостановлено на срок более 60 календарных дней.

Закрепление необходимости согласования получения лицензий, разрешений на осуществление стратегических видов деятельности

Закон № 57-ФЗ стал распространяться на получение лицензий (иных разрешительных документов) на осуществление стратегического вида деятельности организацией, находящейся под контролем иностранного инвестора, если такой контроль был установлен, **когда организация этого вида деятельности не осуществляла**.

Уточнение последствий недействительности сделок с нарушением Закона № 57-ФЗ

Нововведения позволяют суду взыскать приобретенные в нарушение Закона № 57-ФЗ акции (доли) или имущество российского стратегического общества, а также доходы, полученные сторонами в результате совершения ничтожной сделки, в доход Российской Федерации. Кроме того, когда не представляется возможным применить последствия недействительности сделки по установлению контроля, суд может лишить иностранного инвестора права определять решения органов управления стратегического общества.

В.М.: Какие ключевые тренды правоприменительной практики прослеживаются в сфере контроля иностранных инвестиций в стратегические общества?

А.М.: Наблюдается значительное ужесточение контроля осуществления **иностранных инвестиций** не только на законодательном уровне, но и в правоприменительной практике. Тренд касается проверки контролирующими органами (ФАС и прокуратурой) сделок с участием иностранного инвестора в отношении стратегических обществ. Суды и контролирующие органы стали толковать Закон № 57-ФЗ максимально расширительно, а именно **расширительно** трактуется понятие «вид деятельности, имеющий стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства». Наличие признаков естественной монополии или доминирующего положения, если такие признаки определяют стратегический статус, устанавливается **без анализа рынка**. Активно применяется признак «фактического» контроля иностранного инвестора, даже если «формальный» контроль свидетельствует об обратном. «Фактический» контроль сводится к **анализу различных доказательств** (анализ сделок стратегического общества, признаков аффилированности физических лиц, анализ финансовых потоков и т.д.).
Акции (доли) хозяйственного общества, имеющего стратегическое значение, взыскиваются в **доход государства**. Устранение признаков контроля или устранение признаков иностранного инвестора, например, отказ от иностранного гражданства контролирующего лица, **не исключает** применение судом последствий признания сделки недействительной, поскольку ничтожная сделка является таковой с момента ее совершения и не влечет юридических последствий.

Сроки исковой давности **ограничительно** применяются к оспариванию таких сделок, поскольку в соответствии с п. 1 ст. 181 ГК РФ течение срока исковой давности по недействительным сделкам, в случае предъявления иска лицом, не являющимся стороной сделки, начинается со дня, когда это лицо узнало или должно было узнать о начале ее исполнения. Как правило, таким моментом является момент, когда контролирующий орган установил **факт контроля иностранного инвестора**.

Как правило, данная категория дел рассматривается в режиме **закрытого судебного заседания**, в связи с чем ознакомиться с подробной аргументацией по каждому конкретному делу не представляется возможным.

В.М.: В каких отраслях, по Вашему мнению, с 2022 г. увеличилась экономическая концентрация? Можно ли сказать, что в период 2022–2024 гг. стало больше «горизонтальных» сделок, в рамках которых приобретаются конкурирующие бизнесы?

А.М.: С 2022 г. увеличился уровень экономической концентрации **на финансовых рынках**, в том числе, рынке кредитования. Как отмечает ФАС РФ: «В первом полугодии 2023 г. федеральный рынок кредитования физических лиц характеризовался высоким уровнем концентрации. При этом в первом полугодии 2023 г. по сравнению с 2021 г. показатели рыночной концентрации, используемые при определении уровня концентрации товарного рынка, увеличились: индекс рыночной концентрации Герфиндаля-Гиршмана (HHI) с 2373 до 2687, коэффициент рыночной концентрации (CR3) с 67,93 процента до 73,51 процента».В связи с

этим принят закон, **усиливающий контроль за финансовыми организациями**, который вступает в силу 1 сентября 2025 г[42].

Также в Докладе о состоянии конкуренции за 2022 г. ФАС РФ отмечает усиление концентрации на рынке **аэропортового обслуживания**, поскольку «доли крупных холдингов ежегодно растут как за счет реализации инвестиционных программ и, соответственно, увеличения пропускной способности аэропортов, так и за счет приобретения в собственность или концессию новых активов». В этом же докладе ФАС РФ отмечает «активные процессы экономической концентрации, затрагивающие такие рынки, как **рынок мяса сельскохозяйственной птицы, маргарина, масла подсолнечного бутилированного и соевого шрота**».

В целом, можно предположить, что уровень концентрации вырос **на всех рынках**, где наблюдался уход иностранных компаний. Это обусловлено уменьшением количества участников рынков.

В.М.: Известна ли Вам статистика по отказам ФАС РФ в согласовании сделок о приобретении бизнесов и выдаче предписаний ФАС РФ по вопросам экономической концентрации в период 2022-2024 гг.?

А.М.: Статистика неизвестна по причинам конфиденциальности таких сделок. Информация о большей части сделок с 2022 г. не публикуется на сайте ФАС РФ, равно как и решения по таким сделкам. Это обусловлено тем, что Правительство РФ (Постановлением от 10.06.2023 № 956, а также ранее действовавшим Постановлением от 28.05.2019 № 680) установило ограничения на размещение информации. К таким случаям относятся ситуации, при которых в материалах ходатайства имеется информация о лицах, в отношении которых применяются меры ограничительного характера, введенные иностранными государствами, либо если сделка подлежит обязательному согласованию в соответствии с Законами № 57-ФЗ или № 160-ФЗ.

В.М.: Могли бы Вы прокомментировать особенности согласования с ФАС РФ и ЦБ РФ сделок M&A с участием финансовых организаций в период 2022-2024 гг.?

А.М.: В 2022-2023 гг. сделки в отношении финансовых организаций **не требовали предварительного согласования** с ФАС РФ. С 2024 г. согласование таких сделок не вызывало дополнительных трудностей (сроки не продлевались, дополнительный анализ рынка не требовался, заключения по результатам рассмотрения ходатайств не выносились, условия удовлетворения ходатайств не обсуждались). Все ходатайства из нашей практики в данный период были удовлетворены.

В то же время **согласование сделок в ЦБ РФ** могло занимать более 3 месяцев по длительности (обусловлено это тем, что срок рассмотрения ходатайства начинает течь с момента представления всех необходимых документов в ЦБ РФ – **указанный момент определяется ЦБ РФ**), во всех случаях требовалось предоставление дополнительных документов / пояснений, ЦБ РФ очень **тщательно анализировал финансовое положение приобретателя** / лица, устанавливающего контроль в отношении финансовой организации. Все ходатайства из нашей практики в данный период были удовлетворены.

В.М.: В завершение интервью, могли бы Вы выбрать актуальные на текущий момент аспекты получения согласий ФАС РФ по сделкам M&A и прокомментировать их.

А.М.: Исходя из нашего опыта мы рекомендуем:

- Сразу формировать полный пакет документов, ориентируясь не только на законодательство, но и на **правоприменительные тренды**.
- Обосновывать отсутствие ограничения конкуренции в случае совершения сделки.
- Представлять в ФАС РФ в составе ходатайства справки / внутренние исследования рынка с обоснованием того, что сделка не окажет негативного влияния на конкуренцию. Также рекомендуется обращать внимание на **синергетический эффект сделки**, какую пользу она окажет для рынка, потребителей и т.д.
- **Раскрывать ФАС РФ структуру приобретателя** с указанием информации о бенефициаре, контролирующем лице, выгодоприобретателе.
- Предоставлять письма в ФАС РФ с информацией о наличии **иного гражданства, иностранных видов на жительство, налогового резидентства** указанных лиц.

42 Федеральным законом от 28.12.2024 № 539-ФЗ «О внесении изменений в Федеральный закон «О защите конкуренции» вводится дополнительный контроль за совершением сделок, осуществляемых крупными финансовыми организациями, стоимость активов которых превышает значения, установленные Правительством Российской Федерации, независимо от размера активов финансовых организаций, являющихся объектом экономической концентрации.

02 Особенности согласования сделок и вопросы повышенного внимания регуляторов

Авторы текста: Татьяна Невеева, Анастасия Нерчинская,
Валериан Мамагеишвили, Александр Колосков



- Основные сложности при согласовании с регуляторами сделок-«выходов» в период 2022–2024 гг. были связаны с отсутствием нормативно установленных сроков ряда процедур согласования.
- Сторонам часто приходилось согласовывать сделки одновременно в рамках нескольких правовых режимов, что также осложняло общий процесс и увеличивало сроки работы по сделкам.
- Сделки с социально-значимыми активами требовали повышенного контроля на всех этапах их согласования, в том числе в отношении фигуры потенциального приобретателя.
- Ряд сложностей применения контрсанкционного законодательства был связан с вопросами толкования отдельных его положений, в частности, с разночтениями в отношении некоторых из них.
- В период 2022–2024 гг. ФАС РФ усилила контроль за сферой иностранных инвестиций в стратегические предприятия, ужесточились подходы к анализу соответствующих сделок.
- За период 2022–2024 гг. активно формируется судебная практика по взысканию в доход государства компаний, приобретенных с нарушением требований Закона № 57-ФЗ.

В ходе данного исследования мы попросили ведущих M&A-специалистов рассказать о факторах и обстоятельствах, осложняющих процесс согласования сделок с государственными органами в период 2022–2024 гг.

Многие транзакционные юристы отметили, что серьезной проблемой оказалось **отсутствие нормативно установленных сроков** согласования заявок на приобретение активов в рамках сделок-«выходов», а также соблюдения ряда других процедур. По мере ужесточения правил «выхода» иностранных владельцев из российских активов постепенно увеличивались как сроки согласования заявлений, так и интервалы между заседаниями Подкомиссии (в том числе, в связи с необходимостью адаптации к новому регулированию). Эти обстоятельства внесли значительную неопределенность в процесс управления общими сроками сделок и затруднили планирование их основных этапов, а в некоторых случаях потребовали корректировки структуры сделки или изменения уже подписанной транзакционной документации.

По мнению экспертов, оперативное согласование сделок затрудняется возможностью альтернативного толкования некоторых правил, регулирующих процедурные вопросы взаимодействия с государственными органами при приобретении крупных активов. M&A-специалисты отмечают важность разрешения коллизии нескольких правовых режимов, которым сделка может подчиняться одновременно. Например, контрсанкционному регулированию, с одной стороны, и требованиям, предусмотренным законодательством по контролю за иностранными инвестициями в стратегические предприятия, с другой. Открытым остается вопрос о необходимости получения одобрения со стороны всех регуляторов, участвующих в процедуре согласования, и о достаточности получения согласия вышестоящего согласующего органа власти.

Эксперты юридической фирмы Стоунбридж Лигал выделили наиболее актуальные аспекты получения разрешений Подкомиссии на сделки

#Мнение_экспертов



STONEBRIDGE LEGAL

Александр Викторов

Советник, глава регуляторной практики юридической фирмы Stonebridge Legal



STONEBRIDGE LEGAL

Ольга Ковтунова

Старший юрист регуляторной практики юридической фирмы Stonebridge Legal

«Основной проблемой в области согласования сделок по контрсанкционному законодательству мы считаем неурегулированность ряда важных моментов. Например:

1. В нормативных актах не установлены **сроки рассмотрения** заявления, результатом чего является их полная **непредсказуемость** и невозможность спрогнозировать сроки закрытия сделки. Кроме того, отсутствие законодательно установленных сроков позволяет процессу согласования затягиваться до неразумных пределов (в нашей практике были случаи, когда рассмотрение продолжалось более года), что создает существенные **сложности в структурировании сделки**;

2. Одним из условий согласования сделки в отношении актива, рыночная стоимость которого превышает 50 млрд руб., является согласие на сделку Президента. Процедура получения такого согласия законодательно не установлена, в том числе в части соотношения процессов получения разрешения Подкомиссии и согласия Президента. В частности, неясно, нужно ли подавать два заявления, или же Подкомиссия возьмет общение с Администрацией Президента на себя. Непонятно также, следует ли дожидаться решения Подкомиссии, если согласие Президента будет получено до него, и в нем будет указано, что для совершения сделки иных разрешений не требуется;

3. Из Правил выдачи разрешений Подкомиссией вроде бы следует, что если (i) сделка требует согласования и по Закону № 57-ФЗ, и по контрсанкционному законодательству и (ii) Подкомиссия согласовала сделку по Закону № 57-ФЗ, разрешение Подкомиссии по контрсанкционному законодательству получать не нужно. При этом формулировка допускает **возможность и противоположного толкования**, что в совокупности с отсутствием соответствующих исключений в контрсанкционных указах Президента и невозможностью, в рамках согласования по Закону № 57-ФЗ, обязать иностранного инвестора перечислить добровольный взнос в бюджет или принять на себя обязательства по ключевым показателям эффективности, оставляет открытым вопрос о достаточности согласования по Закону № 57-ФЗ».

В период 2022–2024 гг. регуляторы стали больше внимания уделять фигуре потенциального приобретателя активов, оперирующих в социально-значимых отраслях, а также имеющих доступ к уникальным технологиям или эксклюзивной экспертизе. Сроки рассмотрения заявок на приобретение таких бизнесов, как правило, являются более продолжительными. В указанный период встречались случаи отказа в вынесении сделки на рассмотрение Подкомиссии в связи с позицией профильного ведомства относительно приобретателя актива. Эксперты из юридической фирмы Никольская Консалтинг рассказали нам о ситуациях, в которых риски отказа профильного ведомства в вынесении сделки на рассмотрение Подкомиссии могли быть более высокими.



NIKOLSKAYA consulting

Евгений Юрьев

Партнер юридической фирмы
Никольская Консалтинг



NIKOLSKAYA consulting

Виктория Короткова

Юрист юридической фирмы
Никольская Консалтинг

«По нашему опыту, риск отказа в согласовании несколько выше для сделок по приобретению активов в **социально значимых секторах**, бизнесов, обслуживающих крупнейшие российские компании, высокотехнологичных предприятий, требующих **особых знаний и компетенций**, а также эксклюзивных поставщиков определенных товаров и услуг. К таким сферам можно отнести, например, медицинские товары и оборудование, сервисное обслуживание и поставку товаров для энергетической промышленности, программное обеспечение, используемое крупными игроками рынка, которое пока не имеет отечественного аналога.

Это связано, по нашему мнению с тем, что эти отрасли являются особенно значимыми для государства. Соответственно, регулятор предельно внимательно подходит к рассмотрению подобных заявок. При этом ключевое значение для него приобретает не столько размер так называемого «налога на выход» и иные условия выхода из актива, сколько **фигура приобретателя**. А именно, его способность сохранить и поддержать бизнес на том же уровне, что и до покупки, обеспечить надлежащее выполнение приобретаемой компанией контрактных обязательств перед ключевыми контрагентами. Поэтому рассмотрение подобных заявок, как правило, занимает более длительное время и даже может предполагать смену изначально предполагаемого покупателя.»

«Специалисты в сфере антимонопольного права отмечают изменение в период 2022–2024 гг. вектора политики ФАС РФ в сторону усиления контроля за иностранными инвестициями в стратегические предприятия. Более пристальное внимание стало уделяться проверке структуры собственности приобретателя актива, а также анализу видов деятельности приобретаемой компании и ее активов. Более подробно этот аспект прокомментировали эксперты юридической фирмы ALUMNI Partners».



ALUMNI PARTNERS

Андрей Неминущий

Советник Антимонопольной практики ALUMNI Partners

«Изменения произошли в подходе к рассмотрению сделок, особенно в части выявления иностранного контроля на стороне покупателя, а также анализа деятельности приобретаемых компаний.

То есть, акценты еще больше смещены с **вопросов конкуренции на вопросы контроля иностранных инвестиций**. При этом степень данного контроля постоянно нарастает, ФАС более детально подходит к анализу сделок. И если ранее сделка могла не вызвать вопросы, то сейчас они могут возникнуть практически в аналогичной ситуации. Соответственно, если небольшое смягчение регулирования (подходов к анализу сделок) и наблюдалось в 2022 г. – первом полугодии 2023 г., то за последние полтора года эта тенденция сменилась на противоположную, и пока нет оснований говорить, что она может поменяться в обозримом будущем.

Это косвенно подтверждают последние законодательные инициативы антимонопольной службы, **направленные на усиление контроля**. Разумеется, такой подход влияет и на сроки рассмотрения, которые постепенно увеличиваются. Справедливости ради, это не означает, что не может быть «оттепели», поскольку ФАС, как и любой регулятор, следует общей государственной политике, которая может допускать смягчение режима ввиду крупных политических событий. Однако если такое смягчение и будет, то, вероятно, оно будет носить краткосрочный характер.»

В период 2022–2024 гг. многие сделки-«выходы» требовали согласования со стороны **нескольких государственных регуляторов**, например, Подкомиссии, ФАС РФ и Банка России. Эксперты из юридической фирмы **SEAMLESS Legal** рассказали нам об особенностях алгоритма взаимодействия с различными регуляторами на примере сделки МВО по приобретению финансовой организации.

#Мнение_экспертов



seamless LEGAL

Елена Андрианова

Старший юрист практики «Антимонопольное право и контрсанкционное регулирование» фирмы SEAMLESS Legal

«Особенностью согласования с ФАС РФ сделок в отношении финансовых организаций является тот факт, что в настоящий момент финансовые пороги для получения согласия ФАС РФ на сделки в отношении финансовых организация зависят только от размера активов самой финансовой организации и не зависят от размера активов покупателей. Соответственно, вне зависимости от того, кто именно покупает компанию (финансовую организацию), если ее активы превышают пороговые значения, установленные Правительством Российской Федерации, приобретение более 1/3 долей либо 25 % акций такой финансовой организации будет подлежать согласованию с ФАС РФ.

В 2022–2024 гг. наша практика по M&A сделкам в отношении финансовых организаций связана с продажей «недружественными» иностранными участниками своего участия в российских финансовых организациях. В большинстве случаев это были сделки МВО (то есть сделки по выкупу компаний менеджментом).

В рамках таких сделок основными регуляторами выступают Правительственная комиссия и ЦБ РФ, в то время как получение согласия ФАС РФ носит более формальный характер. Это связано с тем, что влияние МВО-сделок на состояние конкуренции на соответствующем финансовом рынке, как правило, незначительно. Соответственно, в процессе рассмотрения ФАС РФ поданного ходатайства какие-либо существенные вопросы, связанные с возможным ограничением конкуренции, не возникают.

С точки зрения хронологии формально согласие ФАС РФ необходимо получить до подачи заявления в ЦБ РФ и Правительственную комиссию,

так как само согласие ФАС РФ является документом, который необходимо включить в состав соответствующих комплектов документов. При этом на практике возможно, с учетом сроков рассмотрения заявлений (ходатайств) всеми задействованными органами, подать комплекты документов параллельно, и впоследствии, по ходу их рассмотрения ЦБ РФ, а также в рамках процедуры получения разрешения Правительственной комиссии, «донести» согласие ФАС РФ, как только оно будет получено.

По срокам также необходимо обратить внимание, что согласие ФАС РФ на совершение сделки действует один год, а получение разрешения Правительственной комиссии на осуществление той же сделки в определенных случаях может занять больше времени. Соответственно заявители сталкиваются с тем, что срок действия согласия ФАС РФ **может истечь до завершения процедуры получения разрешения Правительственной комиссией**, и придется повторно обращаться в ФАС РФ для получения нового согласия.»



Проверка бизнеса и управление рисками

05



Эксклюзивное интервью партнера M&A-практики группы компаний Б1

НОВЫЕ ВЫЗОВЫ
НОВЫЕ РЕШЕНИЯ



Эксклюзивное интервью партнера M&A-практики Группы компаний Б1

Актуальные подходы к проведению финансово-налоговой проверки бизнеса

В ходе нашего исследования мы попросили **Елизавету Кокореву**, партнера практики финансовой экспертизы и сопровождения сделок Группы компаний Б1, рассказать о ключевых изменениях в подходах и алгоритмах процедуры финансово-налоговой независимой проверки, произошедших за период 2022-2024 гг., а также отметить виды рисков, которые стали чаще встречаться в рамках финансовой проверки бизнеса за последние три года. Интервью провела **Юлия Загорнова**, партнер M&A-практики Группы компаний Б1.



НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Юлия Загорнова

Партнер M&A-практики
Группы компаний Б1



НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Елизавета Кокорева

Партнер практики финансовой экспертизы и сопровождения сделок Группы компаний Б1

Юлия Загорнова: Елизавета, расскажите, пожалуйста, какие, по Вашему мнению, финансово-операционные риски, относимые к категории критичных или существенных, стали чаще выявляться при проведении финансовой проверки компаний в период 2022-2024 гг.? Зависят ли риски от того, были ли соответствующие сделки связаны с «выходом» иностранных владельцев, или нет?

Елизавета Кокорева: Для сделок **по «выходу» иностранных компаний** самое большое количество вопросов вызывали следующие моменты:

- **Долги перед материнской** компанией, сложности, связанные с их погашением.
- **Зависимость от материнской** компании в части обеспечения деятельности (ИТ-системы, товарные знаки, ноу-хау, поставки сырья и т.д.).
- Операционные вопросы, связанные с **приостановкой и последующим перезапуском** производства, сохранением персонала и т.п.

Для **прочих сделок** наиболее актуальными были такие вопросы, как:

- **Высокая долговая нагрузка,** высокие расходы по обслуживанию долга, сложности с **рефинансированием** долга из-за высоких ставок.
- Комплекс вопросов и проблем, связанных с **изменением структуры оборотного капитала** в сторону **увеличения баланса запасов и выданных авансов.** Необходимость поддерживать более высокий баланс запасов была продиктована **усложнением цепочек поставок** и более длительным сроком доставки товаров из-за рубежа. Кроме того, иностранные поставщики **требовали предоплату** за поставки, что вызывало рост баланса авансов выданных. Из-за санкций часть денежных средств, направленных иностранным поставщикам в качестве предоплат, могла быть **заморожена и временно выведена из оборота**.

- Рост средней заработной платы, дефицит кадров.

- Сокращение маржинальности бизнесов в 2023-2024 гг. по сравнению с 2022 г., для которого были характерны сверх прибыли в некоторых секторах экономики.

Ю.З.: Как Вы считаете, по каким причинам сделки стали чаще приостанавливаться или срываться после 2022 г.? Связано ли это с выявлением каких-либо специфических рисков, характерных для этого периода?

Е.К.: На мой взгляд, наличие риска как такового редко приводит к срыву сделки, да и перечень рисков, способных безоговорочно разрушить сделку, невелик. Сделки рушатся, скорее, из-за того, что покупатель и продавец **не могут согласовать приемлемое решение** тех или иных проблем, не могут найти конструкцию сделки, которая бы максимально снижала риски и устраивала бы обе стороны, или **не могут договориться о приемлемой цене** сделки с учетом выявленных рисков.

В 2024 г. основным фактором, приостанавливающим или откладывающим сделки, был **рост ключевой ставки** и, соответственно, **невозможность получить финансирование под сделку** по разумным ставкам.

Ю.З.: Изменились ли 2022 г. подходы к снижению рисков, выявленных в рамках финансово-налоговой проверки бизнеса? Какие инструменты распределения рисков стороны стали чаще использовать в известных Вам сделках за этот период?

Е.К.: Инструменты особенно не менялись. Чаще всего использовались:

- Прямая корректировка цены сделки.

- Обязательство о возмещении потерь, гарантии.

- Условие к выполнению до закрытия сделки (conditions precedent).

- Реструктуризация, исключение лишних компаний из периметра сделки, перевод и консолидация бизнеса на одном юридическом лице.

- Механизм earn-out, привязка части цены сделки к **фактическим денежным потокам** в будущем. Поскольку в последние три года неопределенность возросла, **механизм earn-out стал приобретать всё большую популярность,** особенно если инвестор приобретает не 100% долю в бизнесе. При выходе иностранных компаний механизм earn-out не применялся, т.к. стоимость должна была быть зафиксирована, но для российских сделок стал встречаться чаще.

Ю.З.: Отмечаются ли какие-либо изменения в практике использования Vendor Due Diligence в течение трех прошедших лет?

Е.К.: 2022 г. Vendor Due Diligence часто использовался **при выходе иностранных компаний**, чтобы не давать доступ к информации каждому потенциальному инвестору, а предоставить всем инвесторам **одинаковый комплект данных**, включая VDD отчет, детально описывающий бизнес.

Также заметно расширилось использование VDD при привлечении **банковского финансирования или при рефинансировании долгов**. Обычно для банков готовится отчет IBR[41], но в последнее время всё чаще его называют просто VDD.

Ю.З.: При комплексном взгляде на риски, какие проблемы активов с точки зрения экспертизы - финансово-операционные, налоговые, юридические и т.п. с 2022 г. вышли на первый план и стали больше беспокоить заказчиков проверки?

Е.К.: Мне кажется, в равной мере в период 2022-2024 гг. критичными были **финансово-операционные и юридические риски**. Я меньше сталкиваюсь с юридическими рисками, поскольку занимаюсь вопросами финансовой экспертизы. Мне кажется, период с 2022 по 2023 гг. характеризовался сделками, к которым продавец не готовился планомерно несколько лет. Многие из сделок были спонтанными и срочными. Соответственно, продавцы не делали предпродажную подготовку, подход к сокращению рисков не был заранее продуман, из-за этого создавалось впечатление, что рисков больше, чем обычно.

Налоговые риски были особенно критичны для иностранных инвесторов (т.е. были более актуальны до 2022 г.). Российские инвесторы реже воспринимают высокие налоговые риски как критичные для сделки, поскольку многие налоговые риски можно снизить путем правильного структурирования сделки или защиты через транзакционную документацию. Мне кажется, в прошлые годы было больше сделок, которые приостанавливались или не складывались из-за налоговых рисков. В 2022 - 1 кв 2025 г. я таких сделок не помню. У меня складывается ощущение, что налоговые вопросы удается эффективно решать через структурирование сделок или возмещение убытков.

Ю.З.: Существует мнение, что существенная доля сделок-«выходов» совершались без проведения процедуры due diligence? Можно ли согласиться с этим утверждением? Повлиял ли

41 Independent Business Review.

тренд на «быстрые сделки», характерный для «выходов» иностранных собственников на работу по остальным сделкам?

Е.К.: Не совсем согласна с тем, что сделки по выходу иностранцев проводились без due diligence. На каких-то сделках экспертизу заказывал продавец (Vendor Due Diligence), на других экспертиза проводилась очень ограниченно из-за сжатых сроков или из-за условий продавца по ограничению доступа покупателей к информации, но в целом экспертиза всё-таки проводилась.

Мне кажется, процессы и работа на сделках по выходу иностранцев **не сильно повлияли на процессы в других сделках**. Я заметила только проблемы с поиском и наймом консультантов в пиковые моменты выхода иностранцев. Когда одновременно проходило много крупных сделок, все консультанты были заняты. Соответственно, на более мелкие сделки было сложно оперативно найти и подключить опытного консультанта. Помимо этого, стоимость услуг консультантов в пиковый период существенно вырастала.

Ю.З.: Существует мнение, что с 2022 г. сроки проведения комплексной проверки бизнеса стали более короткими? Изменились ли сроки проведения финансово-налоговой проверки активов в течение периода 2022-2024 гг.?

Е.К.: С 2022 г. сроки, изначально отводимые сторонами сделки на проведение экспертизы, **сокращаются**. Для сделок по выходу иностранцев, **ограничение сроков было вынужденной частью процесса** допуска большого количества потенциальных покупателей к информации компании-объекта сделки. При большом количестве покупателей, участвующих в тендере, без жестких ограничений сроков экспертизы и количества вопросов, предварительный этап сделки может затянуться, превратиться в хаос и разрушить сделку. Тот дисконт, с которым продавались иностранные бизнесы, требовал от покупателей идти на риск без детального анализа и длительных раздумий.

В остальных сделках сокращение сроков проведения экспертизы тоже объяснимо. Оно связано с желанием сторон **как можно скорее договориться** и завершить сделку в условиях **неопределенности и высокой волатильности** экономической среды.

Ю.З.: Хорошей практикой при покупке актива считается проведение его комплексной проверки перед сделкой, включая юридическую, финансовую налоговую и при необходимости - иные виды экспертиз. Стали ли покупатели активов с 2022-2024 гг. отдавать предпочтение каким-то конкретным видам проверки или приоритизировать отдельные аспекты анализа? И, наоборот, какую экспертизу приобретатели стали делать реже?

Е.К.: Стандартный набор проверок - это финансовая, налоговая и юридическая экспертиза. Я сталкивалась с тем, что на первоначальной стадии сделки какую-то из экспертиз, чаще юридическую, покупатель делал своими силами. Иногда покупатель отказывался от налоговой экспертизы, если структура сделки предполагала **перевод бизнеса в новое юридическое лицо**. **От финансовой экспертизы чаще всего не отказывались полностью**, но ее могли существенно сократить (например, до анализа состава активов и обязательств на последнюю балансовую дату), если покупателя не сильно интересовала историческая деятельность объекта приобретения, бизнес и его результаты в прошлом.

В целом набор экспертиз остается более или менее **стандартным**. Финансовая, налоговая и юридическая экспертиза проводятся чаще всего. Остальные экспертизы (кадровая, экологическая, техническая и т.д.) делаются реже, т.к. они адресуют риски какой-то отдельной отрасли и, соответственно, востребованы только для определенных секторов экономики.

На мой взгляд, с 2022 г. отмечаются **два изменения** в наборе экспертиз:

- С 2022 г. инвесторы стали чаще заходить в незнакомые им сектора, поэтому всё большую популярность приобретают различные виды **коммерческой экспертизы и анализа рынка.**

- До 2022 г. среди инвесторов были иностранные компании, для которых часто на сделках был важен анализ и выявление фактов мошенничества (Forensic Due Diligence). В 2022-2023 гг. в сделках по выходу иностранных компаний такой анализ был менее актуален.

Ю.З.: Некоторые M&A-специалисты отмечают, что в период 2022-2024 гг. в ходе комплексной проверки стали чаще выявляться **финансово-операционные риски** и что такие риски стали более критично восприниматься покупателями? Так ли это, на Ваш взгляд?

Е.К.: Многие сделки в 2022-2023 гг. совершались с дисконтом в связи с большим желанием продавцов закрыть сделку поскорее. При возможности осуществить сделку на выгодных условиях покупатели более спокойно относились к финансово-операционным вопросам, по сравнению с обычными сделками прошлых лет.

С 2024 г. желающих продать свой бизнес срочно и быстро стало меньше. Соответственно, и количество сделок с большим дисконтом к рыночной стоимости уменьшилось по сравнению с 2022-2023 гг. Поэтому финансово-операционные риски опять стали критичнее для покупателей,

которые хотят или сократить риски или получить какую-то компенсацию за риск в цене сделки.

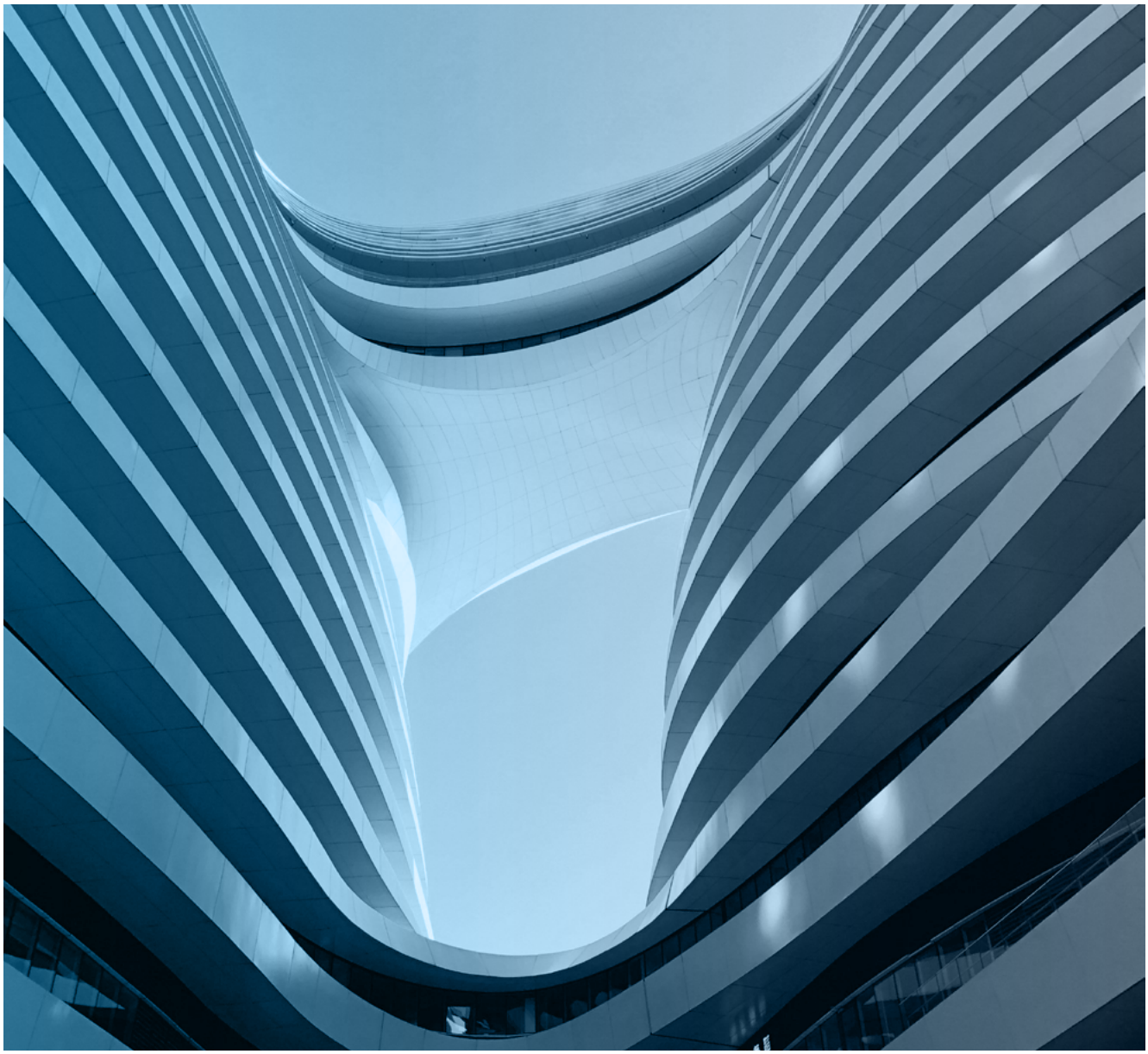
Ю.З.: Какой, по Вашему мнению, период относительно даты закрытия сделки, является в целом наиболее подходящим для работы по снижению выявленных рисков - до сделки, после подписания документации по сделке, но до момента ее закрытия или в какой-то иной период?

Е.К.: Как минимум, решение относительно того, что делать с выявленными рисками, необходимо принять до подписания сделки, чтобы успеть включить ряд условий, сокращающих или компенсирующих риски, в документацию по сделке.

Ю.З.: Изменилась ли за период 2022-2024 гг. позиция покупателей в отношении привлечения внешних консультантов для проведения финансовой проверки актива перед сделкой? Стали ли они реже, или наоборот, чаще, обращаться к финансовым консультантам в зависимости от размера сделки или наличия иных факторов?

Е.К.: В плане привлечения внешних консультантов я **не вижу больших изменений** по сравнению с периодом до 2022 г. Для маленьких или «дружественных» сделок консультанты, как и раньше, привлекаются редко, поскольку стоимость их услуг и дополнительное время, необходимое на их работу, не всегда целесообразны, учитывая незначительный размер сделки.

Если же речь идет об относительно крупных покупателях или объектах приобретения, то сделок с привлечением внешних экспертов, в том числе для комплексной экспертизы приобретаемого бизнеса, несопоставимо больше, чем сделок, выполненных собственными силами. Во-первых, отчеты эксперта часто требуются покупателю для получения одобрения сделки на совете директоров. Во-вторых, отчеты эксперта нужны для предоставления банку, финансирующему сделку. В третьих, у покупателя не всегда есть полный набор компетенций, закрывающий потребности сделки, поэтому хотя бы на какую-то из экспертиз (финансовую, юридическую или налоговую) ему приходится нанимать консультанта.



01 Комплексная проверка бизнеса | Актуальные подходы

Авторы текста: Алёна Кучер, Валериан Мамагеишвили, Татьяна Невеева, Александр Колосков, Дарья Кирюшина



- В период 2022–2024 гг. участники рынка столкнулись с новыми видами рисков (связанными в том числе с санкционным и контрсанкционным регулированием, процессами редомициляции и деприватизации и иными существенными изменениями в законодательстве и в правоприменении).
- Типовые риски, выявляемые в ходе проверок, остались прежними, однако изменились категории существенных и критичных рисков, которые могли привести к срыву сделок в 2022–2024 гг.
- Финансово-операционные риски стали одним из главных стоп-факторов сделок. Проблемы с долговой нагрузкой, существенное изменение структуры расходов, а также порядка расчетов по сделкам чаще всего приводили к пересмотру условий или отказу от сделки.
- Юридические и налоговые риски реже выделялись в качестве существенных либо критичных, за исключением регуляторных и санкционных рисков, представляющих угрозу, в том числе для титула на акции и доли.
- Новые типы рисков привели к появлению новых направлений комплексной проверки бизнеса, требующих специальной экспертизы.
- Фиксируется рост спроса на Vendor Due Diligence в связи с сокращением сроков закрытия сделок, особенно в рамках аукционных сделок-«выходов».

M&A-эксперты отмечают, что в период 2022-2024 гг. существенно **усложнился процесс структурирования сделок и управления рисками.** Карта рисков стала значительно более сложной, а их выявление требует особого внимания при проведении due diligence и вовлечения узких специалистов в различных областях права.

При этом **уровень доверия** между сторонами, действующими в условиях повышенной правовой неопределенности, заметно **снизился.** В рассматриваемый период **многие сделки** так и **не были завершены** из-за того, что покупатели при выявлении существенных рисков в рамках due diligence **не могли договориться** с продавцами о компромиссном решении относительно приемлемой структуры сделки, о подходах и способах минимизации рисков.

Результаты исследования свидетельствуют об изменениях в видах выявляемых рисков и форматах проведения проверок в период 2022–2024 гг.:

- с начала 2022 г. многие российские бизнесы столкнулись с **ранее неизвестными категориями рисков**, в результате чего в привычных для сделок M&A процедурах due diligence появились **новые направления анализа** и области проверки;
- возросла актуальность «проверки продавцов» **(Vendor Due Diligence)**;
- игроки, которые выкупили активы у иностранных собственников в рамках сделок-«выходов», были вынуждены проводить более глубокую проверку активов уже **после закрытия** сделки, а не до нее, как предполагает классический M&A-процесс.

Скорость развития законодательства и относительная **непредсказуемость экономической ситуации** стали причиной заметного сокращения сроков проведения due diligence, что повлияло и на глубину проводимых проверок. В условиях конкуренции за привлекательные активы **и введения процедур тендера** на лучшего покупателя не только в случае выхода иностранцев, но и в целом при продаже интересного «таргета», преобладающим стал формат **red-flag** due diligence, предполагающий анализ только существенных рисков.

Вместе с тем, ожидается, что фиксируемый в 2022–2024 гг. тренд на ускоренные и сокращенные по объему проверки в 2025 г. пойдет на спад в свете ужесточившихся **стандартов должной осмотрительности** покупателя, а также в связи с необходимостью **предпродажной подготовки** активов, приобретенных в результате стремительных сделок-«выходов».

Эксперты полагают, что в ближайшее время произойдет переход от презентации итогов проверки бизнеса в формате **red-flag** к более **детальному описанию** состояния актива.

В ходе данного исследования мы попросили представителей M&A рынка из ведущих юридических фирм прокомментировать изменения в подходах к проведению комплексной проверки бизнеса, произошедшие за период 2022–2024 гг., с фокусом на **юридическую экспертизу.**

1.1 Новые виды рисков и направлений проверки бизнеса

В период 2022-2024 гг. российские компании при приобретении активов столкнулись с необходимостью соблюдения большого количества **новых регуляторных требований**, оперативной перестройки логистических цепочек, замещения иностранного капитала российским, поиском новых рынков сбыта, а также высоким рисковым потенциалом бизнеса, сформировавшимся за эти годы.

При проведении настоящего исследования мы попросили представителей различных M&A-направлений отметить, какие новые категории рисков появились в период 2022-2024 гг., а также рассказать об основных подходах к работе с ними.

К **специфическим** юридическим и регуляторным рискам, вышедшим на первый план в последние годы, большинство M&A-экспертов относят (i) санкционные и контрсанкционные риски; (ii) риски, связанные со сменой контроля; (iii) риски, сопряженные с редомициляцией иностранных компаний в САРы[42]; (iv) риски, связанные с обращением активов в доход государства (в том числе в связи с деприватизацией и нарушениями порядка согласования сделок со стратегическими предприятиями); (v) риски банкротства, связанные с невозможностью реструктуризации высокой долговой нагрузки, и ряд других.

Многие из этих рисков тесно взаимосвязаны, при этом материализация большинства из них в конечном итоге **приводит к титульным рискам**. В связи с этим, указанные категории рисков требуют особого внимания в ходе юридического due diligence.

#Мнение_экспертов



Melling Voitishkin &Partners

Сергей Крохалев

Партнер юридической фирмы Melling, Voitishkin & Partners

В основном, в рамках юридической проверки выявляются классические юридические и финансовые риски, такие, как дефекты титула, а также недостаточный размер чистых активов.

При этом ввиду **интенсификации процесса редомициляции** компаний из-за рубежа приходится адресовать риск **правомерности такого «переезда»** в соответствии с различными правопорядками. Кроме того, даже во внутрироссийских сделках требуется анализ **контр-санкционного регулирования.**

Плюс все чаще встречаются риски, связанные с оформлением прав на **интеллектуальную собственность**, оформление отношений с разработчиками, нарушения в части защиты персональных данных и соблюдения законодательства о локализации IT и данных.

Правоприменительная практика последних лет также вернула актуальность **приватизационным и коррупционным рискам.**

42 Специальные административные районы.

Санкционные и контрсанкционные риски

В 2022-2024 гг. для ряда покупателей, которых еще не коснулись санкционные ограничения, стало критичным выявление в рамках проверок наличия **санкционного элемента** на стороне таргета или его бенефициаров, поскольку санкционные риски могли повлечь за собой ограничения в отношении покупателя при взаимодействии с иностранными контрагентами. Одновременно развитие контрсанкционного законодательства не только повлияло на структурирование сделок с участием иностранных лиц, но и привело к необходимости **проверки соблюдения контрмер** в рамках due diligence при последующей перепродаже активов, приобретенных в результате сделок-«выходов». Последствием несоблюдения контрсанкционного регулирования может являться **риск утраты титула** на акции/доли таргета, в связи с чем данный вид рисков требует повышенного внимания.

Как санкционный, так и контрсанкционный анализ требовали привлечения к проверке **узкоспециализированных юристов**, которые могли в полной мере оценить наличие нарушений и связанные с ними последствия.

Мы попросили эксперта VERBA LEGAL прокомментировать особенности идентификации санкционных рисков в 2022-2024 гг.

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Марат Самарский

Советник юридической фирмы VERBA LEGAL, адвокат

В период 2022–2024 гг. при приобретении компаний покупатели уделяли первостепенное внимание проверке на санкции в отношении:

- непосредственного продавца компании-таргета;
- бенефициаров и их аффилированных лиц;
- основных контрагентов таргета (выборочно).

Наличие санкционных связей у этих лиц в некоторых случаях признавалось критическим риском, способным привести к отказу от сделки, если покупатель пытается избежать, в том числе риска вторичных санкций или влияния ограничений в отношении таргета на другой бизнес покупателя.

Причина: иностранные партнеры покупателя могут **прекратить с ним сотрудничество** при выявлении нежелательных связей.

В рамках стандартного комплексного due diligence юристы, как правило, проводят **ограниченную проверку** компании-цели, ее владельцев и руководителей на предмет включения в санкционные списки. Однако у этого подхода есть недостатки:

- он **не выявляет все потенциальные санкционные риски** (особенно сложные или косвенные связи).
- он **не позволяет выработать эффективные меры по** управлению выявленными рисками.

В случаях, когда покупатель заинтересован в оценке санкционного влияния планируемой сделки M&A на него самого и/или на его бизнес, проводится **отдельное исследование**, за рамками стандартного процесса due diligence и с привлечением юристов, специализирующихся в области санкционного регулирования.

Такая задача требует:

- **глубокой экспертизы** в санкционном праве;
- **комплексного понимания** взаимодействия различных санкционных режимов;
- **практического опыта** применения санкционных ограничений в реальных сделках.

В контексте санкционных и контрсанкционных рисков экспертами также выделяются риски, связанные **со структурой собственности** (продавца и / или таргета) и их организационно-правовой формой, что было наиболее заметно **в сделках-«выходах»**. В этой связи в ходе юридического due diligence особое внимание следует обращать на проверку всех имеющих отношение к сделке юрисдикций, чтобы результаты такой проверки могли учесть риски, связанные с последующим управлением и распоряжением приобретенным активом.



Сергей Чапаев

Партнер юридической фирмы E L W I

Такие особенности[43] были наиболее заметны в сделках по «выходу» иностранных инвесторов в силу структуры собственности и связанными с ней подходами к распределению ресурсов между российским и зарубежным контурами. В частности, такие подходы выражались в необходимости заключения довольно экзотических «двусторонних» transitional services agreements, услуги по которым оказывались не только со стороны группы продавца в отношении таргета в течение определенного времени после закрытия сделки (что довольно привычно), но и со стороны российского таргета в отношении группы продавца. Как правило, это было связано с глубокой степенью интеграции российского контура в глобальную IT-инфраструктуру группы продавца или же значительными излишними вычислительными возможностями таргета, эффективно заменить которые в сжатые сроки до закрытия сделки было проблематично.

Кроме того, набор разрешений, требуемых для сделки со стороны иностранных регуляторов, зачастую оказывался значительно шире изначально предполагаемого, т.к. диктовался не только личным законом продавца, но и «домашними» юрисдикциями членов советов директоров вовлеченных в сделку компаний в группе продавца.

43 Связанные со структурой собственности продавца или таргета или их организационно-правовой формой.



Николай Феоктистов

Управляющий партнер юридической фирмы «Восход»

Наличие в структуре собственности стороны по сделке закрытого паевого инвестиционного фонда (ЗПИФ) или специализированного финансового общества (СФО) требует дополнительного обеспечения обязательств соответствующей стороны. Такие структуры также создают комплаенс риски ввиду непрозрачности их бенефициаров. Для ЗПИФ транзакционные документы подлежат согласованию специальным депозитарием, что, в свою очередь, может повлиять на механизм оплаты покупной цены и сроки сделки.

В анализируемый период участие в сделке иностранного элемента потенциально предполагает согласие Правительственной комиссии, что влияет, в частности, на максимально допустимый размер покупной цены.

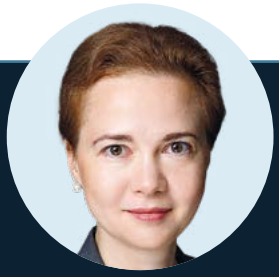
Риски, связанные со сменой контроля

Анализ рисков, связанных со сменой контроля над таргетом, традиционно был неотъемлемой частью юридической проверки. Однако в период 2022–2024 гг. данный вопрос получил новое преломление.

В проверках, проводимых до 2022 г., основной фокус анализа был на выявлении наличия условий о смене контроля в договорах с третьими лицами (в основном – кредитных), корпоративных договорах, иной обязывающей документации (например, проспектах эмиссии облигаций) и описанием последствий такой смены для бизнеса.

В 2022-2024 гг. риски, связанные со сменой контроля, дополнительно стали ассоциироваться с вопросами операционной независимости актива после его отчуждения иностранным собственником. В том числе теперь оценке подлежат риски разрыва отношений с ключевыми поставщиками в результате выхода иностранца из бизнеса, риски прекращения IT поддержки, риски необходимости поиска новых сбытовых каналов и иные риски возможной утраты связей, которыми пользовался бизнес под контролем иностранца.

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Татьяна Невеева

Управляющий партнер
юридической фирмы VERBA LEGAL

Среди «особых» видов проверки, которые появились в анализируемый период, можно выделить проверку **устойчивости бизнеса в случае смены контроля иностранного собственника на российского покупателя**, а также в случае введения новых ограничений, не позволяющих сохранить business as usual.

В частности, при покупке компаний, основная деятельность которых зависима от иностранного программного обеспечения, особую сложность представляла проверка возможности продолжения бизнеса в случае реализации рисков, связанных **с отказом иностранных поставщиков программных продуктов от сотрудничества**. Проверка предполагает проведение, прежде всего, **технического аудита** и тестирования систем до закрытия сделки.

В ряде сделок мы встречались с рисками **отказа от сотрудничества критических контрагентов** (например, поставляющих ключевой для производства компонент), без которых бизнес в целом вряд ли будет возможен. Если с российской дочерней компанией глобального холдинга они готовы были продолжать сотрудничество, то с контролируемым российскими собственниками лицом такое сотрудничество не представлялось им допустимым.

Наконец, в случае покупки бизнеса, сводящегося к дистрибьюции продукции определенного иностранного бренда, продавцы зачастую не оставляли возможности использовать свой **товарный знак** и расторгали договоры, связанные с **гарантийным обслуживанием** поставляемого товара. В условиях параллельного импорта приобретаемый бизнес становился лишь одним из многих продавцов одного и того же товара, не имеющим практически никаких преимуществ. Такого рода риски существенным образом влияли на ценообразование в сделке.

Риски, связанные с редомициляцией холдинговых компаний

В периметр проверок, проводимых в 2022-2024 гг., стали попадать международные компании (МК), редомицилированные в российские САР. Поскольку после февраля 2022 года редомициляция впервые приняла такой масштабный характер, выявленные в связи с редомициляцией риски получили особую актуальность именно в рассматриваемом периоде.

M&A эксперты рекомендуют учитывать при проведении юридических проверок МК специфику деятельности МК и, в первую очередь, применение иностранного права к некоторым вопросам управления и деятельности МК. Особое внимание рекомендуется обращать на последствия и риски осуществления «ковбойских» редомициляций (т.е. редомициляций, совершенных без соблюдения всех требований иностранной юрисдикции).

С учетом указанных особенностей, может оказаться необходимым привлечение специалистов по праву страны учреждения редомицилированной компании для полноценной проверки чистоты титула на акции / доли МК.



NIKOLSKAYA consulting

Ангелина Леушкина

Советник юридической фирмы
Никольская Консалтинг

При приобретении долей (акций) в международных компаниях или приобретении у них любых активов мы рекомендуем обращать внимание на следующие ключевые аспекты.

Международные компании могут **не применять нормы законов об ООО (АО)** в своем уставе, например, исключить необходимость одобрения крупных сделок либо предусмотреть, что сделки в отношении долей в них заключаются не в нотариальной, а в простой письменной форме. Могут применять в уставе **нормы иностранного права** страны инкорпорации, например, предусмотреть, что все сделки по передаче долей в этой международной компании требуют согласия ее совета директоров.

В отношении международной компании может продолжать действовать заключенное в отношении иностранной компании по иностранному праву соглашение акционеров. Оно будет иметь **приоритет перед уставом международной компании**, если сторонами соглашения акционеров являются все участники (как обычно и бывает в непубличных компаниях). Это значительно **осложняет анализ** корпоративных документов и норм, применимых к международной компании, и часто требует привлечения иностранных консультантов. Например, соглашение акционеров может продолжать ссылаться на акции и неограниченную компетенцию совета директоров, в то время как в уставе международной компании есть только доли и компетенция совета директоров ограничена.

Для проверки **титула** на доли (акции) в **международной компании** и на активы самой международной компании, если они были получены до редомициляции (по иностранному праву), также может потребоваться привлечение иностранных консультантов.

Очень рискованной может быть ситуация приобретения активов у международной компании, которая переехала в РФ в **«ускоренном» режиме**, когда разрешение на выезд из страны места инкорпорации **не было получено**.

Также нужно иметь в виду, что данные о владельцах долей в международной компании, как правило, **закрыты**. Это отражается и на механике закрытия сделок по передаче долей в такой компании, поскольку без генерального директора международной компании **подтвердить передачу доли будет невозможно**.



KKMP LEGAL

Алексей Хнальков

Старший юрист юридической
фирмы ККМП

При совершении сделок в отношении редомицилированных компаний хочется обратить внимание на следующие моменты.

С учетом текущих реалий международная компания, владеющая активами / долями в других российских компаниях, **продолжает существовать одновременно в двух юрисдикциях**, и возникает вопрос, может ли «иностранный статус» компании повлиять на титул российской компании на соответствующие активы / доли. Хотя есть серьезные аргументы в пользу того, что в российской плоскости проблем с принадлежностью активов быть не должно, рекомендуется все равно предусматривать в документах по сделке защиту по титулу, в частности в виде возмещения потерь.

Еще одним аспектом является то, что после сделки покупателю необходимо обеспечить

соблюдение предусмотренной российским законом обязанности **по исключению компании из иностранного реестра** (по общему правилу в течение 2 лет со дня регистрации международной компании), что на практике реализовать пока практически невозможно. Поскольку на данный момент ответственность за выполнение указанной обязанности не установлена, покупатели иногда **готовы принять на себя соответствующие риски**, особенно если у них есть основания полагаться на продление срока для исключения Правительственной комиссией. Можно также попробовать учесть возможные расходы на «исходящую» редомициляцию / ликвидацию зарубежной компании в покупной цене или предусмотреть возмещение потерь на случай привлечения к ответственности за сохранение иностранной регистрации (если такая ответственность будет иметь место).

Встречаются случаи, когда приобретается не только российская редомицилированная компания, но и «зеркальная» иностранная структура. В данном случае возникают, например, серьезные сложности в согласовании заверений и индемнити в отношении иностранной компании, поскольку у продавца может в силу объективных причин отсутствовать доступ к управлению компанией. Это часто ведет к закреплению ограниченного набора заверений и индемнити и ограничению заверений знанием продавца.



VERBA LEGAL

Антон Иванов

Юрист юридической фирмы VERBA LEGAL

С 2022 г. на рынке стали чаще заключаться сделки в **отношении долей и акций международных компаний**, редомицилированных в Российскую Федерацию.

При приобретении долей или акций международной компании следует обращать внимание на **«нетипичные» для внутрироссийских сделок риски**:

1. Риски, **сопряженные с ограничениями** на отчуждение долей в уставном капитале / акций международной компании, предусмотренные корпоративным / инвестиционным **договором, подчиненным иностранному праву**, или новым корпоративным договором (как правило, данные ограничения не переносятся в устав международной компании в полном объеме, в связи с чем необходимо запрашивать корпоративный / инвестиционный договор, который далеко не во всех случаях будет предоставлен третьему лицу – потенциальному приобретателю).
2. Риски **дефектов титула** на доли в уставном капитале / акции международной компании, возникшие до редомициляции в иностранном периметре: проверка таких рисков может быть осложнена **ограниченным доступом к информации** об иностранной компании, сложностями с привлечением иностранных консультантов и т.д.
3. Риски, связанные с **двойственностью регулирования** отношений между участниками или акционерами международной компании (к положениям устава международной компании может быть применено иностранное, например, кипрское, право, в то время как аналогичные положения корпоративного договора могут подчиняться английскому праву).
4. Риски, связанные **с конкуренцией арбитражных оговорок**, содержащихся в корпоративном договоре и уставе международной компании - один и тот же спор между участниками или акционерами может теоретически попадать под компетенцию двух разных арбитражных институтов.
5. Риски, связанные с **«ковбойской» или неполноценной редомициляцией**, актуальные для иностранного периметра (особенно если у иностранной компании остаются кредиторы, «недружественно» настроенные акционеры и т.д.).

Деприватизационные риски

В 2022–2024 гг. в судебных процессах по истребованию (взысканию) активов в собственность государства (помимо прочего, по основаниям нарушения законодательства об иностранных инвестициях, о противодействии коррупции и т.д.) выделялись иски Генеральной прокуратуры по пересмотру итогов приватизации.

Если до волны деприватизационных исков юристы зачастую оценивали риски, связанные с нарушением порядка приватизации, как средние либо низкие (в связи с истечением установленных сроков исковой давности), то практика последних лет, изменившая момент отсчета сроков исковой давности по деприватизационным искам, возвела такие риски в статус существенных либо критичных титульных рисков.

При этом в рамках юридической проверки анализ рисков часто осложнен отсутствием у таргета полного пакета документов по приватизации (как правило, датируемых началом 90-х годов) и общей несистемностью регулирования первых волн приватизаций. В связи с этим эксперты считают, что многим приватизированным более 30 лет назад предприятиям присущи риски, связанные с процедурными нарушениями, допущенными в ходе приватизации.



VERBA LEGAL

Татьяна Невеева

Управляющий партнер
юридической фирмы VERBA LEGAL

Из неочевидных новых видов проверок стоит отметить оценку риска «деприватизации» – с такими запросами стали обращаться покупатели после серии споров по иску Генеральной прокуратуры РФ по пересмотру результатов приватизации. Внимательное изучение судебной практики позволяет выявить логику правоприменителя с достаточной точностью, позволяющей дать реальную оценку существования / отсутствия указанного риска.



KKMP LEGAL

Дмитрий Раев

Советник юридической фирмы KKMП

Если раньше покупатели довольно часто ограничивали объем проверки, например, 3 годами и лимитированным объемом рассматриваемых сделок, то в последнее время, с учетом **рисков деприватизации,** все чаще юристов просят детально проверять всю историю актива, начиная с момента его приватизации, даже если соответствующие сделки имели место **за пределами объективных сроков исковой давности**.

Риски, связанные с признанием компании стратегическим предприятием

На анализ титульных рисков в 2022-2024 гг. повлиял выраженный интерес государства к установлению контроля над стратегическими активами и ужесточение законодательства в отношении стратегических предприятий (расширение перечня иностранных инвесторов, видов стратегической деятельности и мер ответственности за нарушение порядка согласования сделок со стратегическими предприятиями вплоть до взыскания акций/долей в пользу государства).

Сложившаяся судебная практика требует от юристов более глубокого анализа истории сделок в отношении титула, а также оценку не только наличия «стратегических» лицензий и заявленных видов деятельности, но и фактически осуществляемой деятельности таргета (в том числе в исторической перспективе). Последствия реализации указанных рисков прокомментировали эксперты из юридических фирм KKMП и VERBA LEGAL.



Дмитрий Раев

Советник юридической фирмы ККМП

С учетом дела группы Raven повышенное внимание стало уделяться рискам, связанным **с признанием таргета стратегическим предприятием**, к сделкам в отношении которых применяются положения Закона № 57-ФЗ. Напомним, что в деле Raven было сочтено, что наличие у группы складских объектов означает оказание ею услуг с использованием транспортных терминалов, что относится к деятельности естественных монополий и стратегических предприятий.



Татьяна Невеева

Управляющий партнер
юридической фирмы VERBA LEGAL

Тренд на изъятие акций / долей в доход государства в связи с несоблюдением Закона № 57-ФЗ в ходе подготовки настоящего исследования в 2025 г. подтвердился. Так, уже в начале 2025 г. 100% долей в зернотрейдинговой компании «Родные поля» были взысканы в пользу государства по требованию Генеральной прокуратуры (дело № А53-49116/2024). У ответчика на момент вынесения решения не было иностранного гражданства, и это дело стало первым прецедентом применения такой меры к российскому гражданину. Данный случай демонстрирует необходимость углубленной проверки соблюдения Закона № 57-ФЗ в ходе due diligence даже в тех случаях, когда на первый взгляд кажется, что предшествующие сделки не имеют иностранного элемента.

17 июня 2025 г. арбитражный суд удовлетворил иск Генеральной прокуратуры о применении последствий недействительности ничтожных сделок в отношении Аэропорта Домодедово (дело № А41-5707/2025), подтвердив необходимость особого внимания к вопросам соблюдения Закона № 57-ФЗ при совершении – M&A-сделок. Поскольку риск нарушения является титульным риском, он очевидно относится к категории критических и подлежит серьезному анализу в рамках юридической проверки.

1.2 Существенные и критичные риски в 2022–2024 гг.

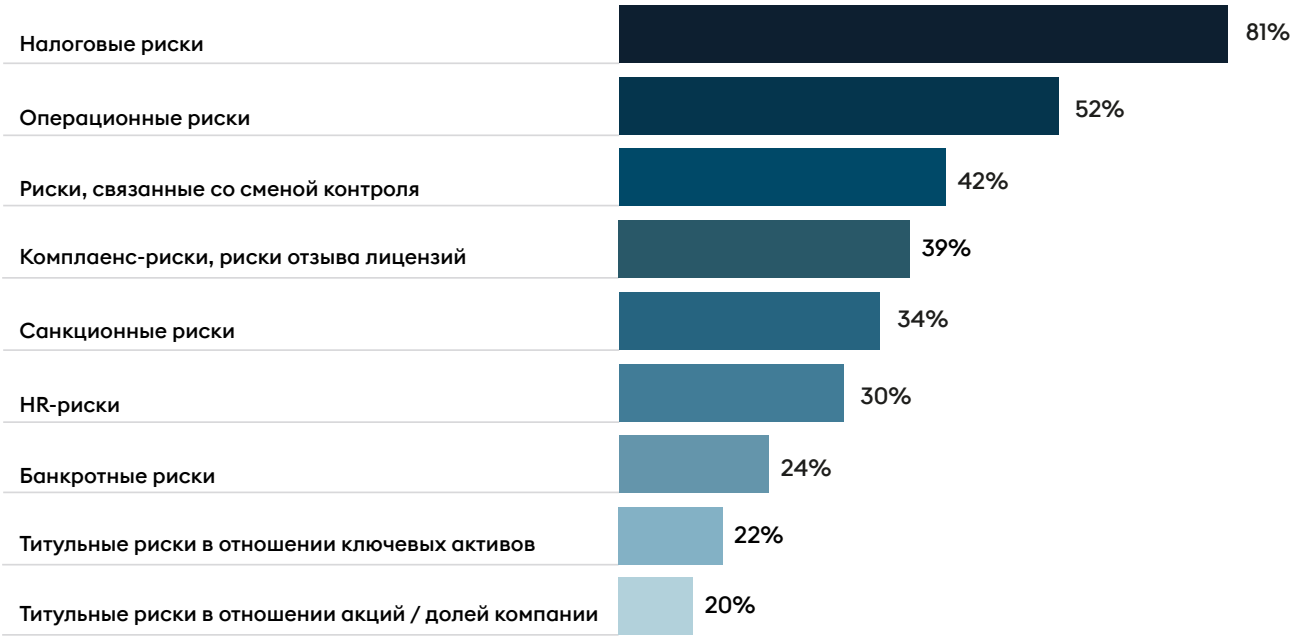
В рамках настоящего подраздела мы поставили перед собой задачу выяснить, как соотносятся карты типовых и существенных рисков в анализируемом периоде, а также изменились ли подходы экспертов и M&A-игроков к оценке существенности рисков и степень их влияния на сделки.

1.2.1 Соотношение типовых и существенных (критичных) рисков в 2022-2024 гг.

По результатам опроса, категории типовых рисков существенно не изменились. По-прежнему лидирующие позиции занимают налоговые риски, характерные для российского бизнеса и до 2022–2024 гг.

#Результаты_опросов

Какие риски, выявленные по итогам комплексного due diligence приобретаемых компаний, оказались в сделках типовыми



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Андрей Шептий

Старший юрист налоговой практики
VERBA LEGAL

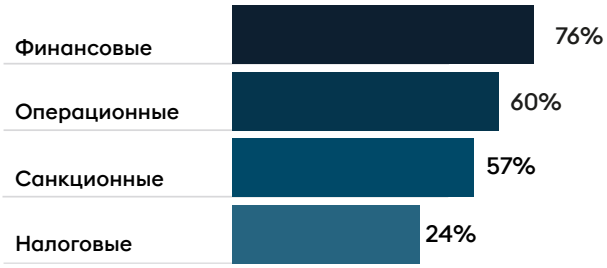
Тот факт, что в рамках M&A due diligence **значительный процент выявляемых рисков представляет собой налоговые вопросы**, не является удивительным. По общему правилу, налоговые претензии составляют одну из наиболее материальных категорий рисков, с которым потенциально может столкнуться покупатель после приобретения таргета.

Внимательное изучение налоговых рисков также важно в связи с тем, что обычно такие риски уже **не могут быть митигированы**. Соответственно, выявление рисков на этапе due diligence поможет покупателю **«застраховать»** соответствующие риски посредством корректировки цены сделки или посредством включения в договор условий о возмещении имущественных потерь.

Отдельно отметим, что большинство налоговых рисков **не являются типовыми** и отличаются в зависимости от отрасли деятельности компании. В качестве типовых налоговых рисков, которые довольно часто обнаруживаются в рамках процедуры due diligence, можно выделить операции с недобросовестными контрагентами, внутригрупповые услуги, выплаты за рубеж, взаимоотношения с ИП и самозанятыми.

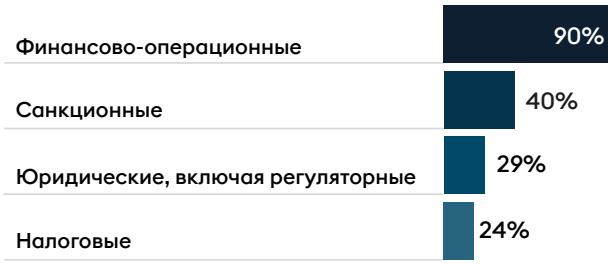
#Результаты_опросов

Какие критичные или существенные риски в период 2022–2024 гг. выявлялись при проверке бизнеса наиболее часто?



По данным Опроса по аспектам due diligence

Какие риски, выявленные при проверке бизнеса в период 2022–2024 гг. чаще приводили к приостановке переговоров или существенному изменению структуры сделки?



По данным Опроса по аспектам due diligence

Вместе с тем, в оценке существенности рисков, влияющих на сделки в 2022-2024 гг., эксперты отмечают произошедшие изменения.

Как показали результаты опросов (см. графики выше), в сделках M&A периода 2022–2024 гг. в качестве существенных наиболее часто выделяют **финансово-операционные риски**, а их степень влияния на сделку и ее структуру существенно возросла по причине того, что стороны не могут урегулировать вопросы, связанные с **митигацией данных рисков**. Кроме того, с 2022 г. в категории существенных рисков уверенно закрепились отдельные категории юридических рисков: **санкционные и регуляторные**.

Несмотря на то, что данные категории существовали и ранее, введение новых законодательных ограничений повлияло на роль указанных рисков в структуре проверки (часть регуляторных рисков стала «титульными») и переговорах по сделкам.

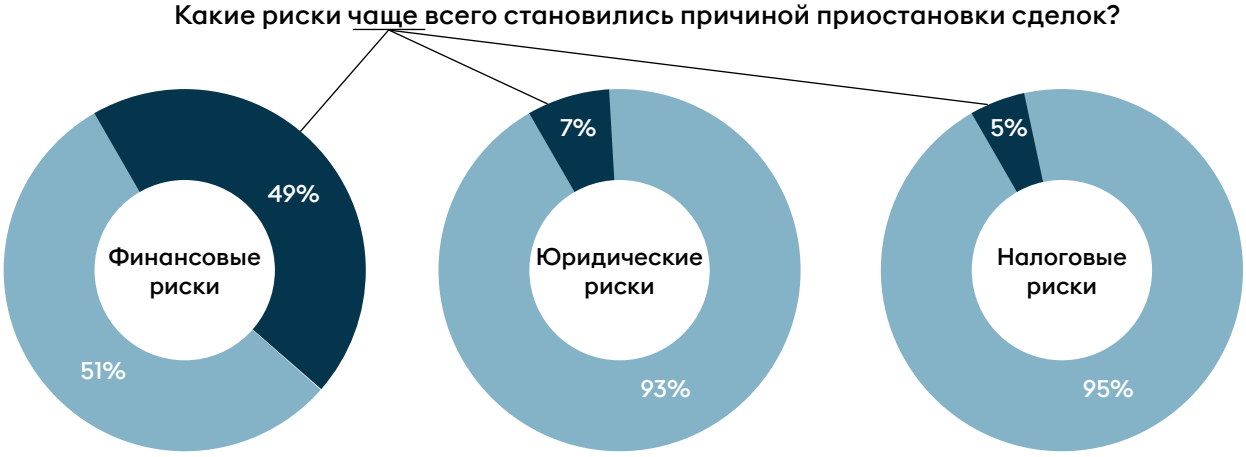
1.2.2 Типы и особенности критических рисков, существенно влияющих на ход сделки

В ходе данного исследования мы проанализировали различные категории рисков (финансовые, операционные, юридические), которые покупатели считали критичными. Такие риски либо требовали существенной проработки и митигации до закрытия сделки, либо становились причиной приостановки сделки или существенного изменения структуры сделки и ее условий.

Приостановка или существенное изменение параметров сделки

#Результаты_опросов

Какие риски чаще всего становились причиной приостановки сделок?



По данным Опроса по аспектам due diligence

Результаты опросов (см. ниже) показывают, что в период 2022-2024 гг. чаще стали являться причиной приостановки сделок именно финансовые и операционные риски.

В указанный период стороны сделок нередко не могли достичь компромисса и согласовать приемлемый для них вариант структуры сделки, с учетом выявленных финансово-операционных рисков. Это связано с тем, что в рамках финансового due diligence проверяется корректность определения исторического финансового результата и денежных потоков бизнеса, включая их нормализацию, которые впоследствии становятся основной для прогнозных потоков.

Если по итогам финансовой проверки в отношении расчета ключевых исторических финансово-операционных метрик приобретаемого бизнеса выявлялись серьезные расхождения с позицией таргета или продавца, это могло **существенно повлиять на оценку бизнеса** с помощью доходного метода. В указанный период покупатели нередко приходили к выводу о завышении величин денежных потоков или показателя EBITDA, в связи с чем переговоры переводились в плоскость серьезного торга по оценке, что часто становилось причиной срыва сделки.

Финансово-операционные риски

Как показали результаты опросов (см. графики выше), финансовые риски в период 2022-2024 гг. оказывали наибольшее влияние на общий ход сделки и ее структурирование. В ходе исследования мы попросили участников онлайн-анкетирования отметить конкретные категории финансово-операционных рисков, которые вызывали особую настороженность на стороне покупателей в период 2022-2024 гг.

#Результаты_опросов

Существенные и критичные финансово-операционные риски, которые чаще всего встречались в сделках период 2022-2024 гг.



По данным Опроса по аспектам due diligence

В связи с высокой стоимостью долгового капитала, общим дефицитом финансирования на рынке в 2022-2024 гг. большинство потенциальных таргетов столкнулись со сложностями в обслуживании долга.

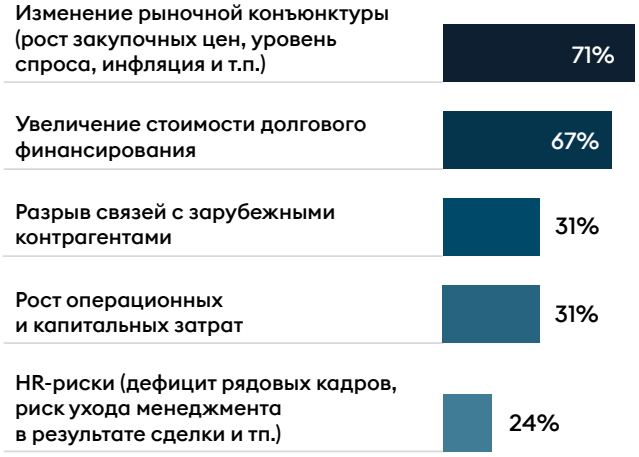
Несмотря на рост популярности альтернативных моделей финансирования (в том числе за счет выпуска облигаций, привлечения корпоративного финансирования от инвесторов по модели cash-in), данные модели оставались ограничено доступны малому и среднему бизнесу, а также крупному бизнесу с существенными структурными проблемами.Кроме того, на финансово-операционные риски повлияли высокая конкуренция за кадры на рынке труда (связанная в том числе с геополитическими факторами) и необходимость дополнительных затрат на восстановление каналов международных закупок и поставок.

Указанные категории финансово-операционных рисков стали столь значимыми, что могли привести к существенным негативным последствиям вплоть до срыва сделок.

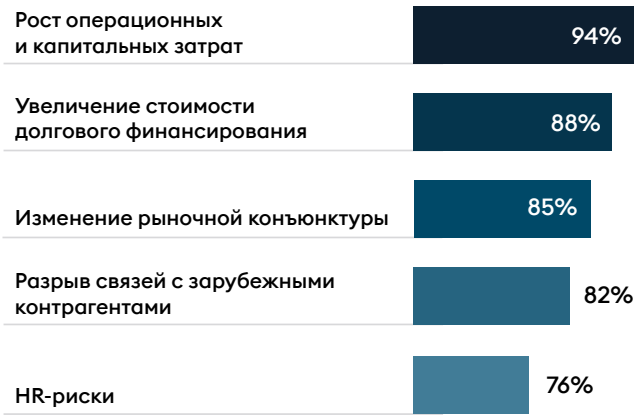
#Результаты_опросов

Критичные финансово-операционные риски, которые в период 2022–2024 гг. приводили к приостановке переговоров или существенному изменению структуры сделки?

ТОП-5 ответов



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов



По данным Опроса индустриальных игроков

В условиях ограниченных возможностей по привлечению долгового капитала, вопрос цены стал ключевым в сделках. В анализируемом периоде покупатель должен был нести повышенные затраты после сделки для поддержания операционной эффективности таргета. Это привело к существенным вопросам относительно возможности корректной оценки бизнеса и изменению баланса в соотношении денежных средств покупателя, направляемых на cash-out и на вложения в таргет.

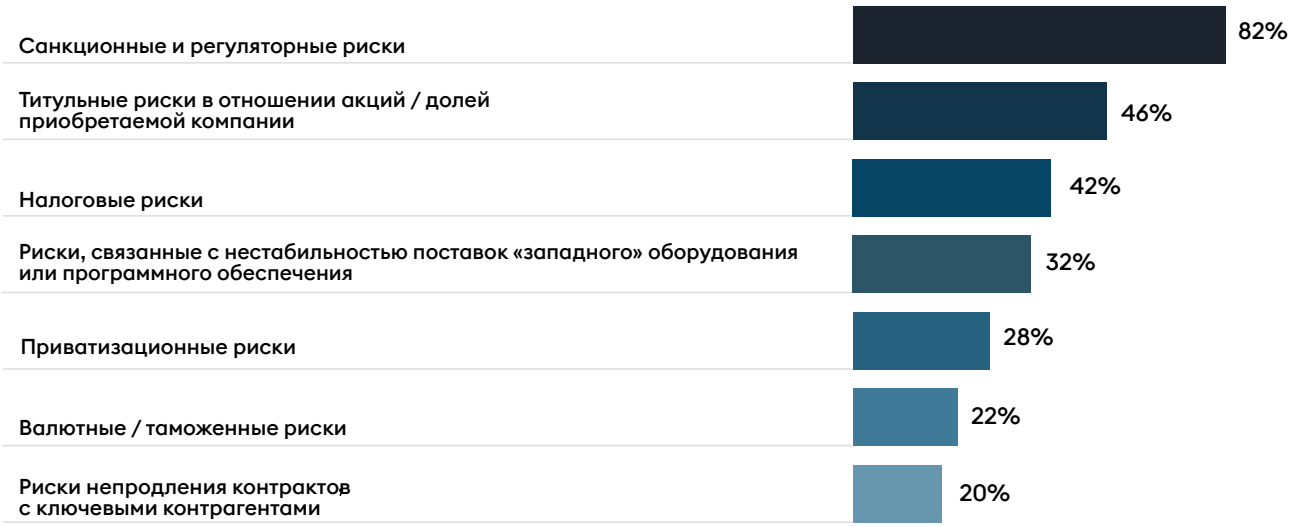
Юридические и налоговые риски

По данным проведенных опросов юридические и налоговые риски в период 2022–2024 гг. реже выделялись в качестве существенных либо критичных. Мы попросили участников опросов выделить основные категории юридических и налоговых рисков, которые становились камнем преткновения в сделках 2022–2024 гг.

#Результаты_опросов

Юридические риски, выявленные в период 2022–2024 гг., которые стали причиной приостановки переговоров или существенного изменения структуры сделки

ТОП-7 ответов



По данным Опроса по аспектам due diligence

Согласно результатам опросов в 2022–2024 гг. в качестве критических рисков чаще рассматривались санкционные и регуляторные риски, нежели классические титульные риски в отношении долей и акций приобретаемых компаний.

В то же время необходимо учитывать, что указанные выше санкционные и регуляторные риски приобрели особую важность по причине того, что нарушения соответствующих санкционных и прочих регуляторных ограничений в конечном счете создают риск утраты титула на приобретаемый актив (например, нарушение ряда ограничений может повлечь разворот сделок или, в некоторых случаях, обращение долей либо акций в доход государства).

В то же время налоговые риски, ранее отмеченные экспертами как наиболее часто встречающиеся риски, реже становятся причиной приостановки сделок.

Такие результаты опроса связаны, помимо прочего, с тем, что большинство классических рисков можно снизить в ходе подготовки транзакционной документации, например, путем применения различных инструментов распределения ответственности между продавцом и покупателем.

При этом санкционные риски, а также риски утраты титула на актив по причине нарушения регуляторных требований ставят под вопрос интерес покупателя к активу в целом и зачастую не могут быть полноценно урегулированы в рамках сделок.

Мы попросили ведущих M&A-юристов рассказать о различных рисках, выявленных в рамках due diligence, которые привели **к отказу покупателей от сделки** или к необходимости **изменения ее условий**, например, путем прямой корректировки цены.

#Мнение_экспертов

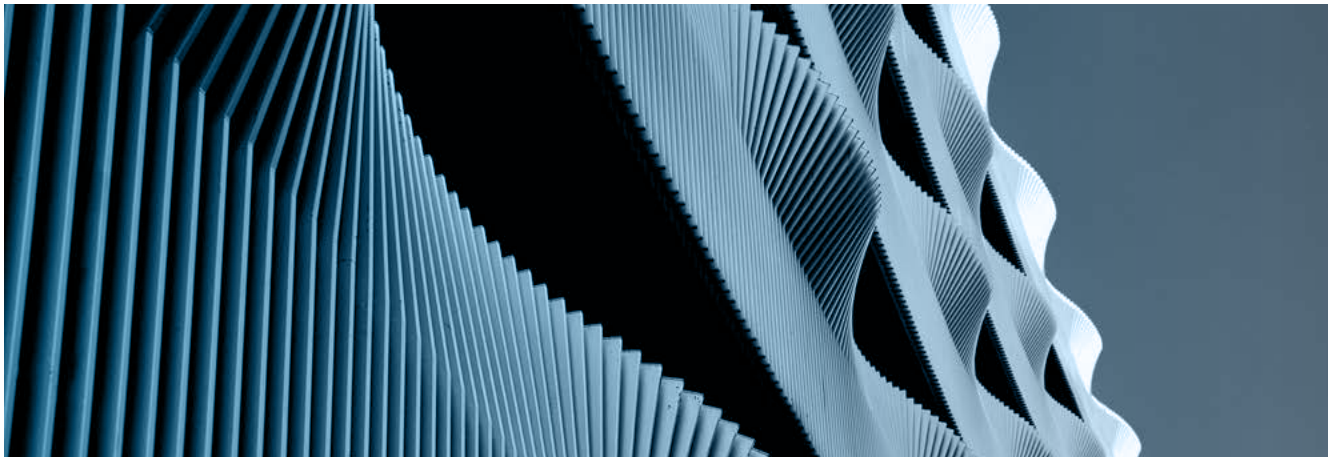


BETTER CHANCE
ЛУЧШИЙ ВЫБОР

Ксения Михайлова

Старший юрист юридической фирмы BETTER CHANCE

По нашему опыту, помимо случаев включения одной из сторон / приобретаемой компании **в иностранный санкционный список** в процессе согласования сделки, покупатели также **прекращали переговоры** по сделке, когда (i) в отношении акций / долей участия были **споры (претензии) с миноритарными** акционерами (участниками) или (ii) покупатель по итогам комплексных проверок негативно охарактеризовал внутреннюю систему оценки рисков приобретаемой финансовой организации и, как следствие, также имел существенные **сомнения в возвратности значительного пула кредитов**, имеющихся в портфеле такой организации.





Дмитрий Раев

Советник юридической фирмы ККМП

В одном из кейсов наша команда обратила внимание на истекающие сроки эксплуатации активов таргета (объекты транспорта). Техническая команда клиента посчитала это одним из **ключевых рисков** для сделки, и **цена покупки была скорректирована**.

В другом кейсе мы изучили тома проектной документации и обратили внимание на то, что по мнению проектировщиков, для строительства ключевого объекта было необходимо **больше участков, чем имелось у таргета**. Это оказалось одним из **главных рисков** проекта, и **цена была скорректирована** на затраты покупателя по приобретению недостающих участков.

В третьем кейсе наша команда выехала на место нахождения актива и обратила внимание на **повышенный шум**, вызываемый работой отдельных механизмов. Данный аспект оказался крайне важным, и в качестве отлагательного условия для закрытия сделки стороны согласовали установку специального оборудования, поглощающего шум.

Из указанного выше можно сделать вывод, что, помимо собственно юридических аспектов, следует обращать **внимание на смежные вопросы**, которые могут стать **триггером для юридических рисков**.

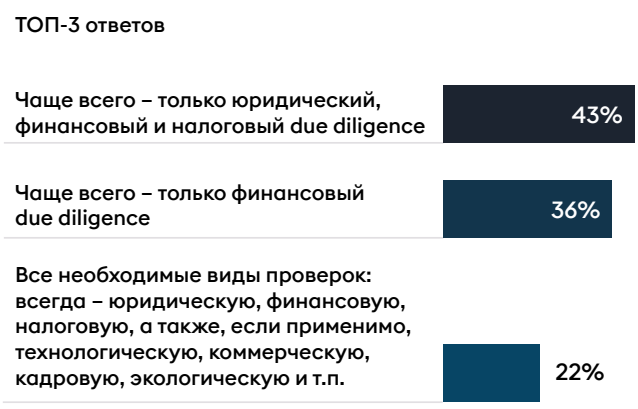
1.3 Изменения в подходах к комплексной проверке

Мы попросили ведущих M&A-юристов прокомментировать изменения в подходах и алгоритмах проведения комплексной проверки бизнеса и отметить изменения в сроках, типах и форматах экспертизы, которые произошли за период 2022–2024 гг.

1.3.1 Виды due diligence, наиболее часто проводимые в 2022–2024 гг. по сделкам M&A*

#Результаты_опросов

Какие виды due diligence приобретатели активов делали в период 2022–2024 гг.*



**** Не включая сделки-«выходы»***

По данным Опроса по аспектам due diligence



84% респондентов делали комплексную проверку, всегда включая юридические, финансовые и налоговые вопросы, а также при необходимости – специальные виды проверок, например, экологическую.

По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Как показали итоги опросов, в период 2022–2024 гг. традиционные направления due diligence (финансовый, налоговый и юридический due diligence) по-прежнему превалируют в рамках прединвестиционного исследования приобретаемого актива, однако периметр (объем) проверок, несомненно, модернизируется и дополняется новыми аспектами.

При этом если актив приобретался в новом для покупателя секторе бизнеса, деятельность которого связана со специфическими рисками, покупатели также старались проводить соответствующий вид экспертизы (например, коммерческий, экологической или технологический).

Специалисты в целом отмечают, что покупатели стали чаще проводить специализированные виды проверок бизнеса, поскольку даже вне сделок-«выходов» в период 2022–2024 гг. увеличилось число приобретений непрофильных для покупателей бизнесов. При этом в рамках стандартных видов проверки появились новые направления (например, проверка санкционных и специфических регуляторных рисков в рамках юридической проверки), что вызвано появлением новых типов рисков, о которых говорилось выше.

#Мнение_экспертов



LEVEL Legal Services

Игорь Костенников

Советник корпоративной практики юридической фирмы LEVEL Legal Services

В соответствии с объективно сложившимися рыночными стандартами в **«программу-минимум»** практически любой значимой M&A-сделки, совершенной на рыночных условиях в указанный период, входило проведение **юридического DD**[44], причем степень детальности анализа и временной период проверки зависели от того, когда компания была создана, а также насколько она была активна. Вопрос о проведении отдельного **финансово-налогового** DD, как правило, ставился в ситуации, когда речь шла о суммах (размере активов и / или обязательств компании-цели), которые являются для потенциального приобретателя бизнеса **достаточно крупными**.

В зависимости от специфики приобретаемого бизнеса мог также проводиться и **«специальный»** или **технический** DD (например, DD IT / IP-инфраструктуры компании-цели, DD разведанных запасов полезных ископаемых, инженерно-технический DD имущественного комплекса) с привлечением **профильных специалистов**, причем именно к данной разновидности DD, по нашим наблюдениям, **растет интерес** в последние годы.

Также немаловажным фактором является то, что если для M&A-сделки привлекается банковское финансирование, то решение о видах проводимых для сделки DD почти всегда принимается с учетом **позиции банка**.

44 Due Diligence.

#Мнение_экспертов



СОВКОМБАНК

Александр Венгранович

Управляющий директор — начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк»

Со стороны покупателей произошло увеличение фокуса на due diligence в части санкционных ограничений, прав на активы, регуляторного комплаенса, обязательств перед кредиторами, отношений с органами власти и надзорными органами.

#Мнение_экспертов



Дмитрий Раев

Советник юридической фирмы ККМП

Необходимость делать более тщательную проверку, чем было принято раньше, связана с набором причин:

- Во-первых, **существенно увеличилось количество потенциальных рисков** (деприватизация; нарушения Закона № 57-ФЗ и неполучение иных регуляторных одобрений при совершении предыдущих сделок с активом и т.д.), при этом покупатель не всегда может полностью полагаться на такие защитные механизмы, как **истечение срока давности** (например, согласно позиции КС РФ он не будет применим к коррупционным сделкам), **добросовестное приобретение** (не применимо, если имущество выбыло помимо воли) и т.д.
- Во-вторых, последние тенденции в судебных решениях приводят к выводу о том, что покупатель должен предпринять максимальные усилия для проверки актива, чтобы полагаться на заверения и / или считаться добросовестным приобретателем.
- В-третьих, некоторые продавцы планируют полностью выйти из бизнеса, и у них может не остаться активов для возмещения потерь, убытков и т.д. Особенно если речь идет о физических лицах.

1.3.2 Сроки проведения due diligence

#Результаты_опросов

Изменились ли сроки проведения due diligence (независимо от видов проверки) по сделкам* в период 2022-2024 гг.?



- Да, изменились. Сроки стали более продолжительными, в том числе в связи с усложнением структур организации бизнесов
- Нет, в период 2022-2024 гг. сроки due diligence не изменились.
- Да, изменились. Сроки проверок стали в целом короче.

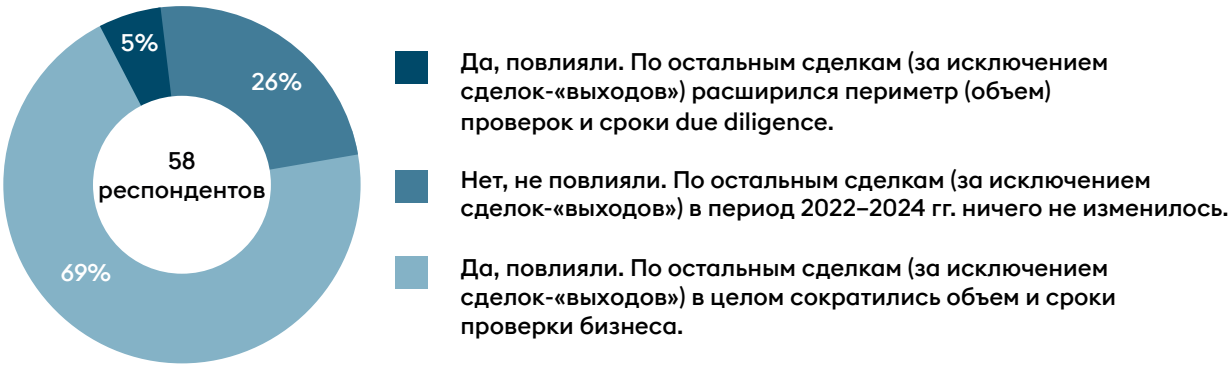
**** Без учета сделок-«выходов».***

По данным Опроса по аспектам due dilidence»

По результатам опросов отмечается общий тренд на сокращение сроков проведения due diligence на фоне нестабильного M&A-рынка. При этом на общее сокращение сроков проверок повлияли, в том числе, сделки-«выходы», которые, как правило, осуществлялись в ускоренном режиме с продажей актива as is и крайне ограниченными проверками либо их полным отсутствием.

#Результаты_опросов

Повлияли ли подходы к сопровождению сделок-«выходов» на остальные сделки?



По данным Опроса по аспектам due diligence

В то же время не все эксперты разделяют мнение, согласно которому быстрый темп сделок-«выходов» оказал существенное влияние на порядок совершения внутрироссийских сделок.

#Мнение_экспертов



seamless LEGAL

Арташес Оганов

Партнер юридической фирмы SEAMLESS Legal

По нашим наблюдениям, при отсутствии в структуре сделки «недружественного» элемента, относящегося к продавцам или таргету, сроки проведения проверки бизнеса не изменились.

Иным образом обстоит ситуация со сделками, предполагающими продажу иностранного бизнеса с дисконтом. В подобных случаях сокращение сроков проведения due diligence обусловлено сокращением объема проверки – покупатели чаще фокусируются лишь на проверке титульных и налоговых рисков, а также рисков, связанных с основным профилем деятельности таргета. Более того, мы отмечаем, что данный подход соответствует видению продавцов по таким сделкам – как правило, с их точки зрения наличие обязательного дисконта цены купли-продажи бизнеса само по себе включает стоимость потенциальных рисков. В данном случае факторы, влияющие на сроки проведения due diligence, обусловлены особым характером самих сделок.

#Мнение_экспертов



BETTER CHANCE
ЛУЧШИЙ ВЫБОР

Ксения Михайлова

Старший юрист юридической фирмы BETTER CHANCE

На сделках с нашим участием и по техническим заданиям клиентов мы наблюдаем обратный тренд – потенциальные покупатели достаточно **тщательно проверяют приобретаемые активы** (начиная от титула на акции / доли участия и финансовых обязательств компании, заканчивая регуляторными вопросами и правами на IP-активы, недвижимое и движимое имущество), и продавцы в большинстве случаев идут навстречу покупателям, предоставляя **обширный пакет документов и информации** для комплексных проверок.

Ограниченный объем проверок в сделках по отчуждению иностранного бизнеса остается спецификой именно такого рода сделок, и российские стороны **не придерживаются** данного специфического подхода к иным российским сделкам.

Некоторое увеличение использования Vendor DD, по всей видимости, связано с частым проведением аукционов, в том числе в рамках сделок-«выходов».

Актуальная судебная практика и потребности рынка диктуют необходимость возвращения к более тщательному подходу к проведению проверок.

1.3.3 Особенности Vendor Due Diligence

#Результаты_опросов

Стал ли в сделках M&A в 2022–2024 гг. чаще использоваться формат Vendor Due Diligence?



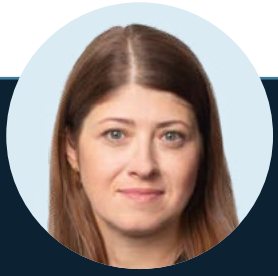
- Нет, в период 2022–2024 гг. формат Vendor Due Diligence использовался с той же частотой, что и раньше.
- Да, в период 2022–2024 гг. формат Vendor Due Diligence стал использоваться чаще.

По данным Опроса по аспектам due diligence

По результатам опроса, мнения респондентов разделились, однако большинство респондентов отметило рост числа Vendor DD.

Увеличение использования Vendor DD связано с частым проведением аукционов, в том числе в рамках сделок-«выходов».





ALUMNI PARTNERS

Анастасия Кудряшова

Советник Корпоративной практики / M&A юридической фирмы ALUMNI Partners

Формат аукциона действительно был характерен для сделок по «выходу», поскольку продавцам необходимо было максимально быстро продать свой актив на выгодных условиях.

Вместе с тем формат аукционов встречался **не только в таких сделках**. Он характерен для продажи активов, **на которые имеется высокий спрос**. Продажа такого актива через аукцион позволяет **максимизировать цену и согласовать наименее обременительные для продавца условия транзакционной документации** (например, минимизировать объем предоставляемых продавцом заверений). Также в формате аукционов могут продаваться активы банками, которые получили их в рамках обращения взыскания по кредитам.

Тем не менее в нашей практике такие сделки единичны и являются скорее исключением из общего массива сделок.

При этом при проведении аукционов изначальный Vendor DD мог перейти в более детальный DD, осуществляемый внешними консультантами покупателя вплоть до закрытия сделки.



KKMP LEGAL

Екатерина Шарапова

Старший юрист юридической фирмы KKMP

В нашей практике последних трех лет у покупателя **обычно была возможность сделать DD таргетов** по сделкам, заключаемым в рамках процедуры **auction sale**. Формально проверка занимала 1-1,5 месяца, проводилась силами **in-house команды** покупателя, ограничивалась проверкой финансов, долговой нагрузки, коммерческой деятельности, а также споров, проверок и претензий к таргету. Такая проверка завершалась **до направления покупателем binding bid** продавцу.

Однако в дальнейшем DD фактически продолжался до закрытия сделки. Детальная проверка титула осуществлялась внешними юристами и происходила одновременно со сбором титульных документов для закрытия.

Как правило, DD в рамках auction sale не выявляли существенных рисков. По итогам DD нам встречалось повышение покупателем предлагаемой цены за актив, дополнительные заверения, связанные с текущими финансовыми обязательствами таргета, существенное дополнение процедуры закрытия и дополнение оснований расторжения договора купли-продажи в связи с судебными спорами, затрагивающими таргет.

Мы попросили экспертов из юридической фирмы VERBA LEGAL более подробно рассказать об особенностях процесса проверки актива в рамках процедуры аукциона и отметить сложности, с которыми сталкивались покупатели.

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Александр Колосков

Старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL

На практике приобретатели активов зачастую сталкивались с **организационными сложностями**, связанными с получением документов и информации в отношении приобретаемого актива.

Процедура предоставления документов, как правило, выглядела следующим образом:

1. Таргет самостоятельно собирал первичный объем документов и размещал их в VDR[45]. При этом зачастую в первичной «выгрузке» отсутствовал большой объем информации, значимой для проведения проверки. В ситуациях, когда процедура auction sale предусматривала несколько раундов «отсеивания» кандидатов, такие «информационные пробелы» иногда допускались намеренно, чтобы восполнять недостающие сведения об активе по мере «отсеивания» кандидатов.
2. Участникам auction sale-процесса предоставлялся доступ к VDR.

После ознакомления с представленными документами участникам, как правило, предоставлялась возможность подготовить дополнительный запрос. В то же время выгрузка таргетом информации по дополнительным запросам часто задерживалась, поскольку таргету приходилось одновременно обрабатывать несколько вариантов дополнительных запросов.

В итоге многие сведения (в т.ч. критические) так и не были предоставлены участникам аукциона. В результате этого лица, проводившие due diligence, были вынуждены **описывать риски** (зачастую, высокие и существенные), **вызванные отсутствием соответствующей информации**.

В рамках формата auction sale в VDR также размещаются проекты транзакционных документов, подготовленные командой продавца. При этом возможности по изменению проектов документов по сделке у участников аукционного процесса, как правило, существенно ограничены.

Вместе с тем, сфера применения Vendor DD в 2022-2024 гг. не ограничивалась сделками в формате аукционов. Владельцы бизнеса использовали due diligence как для предпродажной подготовки, так и для внутреннего аудита бизнеса вне рамок сделок.

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Татьяна Невеева

Управляющий партнер
юридической фирмы VERBA LEGAL

Vendor due diligence, помимо сделок auction sale, мы встречаем, как правило, в ситуациях, когда таргет ищет новых финансовых инвесторов.

В таком случае, продавцу необходимо **максимально заинтересовать покупателей**, предоставив им подробную информацию о таргете. Обычного инвестиционного тизера далеко не всегда бывает достаточно, поэтому если продавец основательно подготовился к поиску инвестора, уверен в отсутствии серьезных рисков, он может иметь наготове результаты как минимум **юридического и налогового due diligence** для представления потенциальным покупателям.

45 Виртуальная комната данных (Virtual Data Room).



LEVEL Legal Services

Игорь Костенников

Советник корпоративной практики
юридической фирмы LEVEL Legal Services

В нашей практике такой инструмент, как Vendor DD, использовался в период 2022-2025 гг. **не очень часто, но все же встречался**. С учетом нашего практического опыта мы можем выделить три основных причины/ситуации, которые обуславливали проведение Vendor DD: (i) в рамках **auction sale-процесса**, (ii) для более точного определения и обоснования продавцом своей позиции по **покупной цене и / или иным условиям будущей M&A-сделки** (например, по заверениям об обстоятельствах, по обязательствам о возмещении имущественных потерь и т.д.), (iii) в ситуации, когда собственник бизнеса (будущий продавец) **не вполне доверяет менеджменту** компании-цели и / или мнению данного менеджмента об имеющихся в компании проблемах и рисках.

При этом ответ на вопрос о том, делился ли продавец отчетом Vendor DD или выявленными по итогам Vendor DD рисками с покупателем (а если делится, то в какой форме и в каком объеме) сугубо индивидуален и зависит от особенностей конкретной сделки. Случаи **полного раскрытия отчета в нашей практике встречались нечасто**, однако кейсы раскрытия **отдельных выводов и рисков** – встречались.

1.4 Взгляд на due diligence в 2025 г. Основные тренды

Эксперты прогнозируют, что при проведении due diligence в 2025 г. следует ожидать существенных изменений по сравнению с анализируемым периодом 2022–2024 гг.

По оценкам экспертов, на сроки проведения due diligence повлияет судебная практика по ужесточению стандарта должной осмотрительности, сформировавшаяся в 2022–2024 гг.

Активы, купленные у иностранцев без надлежащего due diligence, потребуют комплексного анализа как для целей последующей перепродажи, так и для решения внутренних задач, так как покупателям будет необходимо уже в более спокойной обстановке провести проверку бизнеса, приобретенного в ускоренном режиме. Если до заключения сделки у них не было возможности полноценно оценить риски и определить пути их устранения, то в период после закрытия разумным будет восполнить пробелы, вызванные условиями совершения сделки.

Кроме того, рынок ожидает, что развитие автоматизированных решений и искусственного интеллекта для базовой проверки документов может позитивно сказаться на сроках проверок и привести к разгрузке специалистов в области due diligence от рутинных задач к более глубокой концентрации на оценке рисков и выработке рекомендаций по их снижению.



Дмитрий Раев

Советник юридической фирмы ККМП

С учетом последней судебной практики формируется подход, согласно которому покупатель не может полностью полагаться на заверения об обстоятельствах, если в рамках проверки таргета он мог обнаружить соответствующие риски. Как следствие, если раньше можно было встретить подход, что вместо глубокой проверки необходимо включить заверения, то теперь он меняется **на новый тренд**, согласно которому необходимо максимально **тщательно проверить таргет**, а выявленные риски закрывать возмещением потерь и иными применимыми механизмами.



Алексей Хнальков

Старший юрист юридической фирмы ККМП

Основной тенденцией в ближайшие годы видится **повышение общей значимости проведения комплексной проверки** приобретаемого бизнеса. Исторически участники рынка часто подходили к due diligence формально, просто как к традиционной части M&A-сделки, предполагающей получение основной информации о бизнесе для целей вступления в сделку и отражения ключевых рисков в транзакционной документации, или вовсе пренебрегали проведением due diligence.

В то же время в судебной практике продолжает развиваться институт должной осмотрительности покупателя, возлагающий на покупателя **бремя исследования приобретаемого актива**, и суды в принципе стали чаще погружаться в вопросы, связанные с юридическими проверками и потенциальным исключением ответственности продавца в связи с проведенной проверкой. С учетом этого, несомненно, **произойдет переоценка важности проведения due diligence**.

Указанный тренд, вероятно, отразится на **смещении фокуса с red flag DD** отчетов на **полные отчеты с подробным описанием бизнеса**.

Еще одной тенденцией является ускорение и оптимизация бизнес-процессов, что повлияет на сроки проведения due diligence и совершения сделок. С этим будет также связано все большее внедрение в процесс проверки современных технологий, таких как алгоритмы искусственного интеллекта, аналитики данных и пр. – здесь интересно будет наблюдать, пойдет ли речь о выполнении «машиной» функции простого анализа документов и обобщения информации или же о более прогрессивной задаче выявления тех или иных рисков.

С точки зрения акцентов при проведении проверки, поскольку будет расти количество сделок в отношении таргетов, **ранее приобретенных у иностранцев**, возрастет значение проверки соблюдения **регуляторных требований** в рамках предшествующих сделок и в целом при осуществлении текущего бизнеса.

В свете увеличения значимости информационных технологий и информационной безопасности особенное внимание будет уделяться **анализу IP и IT вопросов.** Развитие сферы защиты персональных данных повлечет более глубокую оценку рисков, связанных с обработкой персональных данных.

02 Управление рисками в сделках M&A | Лучшие практики

Авторы текста: Алёна Кучер, Валериан Мамагеишвили, Татьяна Невеева, Александр Колосков, Дарья Кирюшина



- Задача по управлению рисками в 2022-2024 гг. усложнилась в связи с увеличением выявляемых существенных и критичных рисков и появлением новых категорий титульных рисков.
- Наиболее популярными инструментами митигации рисков стали обязательства продавца по возмещению имущественных потерь, при этом заверения об обстоятельствах также продолжают широко применяться в сделках без участия иностранных продавцов.
- Заверения стали менее надежным инструментом, в том числе в связи с ужесточением стандартов должной осмотрительности покупателя и появлением презумпции знания для внутренних покупателей.
- Имущественные потери вытесняют заверения в связи с более гибким механизмом реализации и большим потенциалом для митигации новых категорий рисков.
- Уменьшение покупной цены эффективно только при использовании корректировок формулы по ст. 485 ГК РФ, тогда как уменьшение цены в связи с претензиями по качеству по ст. 475 ГК РФ практически не работает.
- Критичные риски, как правило, устраняются до подписания или в период до закрытия, тогда как менее значимые – после закрытия сделки.
- В российских сделках вне «выходов» продавцы стремятся к сбалансированному распределению рисков, избегая перекладывания значительной их части на покупателя.

Работа с рисками в 2022-2024 гг. усложнилась – рисков стало больше, появились новые категории рисков, и теперь значительная часть переговорного процесса посвящена процессу их митигации.

Санкционные риски, существенные нарушения в корпоративном управлении, вопросы изъятия активов в связи с регуляторными нарушениями – все это может привести к потере контроля над таргетом. Так, например, исторические ошибки в процессе приватизации либо при согласовании сделок со стратегическими предприятиями ставят под угрозу титул на акции / доли таргета вплоть до обращения акций / долей в доход государства.

Стороны в отношении каждого из выявленных в ходе due diligence рисков выбирают один из следующих вариантов действий (или, что случается чаще, их сочетание друг с другом):

- устранение риска до подписания транзакционной документации либо до закрытия сделки (в качестве предварительного условия);
- согласование в рамках переговоров уменьшения покупной цены на сумму риска (вне периметра транзакционной документации);
- закрепление инструментов митигации риска в транзакционной документации.

Первый подход является предпочтительным для критичных и существенных рисков, которые, в принципе, могут быть устранены в разумные сроки. Второй подход часто используется для таких существенных и критичных рисков, как риски в отношении титула на акции/доли или ключевые активы таргета. Однако многие продавцы сопротивляются указанным выше сценариям, аргументируя это малой вероятностью реализации рисков. В таких случаях согласуются транзакционные инструменты по распределению рисков между сторонами сделки.

В сделках-«выходах» в период 2022-2024 гг. наблюдается снижение объемов предоставляемых покупателю механизмов митигации.

При этом, **Ксения Михайлова**, старший юрист BETTER CHANCE, отмечает, что по российским

сделкам (вне сделок-«выходов») по рыночной цене продавцы склонны к поиску баланса при распределении рисков в транзакционной документации:

#Мнение_экспертов



BETTER CHANCE
ЛУЧШИЙ ВЫБОР

Ксения Михайлова

Старший юрист юридической фирмы BETTER CHANCE

На российских сделках (без участия лиц из недружественных юрисдикций) **мы не прослеживаем тенденцию перекладывания значительного количества рисков на покупателя**: продавцы по-прежнему предоставляют достаточно широкий круг бизнес-заверений и принимают сформированный рыночной практикой достаточно стандартный перечень возмещения имущественных потерь (а также специфические для проекта потенциальные имущественные потери, которые были идентифицированы в рамках комплексных проверок приобретаемых активов, в том числе связанные с приватизационными рисками), и стороны согласовывают, как и ранее, достаточно сбалансированные положения ограничения ответственности продавца.

Мы полагаем, что российские компании понимают специфику сделок отчуждения иностранного бизнеса (в том числе ограниченный объем комплексных проверок и тендерные процедуры по поиску покупателей активов) и, соответственно, не проецируют ее на куплю-продажу компаний в российском периметре.

2.1 Транзакционные подходы к митигации рисков, выявленных в ходе due diligence

#Результаты_опросов

Наиболее часто используемые инструменты митигации рисков в сделках M&A 2022–2024 гг.



По данным Опроса по аспектам due diligence

Если в 2022–2024 гг. по итогам due diligence были выявлены риски, каким образом они были митигированы?



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Каким образом Вы урегулировали с продавцом выявленные по результатам due diligence риски по сделкам в период 2022–2024 гг.?



По данным Опроса индустриальных игроков

Согласно результатам опросов, наиболее распространенным способом митигации рисков в сделках M&A стало получение от продавца обязательств по возмещению имущественных потерь. Подавляющее большинство участников рынка предпочитает использовать данный правовой механизм в качестве базового инструмента защиты своих интересов.

В то же время довольно распространенным инструментом защиты прав покупателя в M&A-сделках остаются заверения об обстоятельствах. Как будет показано далее, в период 2022–2024 гг. явно наметилась тенденция на снижение эффективности данного инструмента (в первую очередь, по причине ужесточения требований к должной осмотрительности покупа-

теля). В то же время рынок давно привык к такому способу защиты прав, и покупатели в любом случае стремятся использовать все доступные им средства митигации рисков.

Помимо возмещения потерь и заверения об обстоятельствах участниками рынка также активно использовались следующие подходы по работе с выявленными рисками:

- выявленные риски устранялись до закрытия сделки; или
- в транзакционной документации согласовывались механизмы снижения покупной цены на сумму выявленных рисков (в случае их материализации).

В случаях, когда риски признавались критичными, но их устранение было невозможно осуществить в разумные сроки, стороны часто приходили к компромиссу через уменьшение стоимости актива.

Менее распространенными, но все же значимыми инструментами стали механизмы отложенных платежей, включая размещение части средств на эскроу-счетах, что позволяет покупателям сохранять финансовые рычаги воздействия после закрытия сделки.

Мы спросили экспертов M&A, какие инструменты митигации рисков использовались ими чаще всего в сделках 2022-2024 гг.

#Мнение_экспертов



KKMP LEGAL

Дмитрий Раев

Советник юридической фирмы ККМП

Такие инструменты митигации, как устранение рисков до сделки, включение в сделку отложенного платежа до устранения риска после сделки, а также имущественные потери стали выходить на первое место по сравнению с широкими перечнями заверений и возмещением убытков за их нарушение.



Melling Voitishkin &Partners

Сергей Крохалев

Партнер юридической фирмы Melling, Voitishkin & Partners

Оговорка МАС использовалась в 3 наших сделках в 2022-2024 гг. В сделках, подчиненных российскому праву, стороны обуславливали исполнение обязательств по договорам отсутствием событий существенного ухудшения, под которыми понималась утрата права пользования ключевыми активами, возникновение значительных требований со стороны государственных органов или снижение ключевых показателей хозяйственной деятельности общества, например, EBITDA.

Возмещение имущественных потерь использовалось в схожих обстоятельствах – наличие претензий со стороны третьих лиц, государственных органов, лишение таргета права собственности на ключевое недвижимое имущество или налоговая ответственность. В одном случае событием возмещения также являлось расторжение ключевых договоров. Неустойка часто встречалась за нарушение денежных обязательств.

Мы попросили экспертов M&A рассказать об основных особенностях использования в 2022–2024 гг. классической триады инструментов по митигации рисков: заверений об обстоятельствах, обязательств по возмещению имущественных потерь и транзакционных механизмов уменьшения покупной цены.

2.1.1 Заверения об обстоятельствах: высокорисковый инструмент митигации

В период 2022-2024 гг. заверения об обстоятельствах претерпели существенную трансформацию, обусловленную не только новыми санкционными и регуляторными ограничениями (которые затруднительно закрыть заверениями), но и развитием правоприменительной практики.

Несмотря на сохраняющуюся популярность данного механизма, среди прочего обусловленную историческим влиянием на сделки M&A англосаксонской правовой традиции, в российском правовом поле заверения постепенно превратились в самостоятельный источник риска.

Ужесточение стандарта должной осмотрительности

В период 2022-2024 гг. существенную сложность при структурировании сделок M&A представляли вопросы распределения бремени доказывания, где подход принципиально различался в зависимости от статуса покупателя.

Для внешних покупателей действует презумпция добросовестности, которая позволяет им полагаться на полученные от продавца заверения при условии соблюдения должной осмотрительности. Однако продавец, предоставивший недостоверные заверения, в отсутствие злого умысла может оспорить презумпцию добросовестности покупателя, представив доказательства неосмотрительности покупателя.

Так, в связи с высокими стандартами должной осмотрительности **покупатель столкнется со значительными сложностями**, если он: (i) не запросил всей значимой информации по важным вопросам бизнеса; (ii) не запросил дополнительную информацию, если были основания сомневаться в точности либо полноте предоставленной информации; (iii) не проверил публичные источники; (iv) зашел в «подозрительную» для любого разумного покупателя сделку (слишком «срочную», «дорогую» или «дешевую», или на других нетипичных условиях, невыгодных или подозрительных для покупателя и т.п.).

В связи с этим **покупателю, отказавшемуся от проведения комплексной проверки** перед сделкой либо осуществившему проверку без включения заведомо рискованных областей, характерных для приобретаемого актива, станет **сложнее получить защиту** через заверения об обстоятельствах, так как его поведение в большинстве случаев не будет соответствовать стандартам должной осмотрительности.

Для внутренних покупателей, таких как менеджеры (например, в случае приобретения активов в рамках MBO сделок), либо участники СП, ситуация осложняется действием **презумпции знания** (см. дело Винного дома Фотисаль[46]). В отличие от внешних покупателей (инвесторов), они изначально должны доказать свое «незнание» существенных обстоятельств, а не опровергать доводы о проявлении ими неосмотрительности, выдвигаемые продавцом. Это создает дополнительные сложности при структурировании сделок, требуя особого внимания **к документальному подтверждению ограниченного доступа к информации** и другим обстоятельствам, объясняющим отсутствие знаний о существенных рисках.

Булат Жамбалнимбуев рассказал об ужесточении стандарта должной осмотрительности покупателя в судебной практике.



46 Определение Судебной коллегии по экономическим спорам Верховного Суда Российской Федерации от 26.07.2024 № 305-ЭС24-4207 по делу № А40-79027/2022.



BETTER CHANCE
ЛУЧШИЙ ВЫБОР

Булат Жамбалнимбуев

Партнер юридической фирмы BETTER CHANCE

Стандарты должной осмотрительности покупателя в M&A-сделках: ужесточение судебной практики

Последние несколько лет российские суды последовательно придерживаются позиции, в соответствии с которой от покупателя ожидается должная осмотрительность при приобретении бизнеса, в том числе в случае когда продавец предоставил заверения о деятельности приобретаемой компании.

Зачастую суды устанавливают достаточно высокий стандарт поведения покупателя, полагающегося на заверения продавца о компании, которые впоследствии оказываются недостоверными:

1. При наличии возможности проверить финансовое положение компании, покупателю следует оценить предпринимательский риск и возможные экономические последствия сделки, проведя комплексную финансовую проверку (при этом, например, запрос только бухгалтерского баланса и оборотно-сальдовой ведомости не считается проявлением должной осмотрительности)[1];
2. ввиду принципа публичности реестров, от покупателя ожидается самостоятельная проверка информации о приобретаемой компании в публичных реестрах[2];
3. в случае спора с продавцом покупателю необходимо доказать, что (а) продавец умышленно не раскрыл покупателю (умолчав или скрыв) информацию о компании / какие-либо обстоятельства, повлиявшие на решение покупателя при заключении сделки; (б) умысел продавца направлен на заведомо недобросовестное осуществление прав, единственная цель продавца – причинение вреда покупателю, преследование продавцом противоправной цели при заключении договора; и (в) продавец злоупотреблял своими правами при заключении договора[3].

Суды исходят из того, что, несмотря на предоставленные продавцом недостоверные заверения об обстоятельствах, (i) приобретая акции / доли участия, покупатель принимает на себя все риски, связанные как с прибыльностью, так и с убыточностью деятельности компании в целом, а также (ii) суд не призван проверять экономическую целесообразность решений сторон и выявление покупателем (сторонами) деловых просчетов, которые не были учтены на стадии заключения договора при его исполнении на определенных в нем условиях являются рисками предпринимательской деятельности[4].



1 Определение Верховного Суда РФ от 23.08.2023 № 302-ЭС23-14836 по делу № А33-31660/2020.
2 Постановление Шестнадцатого арбитражного апелляционного суда от 03.10.2017 № 16АП-3716/2017 по делу № А63-1976/2017.
3 Постановление Арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 13.02.2024 № Ф04-7486/2023 по делу № А45-10786/2022.
4 Определение Верховного Суда РФ от 25.04.2024 № 310-ЭС24-4777 по делу № А83-12142/2020; Постановление Конституционного Суда РФ от 24.02.2004 № 3-П.

Эксперты прокомментировали, как распределяется бремя доказывания между сторонами сделки в случае предоставления недостоверных заверений.

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Андрей Ушаков

Руководитель практики разрешения споров юридической фирмы «Восход»

По общему правилу бремя доказывания обстоятельств возлагается на сторону, которая о них заявляет, и продавец, давший заверения в рамках сделки, несет ответственность за их недостоверность вне зависимости от того, дал ли он заверение умышленно или не знал о его недостоверности. При этом у судов часто возникает вопрос о субъективной добросовестности покупателя по сделке и возможном перераспределении бремени доказывания между сторонами спора.

Если у продавца не было умысла на предоставление недостоверного заверения (т.е. заверение не является заведомо недостоверным), он может доказать, что покупатель проявил неосмотрительность, не выявив соответствующие факты самостоятельно. В этом случае покупателю должно быть отказано в удовлетворении требований из недостоверности заверений.

Суды исходят из того, что покупатель поступил неосмотрительно, если он мог самостоятельно установить недостоверность заверения на основании информации в публичных реестрах. Также неосмотрительность покупателя считается доказанной, если он мог запросить сведения о финансово-хозяйственной деятельности общества до заключения договора, но не сделал этого.

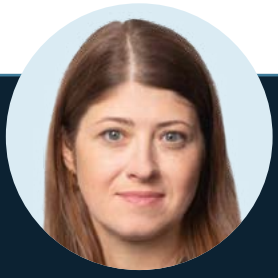
Продавец может доказать, что покупатель заведомо знал о недостоверности заверения, если покупатель являлся участником общества-таргета до сделки, либо в рамках переговоров узнал, что включенное в сделку заверение не соответствует действительности. В этом случае считается, что покупатель не мог полагаться на заверение, и его интерес не подлежит защите.

По последней практике суды отказывают покупателю в удовлетворении требований из недостоверности заверений, если установлена его заведомая осведомленность о недостоверности заверения на момент заключения договора, например, из предоставленных покупателю перед сделкой документов, в т.ч. письма о раскрытии.

Если недостоверное заверение дано умышленно, а покупатель заключил сделку, зная о недостоверности, предоставление заверения здесь, вероятно, не порождает каких-либо прав и обязанностей сторон сделки. Но полностью исключить риск признания сделки недействительной как заключенной под влиянием обмана либо привлечения должностных лиц на стороне продавца к ответственности за мошенничество, также нельзя.

Заверения об обстоятельствах в отношении выявленных рисков

Как показали результаты опросов, многие респонденты по-прежнему используют институт заверений в отношении рисков, выявленных по итогам проверок. Мы попросили ведущих экспертов M&A прокомментировать проблемы, которые возникают в связи с данным подходом.



ALUMNI PARTNERS

Анастасия Кудряшова

Советник Корпоративной практики / M&A юридической фирмы ALUMNI Partners

Да, действительно, на практике подобные ситуации встречаются, но все же не так часто. Как мы понимаем, во многом такие пожелания **связаны с использованием в прошлом английского права для большинства M&A-сделок.** Однако, надо отметить, что даже в английском праве такой подход в целом не является верным, хотя там и есть свои особенности.

Мы не рекомендуем придерживаться такого подхода как при работе на стороне продавца, так и на стороне покупателя. **С точки зрения продавца**, предоставление недостоверных заверений, когда ему известно о недостоверности, влечет за собой риски ответственности, и хотя знание покупателя о недостоверности заверений является существенным при оценке возникновения у него права на иск, необходимо будет еще доказать, что он обладал таким знанием. В этом смысле, для продавца **более выгодно предоставить максимальную информацию о недостоверности или потенциальной недостоверности заверений** с целью максимального ограничения своей ответственности по предоставляемым заверениям.

Для покупателя указание в заверениях на факты, относительно которых ему известно, что они недостоверные, с высокой долей вероятности приведет к тому, что он **не сможет применить предусмотренные законодательством последствия недостоверности**, в частности взыскать убытки. **Мы рекомендуем** в данном случае, в зависимости от существенности ставших известными фактов, **закрывать данные риски обязательствами по возмещению потерь**, для которых знание покупателя не имеет значение.

Николай Феоктистов подчеркивает важность открытого обсуждения сторонами сделки выявленных в рамках due diligence рисков и инструментов их митигации.



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Николай Феоктистов

Управляющий партнер юридической фирмы «Восход»

Как и в сделках, подчиненных английскому праву, мы рекомендуем сторонам обсуждать выявленные риски и согласовывать соответствующее коммерческое решение: учесть риск в цене либо предусмотреть соответствующее основание для возмещения имущественных потерь. По общему, правилу заверение, о несоответствии действительности которого известно обеим сторонам, не предполагает в дальнейшем защиты интереса покупателя. При этом осведомленность покупателя может быть доказана не только указанием на фактическое знание, но и посредством предоставления данных, свидетельствующих, что он не мог не знать о действительных характеристиках таргета (составе его активов и обязательств). Такое знание может быть вменено покупателю в случае реализации им права на выход из сделки.

Продавцу также стоит учитывать, что в случае, если осведомленность покупателя не удастся доказать, сделка может быть признана недействительной (как совершенная под влиянием обмана), а должностные лица на стороне продавца теоретически привлечены к ответственности в связи с мошенничеством.

Подходы к «знанию продавца» и раскрытию информации в 2022-2024 гг.

На практике покупатель лишь в исключительных случаях готов ограничить круг знаний продавца. В связи с этим продавцу необходимо также проявлять осмотрительность при предоставлении заверений (в том числе путем проведения внутреннего аудита либо полноценного Vendor due diligence), для того, чтобы не предоставить недостоверное заверение (в том числе неумышленно) и полноценно раскрыть информацию в письме о раскрытии.

#Мнение_экспертов



STONEBRIDGE LEGAL

Дмитрий Кажаев

Старший юрист юридической фирмы Stonebridge Legal

Обычно ограничение содержания заверения знанием продавца может быть приемлемо для покупателя, только если:

1. заверение не относится к фундаментальному для планируемой сделки обстоятельству (например, титулу продавца на отчуждаемые акции); и
2. незнание продавца о несоответствии содержания заверения действительности может быть обусловлено объективными причинами, то есть в большинстве случаев обстоятельство, в отношении которого предоставляется заверение (например, отсутствие оснований для прекращения действия лицензии по инициативе регулятора), связано с возможностью реализации своих правомочий третьими лицами в будущем.

При этом в российском правовом поле институт раскрытия информации до сих пор остается одной из наиболее проблемных областей при структурировании сделок в отсутствие прямого законодательного регулирования и судебной практики. С одной стороны, продавец формально обязан информировать покупателя о значимых рисках, поскольку сокрытие такой информации может повлечь утрату добросовестности и негативные последствия в судебных спорах. С другой стороны, российские суды зачастую занимают позицию, согласно которой предоставление доступа к информации (например, к системе 1С или объемным файлам данных) считается достаточным раскрытием, перекладывая бремя выявления рисков на покупателя.

В отличие от английского права, позволяющего согласовывать объем раскрытия, в России любая переданная информация (даже после установленных сроков) как правило считается надлежащим раскрытием. Это лишает покупателей возможности оспаривать заверения на основании формально предоставленной, но фактически непроанализированной информации, создавая значительные риски при структурировании сделок.





LEVEL Legal Services

Мария Баева

Партнер корпоративной практики юридической фирмы LEVEL Legal Services

Значение объема и содержания раскрытой продавцом информации о бизнесе действительно вызывает беспокойство у покупателей в контексте влияния на возможность покупателя истребовать с продавца компенсацию в случае недостоверности заверений.

В целях митигации соответствующих рисков покупатели, как правило, стремятся включить в договор положения о том, что для целей влияния на заверения информация должна быть исчерпывающе, достоверно и конкретно раскрыта покупателю в договоре или в письме о раскрытии таким образом, чтобы покупатель мог определить:

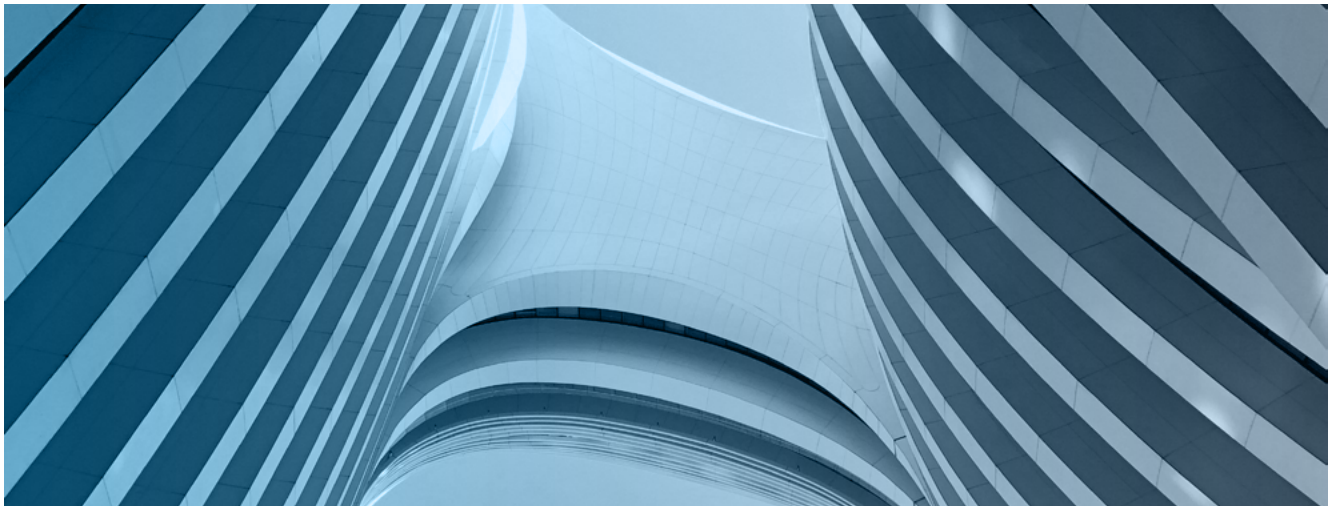
- характер, объем и существо раскрытой информации;
- связь между раскрытыми сведениями и конкретными заверениями продавца (влияние таких сведений на конкретные заверения); и
- степень неточности или несоответствия конкретных заверений продавца фактическим обстоятельствам, в том числе размер убытков или ответственности, которые могут возникнуть у покупателя и / или компании-цели вследствие такой неточности или несоответствия заверений продавца фактическим обстоятельствам.

Общих оговорок о том, что раскрытой для «нейтрализации» заверений должна считаться вся информация и все документы, раскрытые покупателю в рамках DD, покупатели, как правило, стараются избегать.

Проблема повторения заверений об обстоятельствах

Особую сложность представляет структурирование заверений на будущее, включая, например, вопросы, связанные с регистрацией перехода долей, где даже при сократившемся сроке на государственную регистрацию изменений состава участников, сохраняются риски, связанные с временным разрывом между моментом подписания договора и фактической регистрацией перехода прав. Эта проблема усугубляется в сложных корпоративных структурах, где требуется дублирование заверений на разных уровнях.

Отсутствие судебной практики по вопросу дублирования заверений в будущем делает заверения менее надежным инструментом защиты интересов покупателя.





STONEBRIDGE LEGAL

Роман Прудентов

Партнер юридической фирмы СБЛ Stonebridge Legal

Предоставление заверений на будущие даты: юридические механики

Даты предоставления заверений

При наличии временного разрыва между датой подписания и датой закрытия в сложившихся российских реалиях учета прав на акции АО / доли ООО для сделки в целом и предоставления заверений, в частности, важны три ключевые даты: (1) дата подписания обязательственного договора купли-продажи, (2) дата закрытия (дата подписания распорядительного договора купли-продажи или передаточного распоряжения) и (3) дата регистрации перехода прав на акции АО / доли ООО к покупателю. На практике дата закрытия и дата регистрации акций АО могут совпадать – это зависит от договоренностей сторон с регистратором или депозитарием, ведущим учет прав на соответствующие акции.

Соответственно, заверения могут предоставляться по следующим моделям:

1. на дату договора;
2. на дату закрытия или дату регистрации;
3. на дату договора и дату закрытия и / или дату регистрации;
4. на каждую дату между датой договора и датой закрытия или датой регистрации.

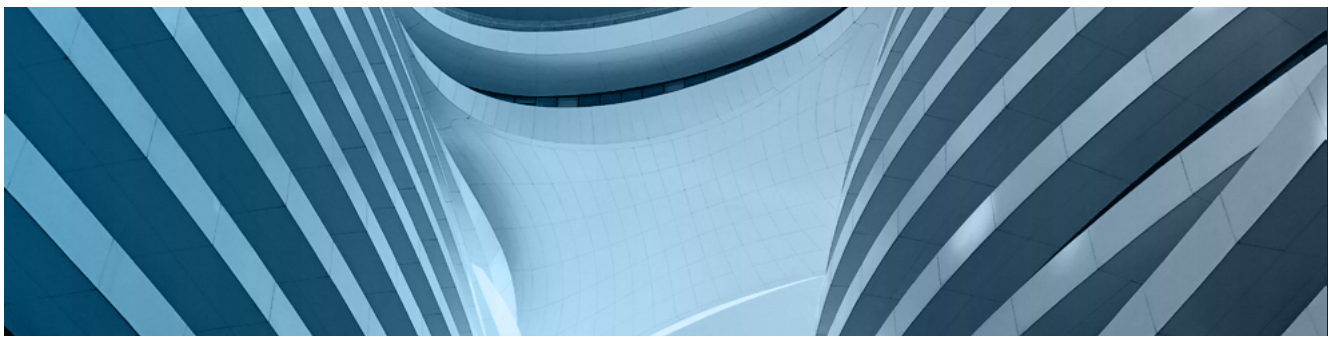
Мы видим, что на практике зачастую стороны согласовывают предоставление заверений по модели 3, поскольку она считается более сбалансированной.

Юридические механики предоставления заверений

Для фиксации предоставления заверений на будущие даты стороны используют следующие механики:

1. **непосредственное предоставление заверений на будущие даты** (редкая практика, поскольку считается, что заверения предоставляются в отношении обстоятельств в прошлом и в настоящем, но не в будущем);
2. **обязательство обеспечить достоверность заверений в будущие даты** (распространенный подход, однако исполнение такого обязательства может находиться вне контроля лица, предоставляющего заверение, и быть неисполнимым);
3. **предоставление в будущие даты писем (уведомлений), подтверждающих достоверность заверений в будущие даты** (распространенный вариант, который в большей мере предоставляет правовую защиту получателю заверений).

Механика предоставления заверений довольно редко становится предметом дискуссий в сделках M&A. Выбор в пользу той или иной механики в большей мере зависит от предпочтений стороны, в пользу которой заверения предоставляются, и ее юридических консультантов.



2.1.2. Имущественные потери: новая надежда?

Данные опросов показывают что механизм возмещения потерь становится основным инструментом защиты покупателей, вытесняя заверения об обстоятельствах.

Использование возмещения для митигации рисков имеет ряд преимуществ: как правило, данный инструмент не требует доказательства осведомленности продавца о риске и предусматривает более гибкий стандарт доказывания.

В условиях появления новых титульных и регуляторных рисков именно возмещение имущественных потерь позволяет обеспечить надежную защиту при угрозах существованию самого бизнеса.

#Мнение_экспертов

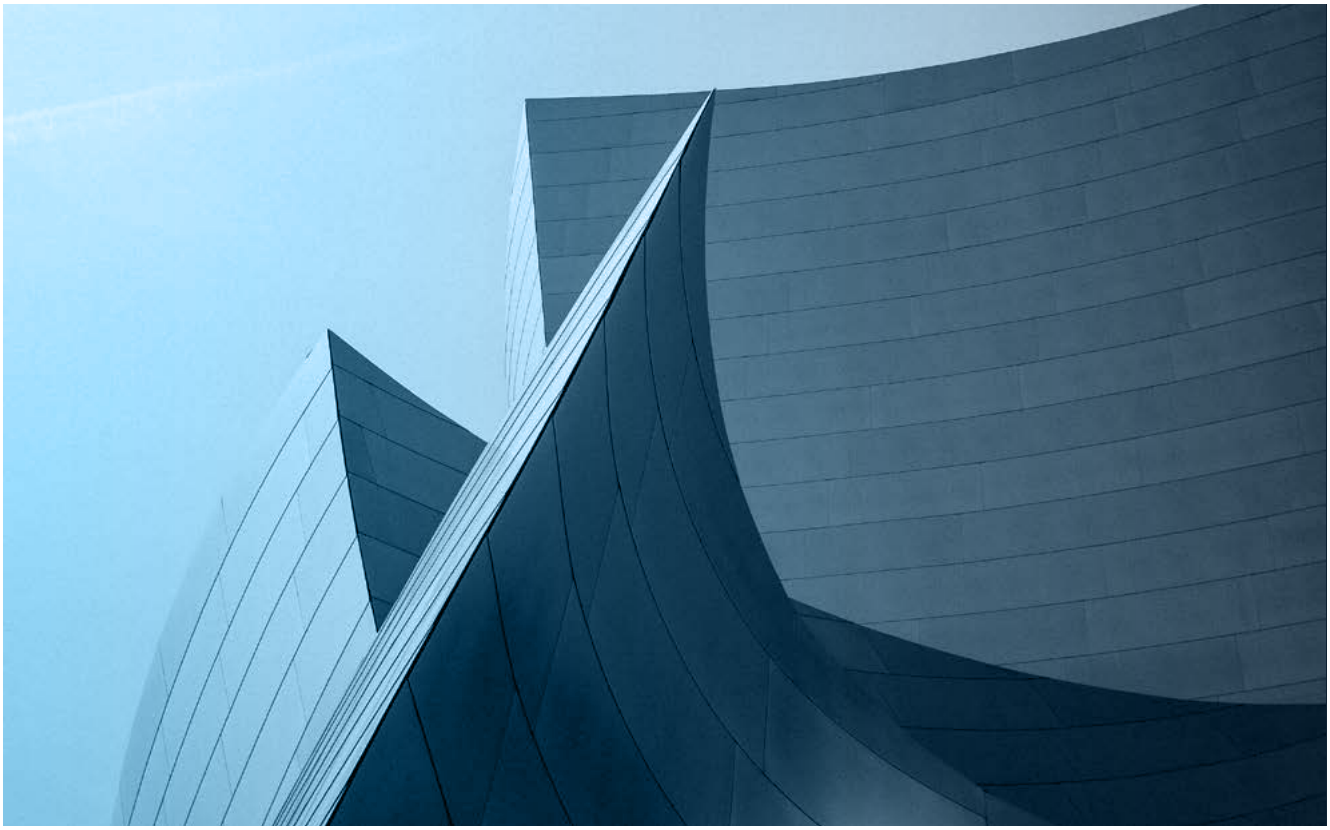


Дмитрий Раев

Советник юридической фирмы КК МП

До последнего времени, как правило, имущественными потерями закрывались **ключевые риски**. Однако мы видим, что формируется практика, согласно которой иные механизмы (например, заверения об обстоятельствах) **могут не сработать, если будет доказано, что покупатель знал или мог знать о наличии рисков**. В этой связи все чаще в сделках имущественные потери используются для компенсации убытков, которые могут возникнуть при срабатывании как ключевых, так и второстепенных рисков.

Партнер юридической фирмы SEAMLESS Legal **Арташес Оганов** рассказал об основных преимуществах и особенностях использования возмещения потерь в сделках 2022–2024 гг.





Арташес Оганов

Партнер юридической фирмы
SEAMLESS Legal

Возмещение потерь в сделках 2022–2024 гг.

Механизм возмещения имущественных потерь (или аналог indemnity в английском праве) зачастую используется в M&A-сделках в качестве инструмента перераспределения рисков между сторонами.

Преимуществом данного инструмента является то, что в отличие от заверений об обстоятельствах для indemnity не имеет значения, знал ли покупатель о наличии оснований для возмещения потерь. В силу достаточно высокого стандарта осмотрительности, предъявляемого к покупателю при получении заверений от продавца, покупатель вынужден тратить дополнительные временные и финансовые ресурсы на проведение юридической проверки приобретаемого бизнеса для подтверждения предоставляемых продавцом заверений.

Кроме того, обязательства по возмещению имущественных потерь позволяют покупателю также защититься от рисков, о которых ему стало известно до сделки. То есть от таких рисков, в отношении которых заверения об обстоятельствах работать не будут в силу осведомленности покупателя об их наличии.

В таких условиях, а также с учетом повышенного стандарта доказывания в случае возмещения убытков за недостоверность заверений, покупатели зачастую пытаются включить в документы по сделке дополнительные основания для возмещения потерь взамен заверений об обстоятельствах.

Логично, что продавцы, наоборот, пытаются ограничить в документах по сделке основания для возмещения имущественных потерь, учитывая относительную «простоту» их взыскания покупателями.

По нашим наблюдениям, с 2022 г. существенных изменений в объеме indemnities, предоставляемых в рамках сделок, не произошло. Как и ранее, в процессе переговоров стороны, как правило, вырабатывают сбалансированный подход – согласовывают (i) обязательства по возмещению имущественных потерь по наиболее существенным вопросам, например, в отношении титула на доли и налогов, (ii) отдельные «профильные» indemnity, по вопросам, имеющим ключевое значение для типа бизнеса, которым занимается таргет, и (iii) обязательства по возмещению имущественных потерь в отношении выявленных покупателем рисков.

На практике иногда также обсуждается механизм возмещения потерь за предоставление недостоверных заверений (warranty on indemnity basis), однако в большинстве случаев стороны отказываются от данного инструмента из-за его несбалансированности с точки зрения интересов сторон, а также противоречивости его регулирования и судебной практики. Indemnity в российском праве не возмещаются при наступлении обстоятельств, связанных с нарушением обязательств, при этом остается риск признания предоставления ложных заверений договорным нарушением.

Проблемные вопросы при использовании возмещения имущественных потерь

Несмотря на очевидные теоретические преимущества возмещения имущественных потерь по сравнению с заверениями об обстоятельствах, на практике данные механизмы постепенно сближаются.

Андрей Ушаков, партнер юридической фирмы «Восход» продемонстрировал, что при возмещении потерь и взыскании убытков из нарушения заверений используются схожие стандарты доказывания.



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Андрей Ушаков

Руководитель практики разрешения споров юридической фирмы «Восход»

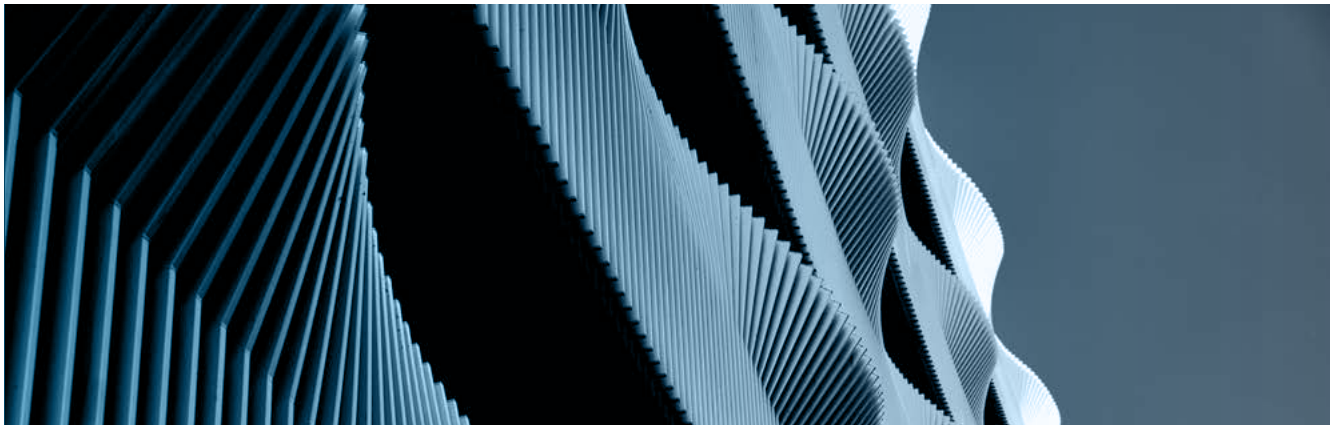
Возмещение потерь и взыскание убытков: стандарт доказывания

Формально предмет доказывания для взыскания убытков и компенсации потерь различается. Однако с точки зрения и предмета, и стандарта доказывания возмещение потерь во многом аналогично взысканию убытков:

1. В случае с заверениями необходимо доказывать нарушение. Для возмещения потерь достаточно установить наступление обстоятельства, предусмотренного договором как основание для возмещения потерь. Теоретически это может быть проще, но, по-нашему опыту, на практике это различие не является существенным. Например, возникновение у компании определенных налоговых обязательств (предусмотренное в качестве основания для возмещения потерь) с высокой вероятностью означает и нарушение продавцом заверения о надлежащем исполнении налоговой обязанности.

2. Компенсационная природа потерь требует доказывания объема потерь, даже если в договоре установлен их фиксированный размер (см., например, п. 26 Обзора судебной практики по спорам, связанным с договором финансовой аренды (лизинга), утв. Президиумом ВС РФ 27.10.2021 г., Определение СКЭС ВС РФ от 14.11.2023 г. № 305-ЭС23-11168 и др.). Можно выдвигать аргументы о снижении стандарта доказывания или ином распределении бремени доказывания (например, о возложении на ответчика обязанности доказывать произвольность согласованного размера потерь). Однако текущая судебная практика таких подходов, как правило, не демонстрирует. Напротив, по аналогии требуется доказывание потерь и их размера. Такой подход судов вполне предсказуем, учитывая, что исходя из буквального толкования п. 1 ст. 406.1 ГК РФ (частично сглаженного последующими разъяснениями ВС РФ) можно установить фиксированный размер потерь без привязки к их реальному размеру.

3. Отсутствие необходимости доказывать вину должника при возмещении имущественных потерь, очевидно, также не дает значительного преимущества в предпринимательских спорах. В одном из дел из нашей практики, когда истец мог заявить как убытки, так и имущественные потери, мы выстроили позицию следующим образом: основное требование – о взыскании убытков за недостоверные заверения, и альтернативное – о возмещении имущественных потерь на случай, если суд не установит факта нарушения.



Помимо сближения стандартов доказывания, стоит также отметить, что сближение института возмещения потерь и института заверений об обстоятельствах проявляется также и с точки зрения предъявления требований к добросовестности сторон. Добросовестность в контексте обязательств по возмещению имущественных потерь выражается в обязанности не способствовать наступлению обстоятельств, являющихся триггерами для возникновения обязанности по возмещению имущественных потерь.

#Мнение_экспертов



LEVEL Legal Services

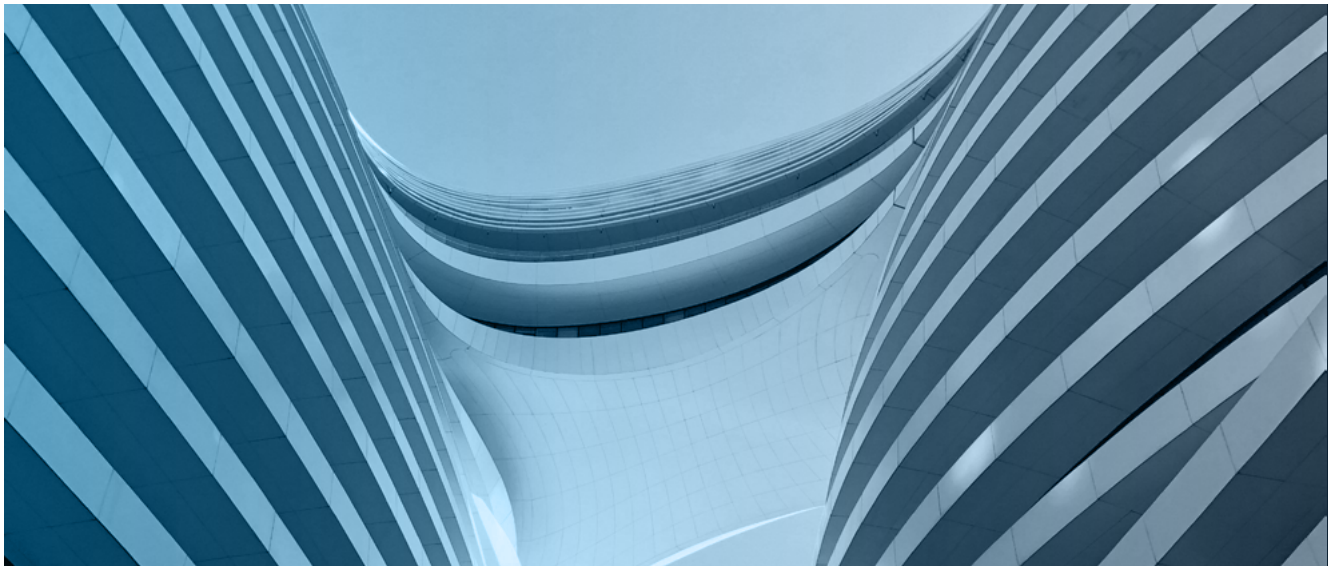
Игорь Костенников

Советник корпоративной практики юридической фирмы LEVEL Legal Services

Как положения законодательства, так и сложившаяся судебная практика направлены на то, чтобы противостоять недобросовестному поведению стороны, требующей возмещения имущественных потерь. Так, в п. 2 ст. 406.1 ГК РФ закреплена возможность уменьшения судом размера возмещения потерь, если сторона умышленно содействовала увеличению размера потерь. При этом согласно позиции Верховного Суда РФ (п. 15 Постановления Пленума Верховного Суда РФ от 24.03.2016 № 7), если сторона, в пользу которой должно быть осуществлено возмещение потерь, недобросовестно содействовала наступлению обстоятельства, на случай которого установлено это возмещение, для целей применения ст. 406.1 ГК РФ такое обстоятельство должно считаться ненаступившим. Суд при обосновании данной позиции привел ссылку на положения ст. 10 ГК РФ, касающейся злоупотребления правом.

Кроме того, в российской договорной практике все чаще встречаются попытки воспроизвести англо-правовой механизм warranties on an indemnity basis, когда стороны фиксируют набор заверений и предусматривают специальный порядок возмещения имущественных потерь за их недостоверность. Однако подобные конструкции создают серьезные юридические риски в российском правовом поле.

Валериан Мамагеишвили рассказал, какие подводные камни могут ожидать стороны при использовании данного механизма в сделках по российскому праву, и как минимизировать связанные с этим риски.





Валериан Мамагеишвили

Старший юрист корпоративной практики юридической фирмы ККМП

Работают ли warranties on an indemnity basis в российском праве?

В практике судов отсутствует единый подход по вопросу предоставления стороной договора аналога инструмента английского права warranties on an indemnity basis. Так, в договоре устанавливается набор заверений, а в качестве способа защиты за недостоверные заверения устанавливается компенсация имущественных потерь (или убытков, по выбору истца). Данная договорная конструкция вызывает проблемы из-за того, что заверения являются обязательствами, а имущественные потери не могут быть взысканы за правонарушение (в силу прямого указания в ст. 406.1 ГК РФ).

1. В ряде случаев суды указывают, что **такая конструкция не должна позволять истцу взыскать** имущественные потери, так как речь идет об ответственности и убытках за недостоверность заверений. В одном из недавних дел (см. № А40-102994/2024) суд отметил, что договор предполагал ответственность продавца в случае предоставления недостоверных заверений. Несмотря на ссылку на ст. 406.1 ГК РФ и использование формулировки возмещение «потерь», а не возмещение «убытков» согласно п. 1 ст. 431.2 ГК РФ, суд посчитал, что стороны согласовали именно положения о возмещение убытков на случай нарушения продавцом своих заверений. Суд отметил, что возмещение потерь согласно ст. 406.1 ГК РФ имеет место не как санкция за нарушение обязательства, а как добровольно принятое на себя стороной сделки обязательство о возмещении потерь в случае возникновения согласованного обстоятельства.

2. В других случаях суды по нарушенным налоговым заверениям почему-то не погружаются в проблему и часто **удовлетворяют иск покупателя**, присуждая «убытки (потери)». В судебных актах ссылки даются подряд на ст. 431.2 и ст. 406.1 ГК РФ, на все соответствующие пункты договора. Из позиции невозможно сделать вывод о том, почему суд соглашается с истцом (см. № А49-9946/2020). Суды также ссылаются на свободу договора для обоснования возможности имущественных потерь на заверения (см. № А49-9946/2020).

3. В большинстве случаев суды не анализируют, а **в чем же будет заключаться разница между размером убытков и имущественных потерь**, доступных истцу. Но разница есть (так как порядок определения размера имущественных потерь, в отличие от убытков, должен регулироваться договором).

В одном деле (см. № А49-9946/2020) данная разница анализировалась, и она имела ключевое значение для решения. Ключевым оказалась квалификация договорных положений и требований истца. Суды первых двух инстанций при первом рассмотрении квалифицировали иск как требование о возмещении убытков. Суд апелляционной инстанции отметил, что истцу должно быть отказано в компенсации, т.к. отсутствует правонарушение: корректировка декларации и доплата налога произведена истцом исключительно по собственному усмотрению, истец не лишился права на вычет налога, по-прежнему имеет право на его применение (формально – заверение не нарушено). Суд указал, что налоговое правонарушение не было совершено ответчиком, соответственно, во взыскании с него убытков должно быть отказано в силу недоказанности состава правонарушения.

Суд кассационной инстанции принципиально допустил конструкцию warranties on an indemnity basis. Ключевая разница между имущественными потерями и убытками в рамках данного разбирательства заключалась, по мнению суда, в возможности соглашением сторон установить, какой документ (какое обстоятельство) является достаточным для подтверждения возникновения имущественных потерь уполномоченной стороны. В соглашении сторон было

указано информационное письмо ФНС, которое формально не подтверждает выявление налогового правонарушения, но является основанием для взыскания имущественных потерь с поставщика на основании соглашения сторон (и суд признал, что стороны могут заключать такие соглашения в силу принципа свободы договора).

В качестве **общей рекомендации**, чтобы снизить (или даже устранить) риск отказа во взыскании одной стороной своих имущественных потерь с другой стороны, рекомендуется: (i) не делать прямой отсылки на положения о заверениях или иных обязательствах другой стороны по договору (таким образом, правонарушение по договору не будет являться основанием для взыскания имущественных потерь), и (ii) формулировать самостоятельные основания для взыскания с другой стороны имущественных потерь.

Николай Феоктистов также отметил теоретические сложности с использованием имущественных потерь для покрытия заверений и поделился опытом по использованию в сделках механизма возмещения имущественных потерь. На практике встречаются и иные сложности, связанные с применением механизма возмещения имущественных потерь.

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Николай Феоктистов

Управляющий партнер юридической фирмы «Восход»

Мы рекомендуем использовать механизм возмещения имущественных потерь для покрытия стандартных (титул, существенные активы) и выявленных в рамках ДД рисков для обеспечения исполнения обязательств о неконкуренции и непереманивании сотрудников, а также на случай, если согласованные в договоре неустойки будут снижены компетентным судом или арбитражем.

На наш взгляд, использование конструкции имущественных потерь для покрытия заверений может вызывать теоретические затруднения и применяется достаточно избирательно. Гораздо чаще на практике встречаются случаи, когда одни и те же обстоятельства могут одновременно охватываться как заверениями, так и положениями о возмещении потерь. В таких ситуациях необходимо аккуратно прописывать формулировки в документации, чтобы соответствующие положения корректно работали.

Механизм имущественных потерь нами применялся при структурировании компенсации утечек в модели locked box в ряде сделок. В то же время, для целей earn-out механизм возмещения потерь, на наш взгляд, не является подходящим инструментом.

На практике встречаются и иные сложности, связанные с применением механизма возмещения имущественных потерь.

#Мнение_экспертов



Алексей Хнальков

Старший юрист юридической фирмы ККМП

Если говорить, например, о сделках в IP/IT секторе, **интересным примером** обстоятельства возмещения потерь можно назвать **существенное снижение работоспособности программного обеспечения** (ПО). С одной стороны, поскольку ПО не является статичным объектом и в него постоянно вносятся изменения, продавец, как правило, не готов предоставлять индемнити в отношении нарушения работоспособности ПО. Кроме того, покупателю часто важно начать интеграцию информационных систем и процессов таргета в собственную деятельность (т.е. в том числе вносить изменения в архитектуру) непосредственно после закрытия сделки, что также усложняет ситуацию для продавца. С другой стороны, покупателю хочется сохранить защиту на случай приобретения дефектного ПО.

Результатом компромисса может выступать закрепление достаточно **сложной процедуры подтверждения наступления факта снижения работоспособности ПО.** В частности, речь идет об определении понятия существенного снижения работоспособности и критериев инцидентов, установлении ограниченного срока, в течение которого может быть обнаружен инцидент, и срока для устранения инцидента, о закреплении обязательств сторон в течение срока обнаружения инцидентов, о привлечении экспертов и пр.

2.1.3 Уменьшение покупной цены

В российской судебной практике механизм уменьшения покупной цены через ст. 475 ГК РФ демонстрирует крайнюю неэффективность.

Подавляющее большинство судебных решений складывается не в пользу этого подхода, поскольку он сохраняет все недостатки механизма заверений об обстоятельствах. Особенно проблематичным становится использование данного механизма при попытке снизить цену за «качество» актива.

Единственным относительно рабочим механизмом транзакционного уменьшения покупной цены остается подход по согласованию формулы уменьшения покупной цены по ст. 485 ГК РФ, применяемый в механизмах earn-out и completion accounts.

В практике M&A-сделок 2022-2024 гг. механизм уменьшения покупной цены по формуле применялся неоднородно. В сделках с иностранными контрагентами данный подход практически не использовался, поскольку условия таких сделок, как правило, предусматривали единовременную выплату фиксированной цены. В то же время в российских сделках формульные корректировки цены получили широкое распространение.

Об особенностях уменьшения покупной цены по формуле в сделках 2022-2024 гг. рассказал **Александр Шалаев.**



Александр Шалаев

Партнер юридической фирмы E L W I

Оставляя за скобками специфические сделки по уходу иностранных инвесторов из России, мы фиксировали **не менее, чем 50% сделок** с относительно **равными** переговорными возможностями сторон, использование механизма корректировки цены в связи **с отдельными выявленными юридическими или финансовыми рисками**. Механизм использовался, когда денежные последствия реализации рисков **были бесспорны**, и соответствующие риски не могли быть урегулированы до закрытия сделки (но могли быть сняты после закрытия) с учетом договоренностей сторон по срокам сделки и невозможностью несения покупателем расходов до закрытия сделки.

Например, в некоторых случаях шла речь о прекращении отдельных перекрестных поручительств, данных продаваемыми компаниями банкам по обязательствам аффилированных лиц продавца, или о завершении продаваемой компанией мероприятий по регистрации опасных производственных объектов и по вводу в эксплуатацию отдельных объектов недвижимости.

Механизм корректировки цены был структурирован путем использования **формулы цены в соответствии со ст. 485 ГК РФ** при определении переменных составных частей покупной цены или **в специальных корректировках к расчетным показателям оборотного капитала и чистого долга**.

В формулу цены нередко «вшиваются» экономические последствия простоя бизнеса, который может быть вызван нестабильной экономической ситуацией таргета, в том числе в связи с нарушением каналов поставок и сбыта. Пример использования корректировки цены в ситуации простоя бизнеса рассказали коллеги.



Николай Феоктистов

Управляющий партнер юридической фирмы «Восход»

Поскольку приостановка деятельности влечет существенные финансовые потери, но этот риск может не материализоваться, стороны обычно предпочитают косвенную корректировку покупной цены (через инструмент имущественных потерь), а не прямую, когда риск оцифровывается и сразу вычитается из цены сделки. Размер потерь при этом может быть определен, исходя из недополученной за период простоя EBITDA.

В одной из наших недавних сделок, с целью упрощения расчета, стороны договорились оценивать недополученную EBITDA за каждый день простоя по формуле, основанной на показателе EBITDA за 12 месяцев, предшествующих дате административного приостановления деятельности. Такой подход обеспечивает предсказуемость размера подлежащих возмещению потерь, в отличие от договоренности, предполагающей расчет потерь в случае простоя на основе фактически понесенных из-за него убытков. В этом случае размер упущенной выгоды определялся бы судом.

При этом, подход по уменьшению покупной цены по формуле также имеет отдельные особенности, затрудняющие его использование: (i) формулы, основанные на некоторых показателях (например, EBITDA и др.), порождают споры из-за различий в методологии расчетов; (ii) требуется участие финансовых специалистов как на стадии разработки транзакционной документации (при согласовании формулы), так и при фиксации итоговых расчетов; (iii) отсутствуют надежные инструменты для обеспечения автоматизма корректировки цены.

Для фиксации расчетов по уменьшению покупной цены сложилась практика оформления дополнительных соглашений, документирующих согласованные итоговые расчеты. Данный подход остается единственным рабочим способом обеспечения правовой определенности сторон, однако требует значительных временных и финансовых затрат на согласование документов.

О практических сложностях уменьшения покупной цены рассказали эксперты из юридической фирмы LGS Legal Services.

#Мнение_экспертов



L·G·S LEGAL SERVICES

Максим Левинсон

Управляющий партнер LGS Legal Services



L·G·S LEGAL SERVICES

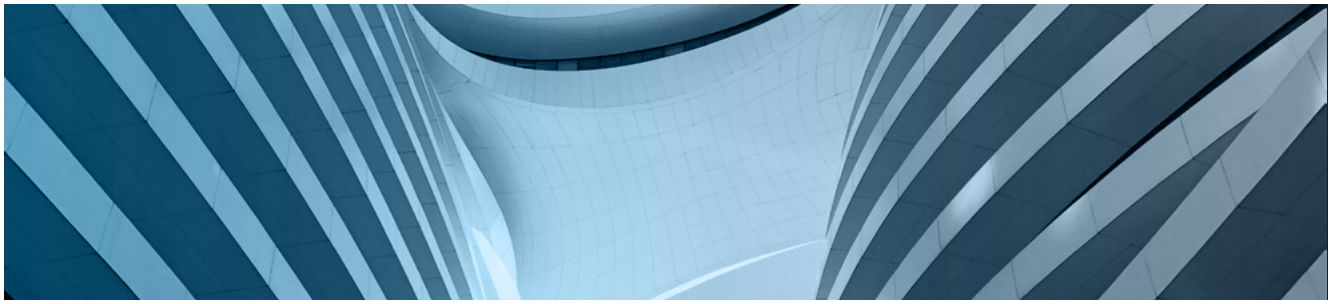
Александр Иванов

Юрист юридической фирмы LGS Legal Services

При рассмотрении акций/долей в качестве товара, не ясна корреляция института соразмерного уменьшения цены по ст. 475 ГК РФ и взыскания убытков за нарушение заверений об обстоятельствах и / или возмещения имущественных потерь. При буквальном толковании п. 1 ст. 475 ГК РФ соразмерное уменьшение цены должно исключать дополнительное взыскание убытков и само по себе обеспечивать полное возмещение покупателю.

Представляется, что в случае нарушения бизнес-заверений цена подлежит снижению на сумму убытков, рассчитываемых в качестве понижения стоимости акций / долей. При этом, видимо, должна учитываться сумма возмещаемых потерь, если суд допустит такое возмещение в качестве отдельной меры.

Что касается договорного уменьшения цены в соответствии с согласованной формулой, представляется нецелесообразным указывать в качестве элементов формулы цены убытки или имущественные потери, подлежащие возмещению продавцом. Элементами формулы обычно выступают экономические категории, которые могут быть объективно определены или верифицированы аудитором или экспертом без исследования правовых вопросов (например, вопроса о принятии покупателем меры к снижению размера убытков, исключения ответственности по причине «знания» покупателя о соответствующих дефектах или в силу иных положений об ограничении ответственности).



2.2 Подходы к митигации рисков, возникающих между подписанием и закрытием

Помимо рисков, выявляемых в ходе due diligence, существуют внешние обстоятельства, которые могут возникнуть в период между подписанием и закрытием сделки. В этот промежуток могут произойти непредвиденные события, за которые ни продавец, ни покупатель не несут ответственности по умолчанию. В связи с этим сторонам приходится особо тщательно согласовывать условия распределения таких рисков.

В сделках 2022-2024 гг. данные риски стали особенно актуальны в связи с общей неопределенностью рынка и увеличением периодов между подписанием и закрытием.

Для подобных ситуаций используются в том числе следующие специальные защитные механизмы:

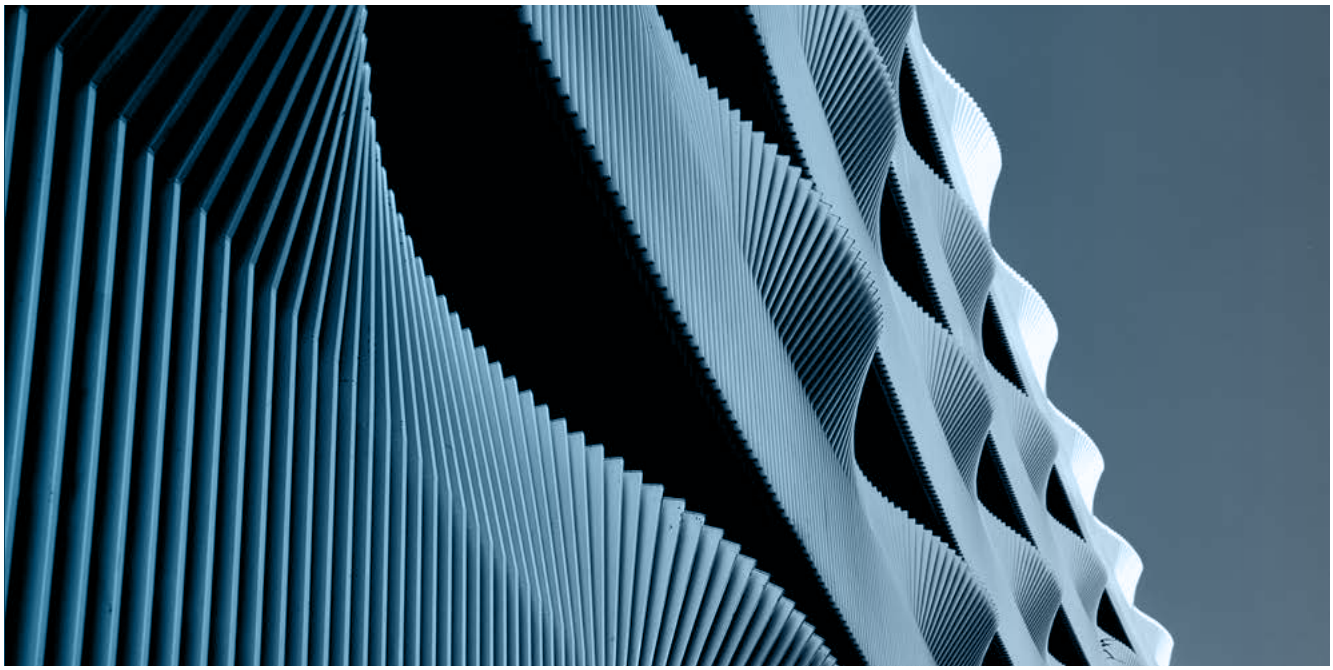
1. оговорка MAC (Material Adverse Change): позволяет отказаться от сделки при наступлении существенных неблагоприятных изменений. Инструмент становится все более востребованным, особенно с учетом появления новых видов рисков (санкционных, регуляторных и др.). В последнее время такие положения стали встречаться в документах по сделке чаще, чем раньше;

2. блокирующие положения: направлены на предотвращение одностороннего отказа от сделки. Хотя в случае умысла (что подтверждается судебной практикой) такие механизмы не работают, при отсутствии умысла они остаются эффективным инструментом защиты интересов сторон. В современных условиях участники рынка стремятся максимально ограничить возможности разворота сделки.

2.2.1 Право на выход из сделки как инструмент митигации рисков

В рамках сделок 2022-2024 гг. как и ранее существует расхождение интересов сторон сделки в вопросах права на выход до закрытия: продавцы традиционно стремятся ограничить возможности досрочного выхода покупателя, тогда как покупатели настаивают на предоставлении им определенной свободы в данном вопросе.

В период 2022-2024 гг. данное противоречие приобрело особую актуальность в условиях увеличения сроков между подписанием и закрытием сделки.
Вместе с тем до сих пор право покупателя на выход после закрытия сделки не является распространенной практикой в связи с рядом практических сложностей.





NIKOLSKAYA consulting

Ольга Ахмедшина

Старший юрист юридической фирмы Никольская Консалтинг

Вопрос права покупателя на отказ от сделки – до или после закрытия – неизменно становится точкой напряжения в M&A-переговорах, особенно когда продавец стремится к максимальной deal certainty. Как показывает практика, покупатели практически всегда пытаются зафиксировать для себя такую возможность **до закрытия**, но ее объем зависит от баланса сил за столом переговоров. Обычно право на отказ связано с нарушением продавцом **фундаментальных заверений или обязательств до закрытия**, раскрытием критически важных обстоятельств в дополнительном письме о раскрытии или наступлением MAC – отдельной горячей темы переговоров.

Опция отказа покупателя от сделки **после закрытия** – нечастый механизм, поскольку предполагает, что актив, уже перешедший под контроль покупателя, должен быть передан обратно продавцу. Если стороны все же соглашаются на такую структуру, им приходится заранее прописывать не только условия возврата, но и правила управления активом в этот промежуточный период, фактически создавая два параллельных SPA. Такая конструкция усложняет и затягивает переговоры, поэтому на практике большинство рисков, возникающих после закрытия, решаются иными инструментами.

Как отмечают эксперты LGS Legal Services, возврат актива возможен, но в ограниченных случаях, например при срыве закрытия сделки (если актив был передан до закрытия) и при выкупе миноритарной доли.

#Мнение_экспертов



L·G·S LEGAL SERVICES

Максим Левинсон

Управляющий партнер юридической фирмы LGS Legal Services

В нашей практике стороны стараются **избегать возврата продаваемого продавцу актива**, кроме как в случаях, когда закрытие сделки не состоялось, а также в сделках купли-продажи **миноритарной доли**, в рамках которых продавец продолжает контролировать актив (в таких случаях возврат акций / долей продавцу нередко является опцией продавца, которой он может воспользоваться при предъявлении покупателем претензий за нарушение заверений на существенную сумму).

Одним из популярных механизмов, позволяющих продавцу выйти из сделки до закрытия, является включение в транзакционные документы оговорок MAC / MAE.



L·G·S LEGAL SERVICES

Александр Иванов

Юрист юридической фирмы LGS Legal Services

Мы попросили экспертов ККМП прокомментировать основные юридические сложности в структурировании и правоприменении таких оговорок.



KKMP LEGAL

Андрей Липин

Старший юрист юридической фирмы ККМП

В широком смысле под оговоркой MAC / MAE (material adverse change / material adverse effect) можно понимать любые положения договора, позволяющие стороне выйти из сделки до закрытия ввиду наступления существенных негативных обстоятельств, **объективных и не зависящих от сторон**, но влияющих на сделку.

Такие оговорки могут быть сформулированы как право стороны на прекращение договора при наступлении таких обстоятельств, предварительное условие к закрытию в виде их ненаступления или иным образом. При этом в них необязательно используются термины MAC / MAE (или их аналоги на русском языке).

Кроме того, описаны такие обстоятельства могут быть с совершенно разной степенью абстрактности. Так, к таким обстоятельствам могут относиться (примеры из нашей практики):

- любое событие или обстоятельство, которое оказало или может оказать существенное негативное влияние на бизнес, финансовое положение, активы, результаты деятельности или перспективы таргета;
- существенное негативное воздействие на определенные активы таргета;
- выход таргета за пределы конкретных согласованных сторонами параметров финансовой и хозяйственной деятельности, включая снижение коэффициента платежеспособности таргета.

С 2022 г. на фоне внешнеполитических событий на некоторых сделках также стали появляться специфические оговорки MAC / MAE, адресующие новые риски сторон, включая:

- введение военного или чрезвычайного положения/объявление войны,
- Уничтожение или существенное повреждение производственных мощностей в результате чрезвычайных и непредвиденных происшествий (пожар, террористический акт и проч.), если это приводит к прекращению хозяйственной деятельности таргета во всех существенных отношениях или к необходимости восстановления производственных мощностей стоимостью выше согласованной суммы.

Разумеется, риск наступления подобных обстоятельств в первую очередь актуален для покупателя, поскольку он приобретает бизнес, который может быть чувствительным к таким обстоятельствам, при этом ощутимый эффект от них может наступить уже только после закрытия. Напротив, продавца, желающего в основном просто получить покупную цену на закрытии, как правило такие обстоятельства беспокоят в меньшей степени. Но, несмотря на это, если транзакционная документация и содержит такую оговорку, то чаще всего она для симметричности работает в обе стороны, давая право на выход как покупателю, так и продавцу.

Однако отметим, что, по нашим наблюдениям, даже в текущих относительно нестабильных глобальных условиях на российском рынке M&A, большинство сделок все же в принципе не предусматривают оговорку MAC / MAE. На наш взгляд, основной причиной этого является сложность в таком описании возможных обстоятельств, дающих право на выход, которое справедливо отражало бы распределение риска их наступления между сторонами, но в то же время не позволяло бы стороне оппортунистически использовать оговорку как повод для выхода из сделки, когда это вызвано утратой интереса к ней в отсутствие каких-либо существенных внешних изменений. Поэтому на таких сделках (которых, как упомянули выше, большинство) риск наступления таких обстоятельств до закрытия, по сути, несет продавец, а после – покупатель.

Дополнительно напомним, что ст. 451 ГК РФ уже содержит дефолтную норму, допускающую изменение или расторжение договора в связи с существенным изменением обстоятельств, которая функционально схожа с оговоркой MAC / MAE. Впрочем, в сделках M&A по российскому праву, независимо от того, предусматривает ли сама транзакционная документация свою оговорку MAC / MAE, стороны почти всегда прямым соглашением исключают применение данной статьи.

2.2.2 Блокировка условий выхода и оспаривания сделки

Часто стороны блокируют применение норм о качестве, выходе из сделки и ее оспаривании путем прямого указания на их неприменение в транзакционной документации. На практике, однако, такой подход может не сработать, если дело дойдет до рассмотрения спора в суде.

#Мнение_экспертов



Алексей Хнальков

Старший юрист юридической фирмы ККМП

Среди положений, блокирующих применение тех или иных способов защиты, можно отметить исключение норм ГК РФ о качестве товара в контексте предоставления продавцом заверений. В данном случае речь может идти как об исключении конкретного способа защиты, например соразмерного уменьшения покупной цены, так и полном неприменении ст. 469-477 ГК РФ. Необходимо при этом отметить, что в российском праве вопрос «выключения» гарантии качества и его пределов не является однозначным.

Также встречаются попытки ограничения покупателя в оспаривании договора купли-продажи на основании ст. 178 ГК РФ как сделки, заключенной под влиянием существенного заблуждения. Данный вопрос также является спорным с учетом превалирующей позиции об императивности норм ГК РФ об оспаривании сделок.

2.3 Сроки митигации рисков

#Результаты_опросов

В какой период времени приобретатели актива чаще всего проводили мероприятия по митигации выявленных рисков в период 2022–2024 гг.



По данным Опроса по аспектам due diligence

Как сроки, так и подходы к работе с выявленными рисками, в значительной степени зависят от множества факторов, включая отрасль, специфику сделки и переговорную позицию сторон.

По общему правилу, чем существеннее риск, тем более вероятно, что покупатель пожелает его устранения на как можно более раннем этапе.

В классическом сценарии существенные и критические риски либо приводят к отказу покупателя от сделки, либо устраняются до подписания обязывающей документации, либо включаются в соглашение в качестве предварительных условий (CP). Менее значительные риски могут быть урегулированы уже после закрытия. Вероятность материализации риска не имеет такого значения для сделки, хотя порой тоже может влиять на то, каким образом будет структурировано его «устранение» в транзакционной документации.

Другим существенным фактором является срок, в течение которого соответствующий риск может быть устранен: по общему правилу, чем более оперативно его можно «вылечить», тем более вероятно, что он будет устранен либо до подписания, либо хотя бы в период между подписанием и закрытием.

#Мнение_экспертов



LEVEL Legal Services

Леонид Эрвиц

Управляющий партнер юридической фирмы LEVEL Legal Services

Применение или неприменение принципа «не входим в сделку пока не будут устранены все существенные риски», как правило, зависит от степени желания покупателя приобрести актив, что, в свою очередь, на практике может быть в значительной степени обусловлено привлекательностью предлагаемой продавцом цены, а также от таких факторов как уровень толерантности покупателя к выявленным рискам и степень «зарегулированности» менеджмента покупателя на уровне внутренних политик в части возможности и особенностей принятия высокорисковых бизнес-решений.

На практике в большинстве случаев, если до подписания юридически обязывающих документов по сделке были выявлены риски, которые покупатель рассматривает **как действительно существенные**, то покупатель либо принимает решение **вовсе не заходить в сделку** (особенно если выявленные риски не только существенные, но еще и неустранимые), либо просит устранить данные риски **до подписания основного обязывающего документа по сделке**, либо (в случае если у покупателя более высокий уровень толерантности к рискам) настаивает на устранении существенных рисков в качестве **отлагательного условия** для закрытия сделки.

2.3.1 Митигация рисков в период между подписанием и закрытием

В период 2022-2024 гг. процесс митигации рисков довольно часто «завешивался» на период между датой подписания и датой закрытия, а сами мероприятия по митигации риска включались в документацию как отлагательные условия для закрытия сделки.

Так, в качестве отлагательных условий зачастую указывались получение таргетом различных разрешений (включая экологические), подтверждение прав на ключевые объекты недвижимого имущества, получение согласий от третьих лиц (например, кредитных организаций) на сделку и также вывод непрофильных активов из периметра сделки.

Темпоральные разрывы в сделках были как очень короткие (когда в рамках auction sale, например, предъявлялось требование к покупателю о получении им согласия ФАС РФ до подписания тран-

закционной документации в силу жесткой и сильной переговорной позиции продавца), так и очень длинные (когда документация подписывалась до предпродажной реструктуризации, которая выступала в качестве отлагательного условия по сделке, а также когда на сделку требовались согласия Подкомиссии, которые приходилось ждать существенно дольше, чем стороны предполагали).

Стороны и консультанты старались уменьшить эти сроки, в том числе путем качественной и оперативной реструктуризации перед продажей, но получалось это не всегда, в том числе по причинам, не зависящим от сторон (например, из-за третьих лиц - кредиторов сторон либо компании-таргета). Зачастую это приводило к более позднему подписанию документации.



L·G·S LEGAL SERVICES

Максим Левинсон

Управляющий партнер LGS Legal Services

В случаях, когда продавцы должны были предпринять какие-либо меры по митигации выявленных покупателем рисков или **осуществить предпродажную реструктуризацию таргета**, продавцы в подавляющем большинстве случаев **настаивали на подписании документации, которая обязывала покупателя совершить сделку при выполнении продавцом соответствующих предварительных условий**. Покупатели обычно настаивали на подписании обязывающей документации в целях получения **эксклюзивности** и твердого обязательства продавца по продаже актива.

В ряде случаев стороны договаривались о реализации мер по митигации рисков **до**



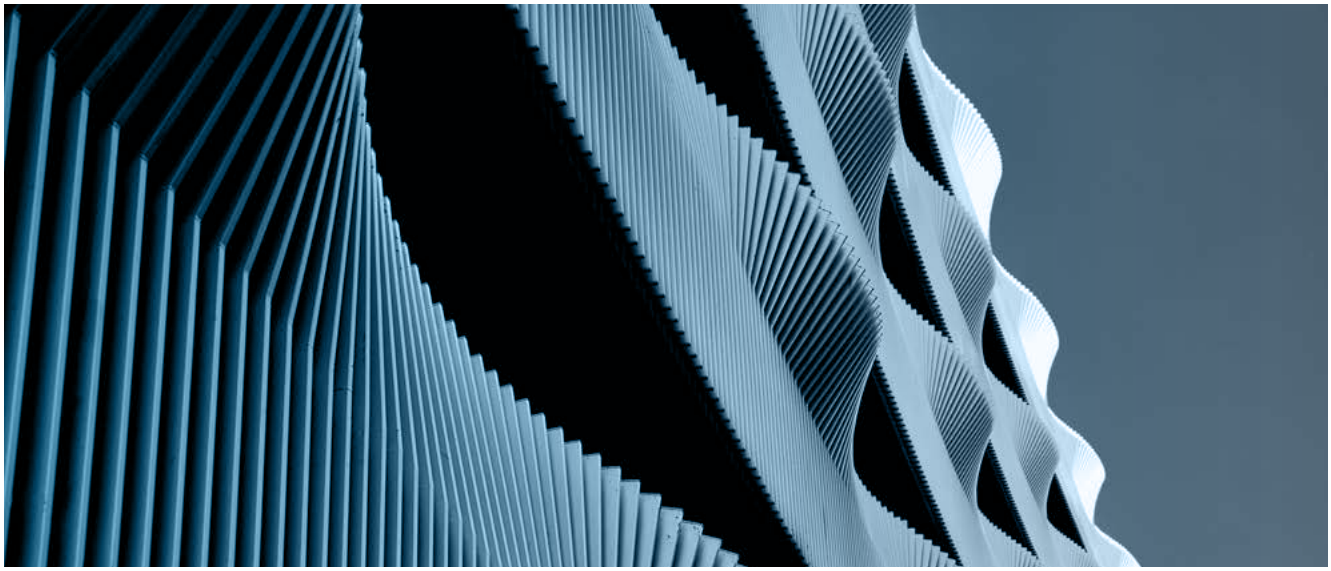
L·G·S LEGAL SERVICES

Александр Иванов

Юрист юридической фирмы LGS Legal Services

подписания обязывающей документации, если риски носили «критический» характер (например, уточнение статуса продавца («дружественный» / «недружественный) или таргета («стратег» / «не стратег»)), или если стороны хотели обеспечить конфиденциальность соответствующих вопросов.

Обычно стороны **стремятся избежать временного интервала** между подписанием и закрытием сделки или максимально сократить его, в том числе в целях сохранения актуальности оценки таргета и предоставленных заверений об обстоятельствах. При этом на сроки закрытия влияет продолжительность процедуры получения регулятивных согласий.



2.3.2 Митигация рисков в период после закрытия

В полноценно рыночных сделках митигация рисков уже после закрытия сделки встречалась довольно редко (скорее, в силу жесткого временного давления на стороны). Как правило, подлежащие устранению после закрытия риски касались только несущественных рисков. Примеры обратного очень редки, хотя и встречаются на практике (например, в сделках с earn-out).

Игорь Костенников подтверждает, что указанный подход был релевантен и в сделках 2022-2024 гг.

#Мнение_экспертов



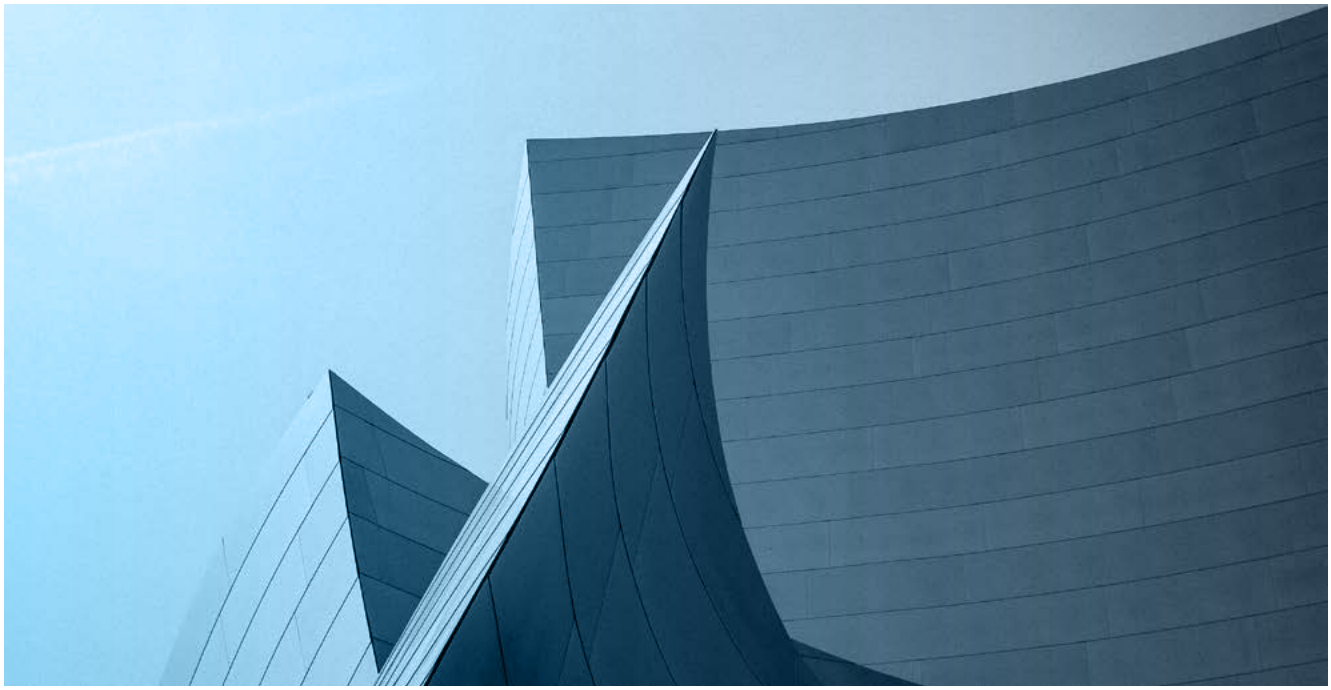
LEVEL Legal Services

Игорь Костенников

Советник юридической фирмы
LEVEL Legal Services

В указанный период мероприятия по митигации рисков, выявленных в ходе проведения due diligence, планировались на период после закрытия сделки к осуществлению силами покупателей, как правило, только если речь шла о **небольших рисках** или (в отдельных случаях) **о рисках средней значимости**.

В то же время в нашей практике встречался и следующий подход, который применяется **не так часто**: ключевые продавцы актива после закрытия сделки продолжили участвовать в управлении компанией, обеспечении достижения ею определенных KPI и при этом были обязаны обеспечить митигацию ряда выявленных рисков в согласованный сторонами срок. Структура платежей по договору включала в себя элемент earn-out выплат для таких продавцов, размер которых был поставлен в зависимость от достижения компанией согласованных **KPI, достигнуть которых будет крайне затруднительно**, если выявленные риски не будут устранены или митигированы.



Лучшие практики юридического структурирования сделок M&A

06



01 Подходы к структурированию сделок M&A

Авторы текста: Анастасия Нерчинская, Юлия Загорнова, Татьяна Невеева, Александр Панов



- В период 2022–2024 гг. в связи с введением санкций, включая запреты и ограничения на инвестиции лиц США и РФ в российские активы, существенно изменились подходы к совершению сделок M&A и выбору транзакционных механик.
- В этот период значительно преобладали сделки формата share-deal, большинство из которых совершалось в отношении таргетов в форме ООО, при этом увеличилось число сделок в отношении АО. Доля сделок по модели asset-deal была относительно невысокой.
- В 2022–2024 гг. существенная доля сделок M&A совершалась в один этап по модели cash-out с полной консолидацией актива или приобретением квалифицированного контроля.
- С конца 2023 г. наблюдается активный рост многоэтапных сделок, в том числе таких, в которых актив приобретает и финансирует единственный игрок, при этом отмечается увеличение периодов между подписанием и закрытием сделок.
- В связи с ростом стоимости заемного финансирования до уровня стоимости акционерного капитала в сделках периода 2023–I кв 2025 гг. стали чаще использоваться гибкие транзакционные механики с отложенным эффектом передачи титула и рассрочкой оплаты.
- С точки зрения фондирования сделок отмечается выраженный тренд на гибридное (комплексное) финансирование приобретений активов через привлечение как акционерного (в том числе внешнего) так и заемного капитала.
- В 2025 г. доля сделок, структурированных по модели cash-in + cash-out + внешний долг, будет увеличиваться.

Большинство M&A-экспертов, к которым мы обращались в ходе данного исследования, отметили, что в период 2022–2024 гг. процесс структурирования сделок сильно усложнился.

При сохранении преобладающей практики структурирования сделок в один этап (с немедленной передачей титула на актив и оплатой цены в полном объеме в момент закрытия сделки) с 2024 г. начал активно развиваться тренд на использование более гибких структур, позволяющих сторонам сблизить ожидания по оценке и оптимизировать механику расчетов, а покупателю – выиграть время для привлечения финансирования по более низкой стоимости.

В условиях 2022–2024 гг. даже финансово-устойчивые компании нуждались в долговом финансировании. Поэтому структуры с предварительным этапом cash-in стали особенно востребованными при приобретении активов, испытывающих финансовые затруднения и, особенно, – проблемных. Быстрая сделка по привлечению краткосрочных equity-инвестиций позволяет компаниям не только пережить трудные времена, но также оптимизировать долговую нагрузку и снизить давление на операционные потоки. В результате реструктуризации долга улучшается состояние бизнеса в целом и происходит смягчение риск-профиля таргета, что, в свою очередь, дает покупателю пространство для маневра при поиске более дешевого финансирования оставшейся часть сделки и балансировки оценки актива.

В ходе данного исследования мы проанализировали основные изменения в базовых структурах сделки, произошедшие за период 2022–2024 гг., а также попросили M&A-экспертов и налоговых консультантов рассказать о лучших практиках структурирования наиболее востребованных типов сделок.

1.1 Базовые структуры сделок

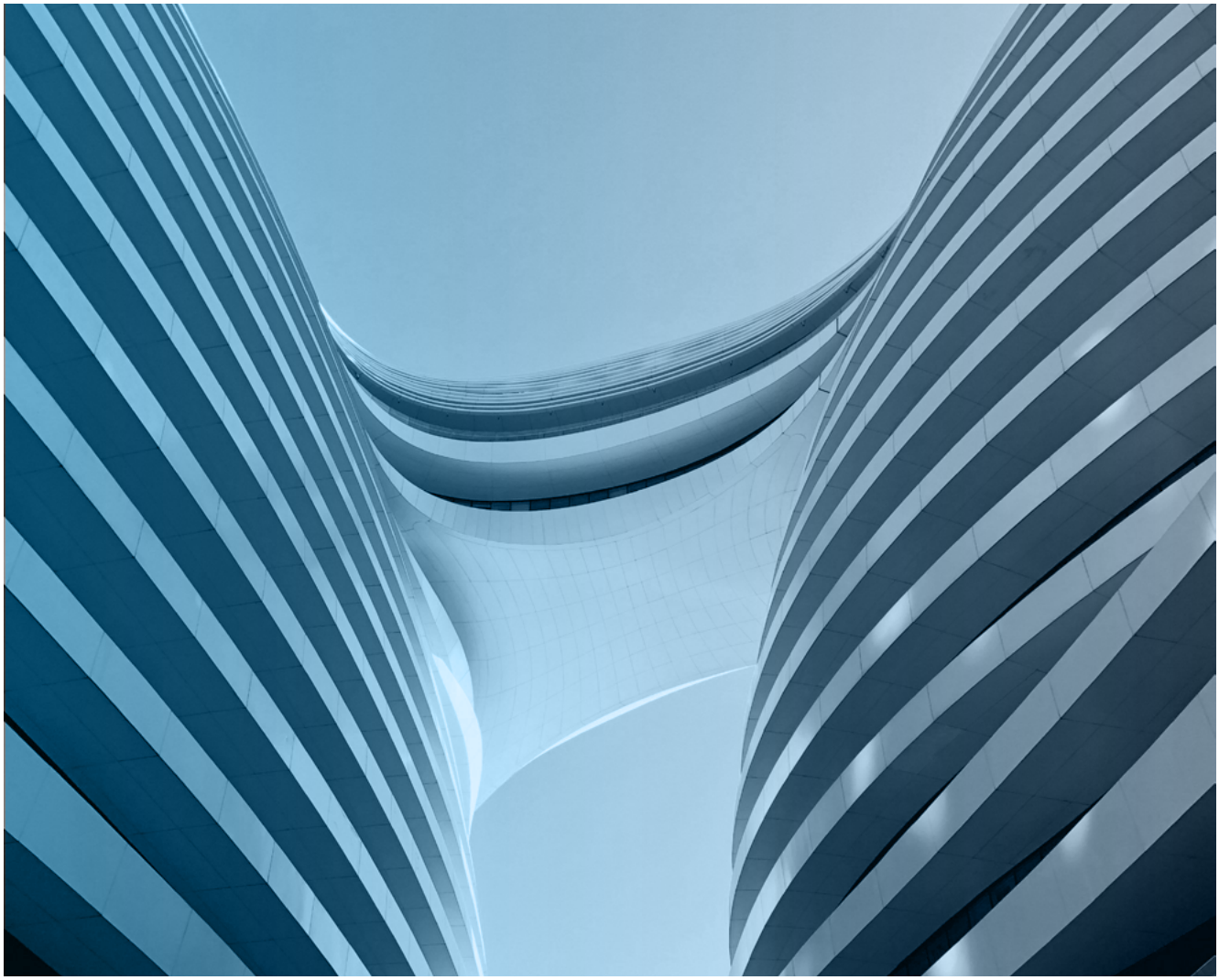
В процессе выбора и согласования структуры сделки M&A во внимание принимается множество факторов: периметр отчуждаемых активов и формат их приобретения (доли / акции или конкретные объекты имущества); статус договоренностей сторон по оценке бизнеса и прочим ценовым параметрам; источники финансирования сделки и объем свободных средств, доступных покупателю для оплаты цены или ее первой части; подходы к распределению рисков по итогам due diligence и момент их перехода к покупателю; текущее финансовое состояние таргета, необходимость реструктуризации долга компании и ряд других.

1.1.1 Ключевые факторы, повлиявшие на подходы к структурированию сделок

В период 2022–2024 гг. практически все игроки рынка M&A были вынуждены адаптироваться ко множеству новых внешних обстоятельств, находящихся вне сфере их контроля. Новые реалии регуляторной среды существенно повлияли на привычные подходы к структурированию сделок и практику использования транзакционных инструментов и механик. Ключевые из таких факторов это – введение масштабных международных санкций и принятие обширного контрсанкционного регулирования, а также проведение в 2024 г. налоговой реформы, затронувшей, в том числе, некоторые аспекты совершения сделок M&A.

Санкции и контрмеры

О том, как в период 2022-2024 гг. изменились подходы к структурированию сделок M&A в связи с введением санкций и принятием ответных контрсанкционных мер, рассказала **Татьяна Невеева**, управляющий партнер юридической фирмы VERBA LEGAL.





VERBA LEGAL

Татьяна Невеева

Управляющий партнер VERBA LEGAL

Особенности структурирования M&A-сделок в новом регуляторном поле

Введение санкций иностранных государств с одной стороны, и контрмер – с другой, существенным образом повлияли на структурирование сделок и на принципиальную возможность выбора ранее широко распространенных инструментов M&A, включая различные шаги по предпродажной подготовке активов.

США – запрет на «новые инвестиции»

В частности, в силу запрета на осуществление «новых инвестиций» в экономику Российской Федерации для лиц США невозможен cash-in от американских участников. Вопрос также возникает и при конвертации займа, выданного лицом США, в доли российского таргета – хотя Office of Foreign Assets Control (OFAC) прямо разъясняет неприменимость запрета на новые инвестиции к случаям конвертации депозитарных расписок в акции, в части конвертации долга в equity ясность отсутствует.

Если все данные действия осуществляются в рамках планируемой продажи российского актива, их можно квалифицировать как инвестиции «обычно случающиеся и необходимые» для выхода из последних[47]. В таком случае эти шаги не считаются подпадающими под запрет, однако на практике лицо США редко согласится в такой ситуации действовать без прямого разрешения OFAC.

ЕС – запрет на сделки с «новыми» ценными бумагами

Санкционный режим ЕС содержит ограничение иного рода, о котором не стоит забывать при структурировании сделок с участием традиционных холдингов в ЕС: европейцам запрещено продавать российским лицам ценные бумаги, номинированные в евро и выпущенные после 12 апреля 2022 г.[48] Данный запрет, очевидно, лишает стороны возможности структурирования сделок через cash-in от российского лица в условный кипрский холдинг. Можно вступать в длительные дискуссии относительно того, являются ли доли в традиционном Ltd. «ценными бумагами» с точки зрения применимого законодательства, но с учетом опять же риска уголовной ответственности в ЕС за обход санкций таких вариантов предпродажной подготовки актива или основного способа совершения сделки лучше избежать.

О запрете на сделки с «новыми» ценными бумагами с участием лиц ЕС необходимо помнить и при их структурировании через «дружественные» юрисдикции – лицо ЕС не сможет продать в пользу российского лица акции, например, Дубайского SPV, выпущенные после 6 августа 2023 г.[49]

Российские контрмеры – почти в каждой сделке с иностранным элементом

Разумеется, введение контрмер затронуло большинство сделок, в которых есть иностранный элемент, даже если они не касаются «выхода» иностранцев.

Во-первых, если сторона по сделке с российским активом является юридическим лицом, зарегистрированным по праву недружественного государства (тот же самый кипрский холдинг), но фактически опосредует участие российских лиц, сделка требует согласия Правительственной комиссии, если «недружественный» холдинг не задекларировали как КИК. На практике стороны, как правило, делали выбор в пользу раскрытия КИК даже с учетом рисков налоговой ответственности за неподачу уведомлений в

47 Ответ Office of Foreign Assets Control (OFAC) на вопрос №1054 (1054 | Office of Foreign Assets Control).

48 Ст. 5f (1) Регламента Совета ЕС №833/2014.

49 Там же.

предыдущие периоды, чтобы избежать длительной процедуры согласования сделки.

Во-вторых, даже если «недружественный» холдинг фактически контролируется российскими лицами, тот же самый cash-in в иностранное лицо, уставный капитал которого сформирован акциями, будет подпадать под действие Указа № 81[50] и требовать согласия Правительственной комиссии как сделка в отношении ценных бумаг между недружественным нерезидентом и резидентом.

Если же уставный капитал иностранного лица сформирован долями, вступает в действие Указ №126[51], которым в целом предусмотрен запрет на осуществление резидентами до 31.12.2025 г. без получения разрешений Банка России операций по оплате доли в нерезиденте.

С учетом изложенного, а также в свете широко сформулированных положений Указов № 618[52] и № 737[53], охватывающих все виды прямых и косвенных сделок с российскими активами, если в таких сделках на любом этапе участвуют недружественные нерезиденты, участникам M&A-рынка приходилось быть особо внимательным при подготовке в 2022–2024 гг. сделок с иностранным элементом.

Влияние налоговой реформы на сделки M&A

С 2025 г. вступили в силу изменения в налоговое законодательство (налоговая реформа 2025 г.), направленные на введение прогрессивной шкалы налогообложения по НДФЛ, повышение корпоративного налога на прибыль, введение ряда налоговых льгот для инновационных компаний и т.п.

Во второй половине 2024 г., в связи с ожидаемым увеличением размера налоговых последствий при совершении сделок M&A, физическими лицами, в первую очередь нерезидентами, было совершено рекордное количество сделок продажи российских активов. Как показали результаты опросов (см. график ниже), в 2025 г. физические лица будут значительно реже совершать сделки M&A, выступая на стороне продавцов активов.

#Результаты_опросов



62% респондентов ожидают в 2025 г. резкого сокращения доли сделок по продаже активов российскими гражданами, преимущественно проживающими за рубежом. Основной причиной этого является отмена льготы по НДФЛ, связанной с пятилетнем владением акциями / долями.

По данным Опроса юридических M&A-команд

Об основных изменениях налогового законодательства, которые могут повлиять на подходы к структурированию сделок M&A, рассказал **Андрей Шептий**, старший юрист налоговой практики юридической фирмы VERBA LEGAL.



50 Указ Президента РФ от 01.03.2022 N 81 «О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации».

51 Указ Президента РФ от 18.03.2022 N 126 «О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации в сфере валютного регулирования».

52 Указ Президента РФ от 08.09.2022 N 618 «Об особом порядке осуществления (исполнения) отдельных видов сделок (операций) между некоторыми лицами».

53 Указ Президента РФ от 15.10.2022 N 737 «О некоторых вопросах осуществления (исполнения) отдельных видов сделок (операций)».



VERBA LEGAL

Андрей Шептий

Старший юрист налоговой практики VERBA LEGAL

В качестве основных изменений налоговой реформы, которые влияют на структуры сделок и само их совершение, можно выделить следующие:

1. Освобождение по НДФЛ при продаже долей / акций при 5-летнем владении теперь могут применять только налоговые резиденты РФ и только в отношении прибыли в размере не более 50 млн руб. Ранее освобождение применялось вне зависимости от статуса налогового резидентства и размера прибыли от продажи долей / акций. Потенциально **это может привести к сокращению сделок в связи с увеличением налоговой нагрузки**.

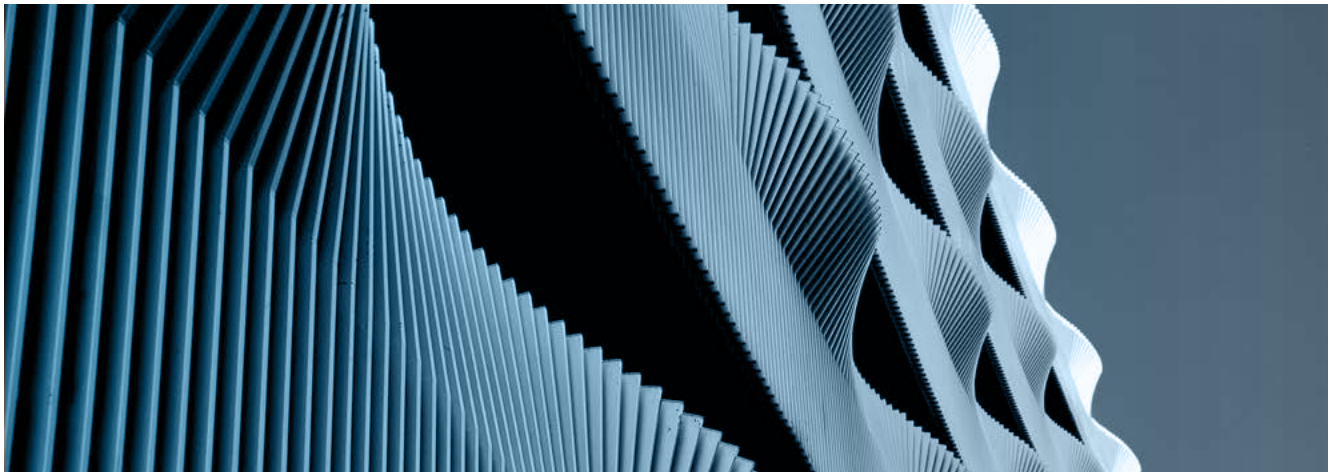
2. Вместе с тем важно обратить внимание, что увеличение **общей прогрессивной шкалы** ставок по НДФЛ (от 13% до 22%) **не повлияет на M&A-сделки**, так как к доходу от продажи долей / акций продолжит применяться ставка 13% / 15%.

3. С 2025 г. доход в виде **материальной выгоды** может возникнуть не только при приобретении ценных бумаг, но и при приобретении **долей участия**. Доходом в виде материальной выгоды признается экономия при приобретении ценных бумаг / долей участия. Обычно материальная выгода может возникать в случаях, если ценные бумаги / доли участия приобретаются **по пониженной стоимости или если в уставный капитал общества вносится имущество**, текущая рыночная стоимость которого превышает исторические затраты собственника на его приобретение.

Налоговая база по НДФЛ при получении дохода в виде материальной выгоды от приобретения ценных бумаг / долей участия определяется как **превышение рыночной стоимости ценных бумаг / долей участия над суммой фактических расходов налогоплательщика на их приобретение**. Рыночная стоимость ценных бумаг, по общему правилу, определяется на основе отчета независимого оценщика. Рыночная стоимость долей участия определяется по чистым активам.

Обычно налогооблагаемый доход в виде материальной выгоды может возникнуть в следующих случаях:

- внутригрупповая реструктуризация и «переброска» активов по номинальной стоимости;
- программы долгосрочной мотивации сотрудников, по условиям которых физические лица получают акции / доли по пониженной стоимости или безвозмездно;
- штрафные опционы;
- выкуп компании за долги и получение акций / долей по номинальной стоимости.



1.1.2 Сделки с долями или с активами

#Результаты_опросов

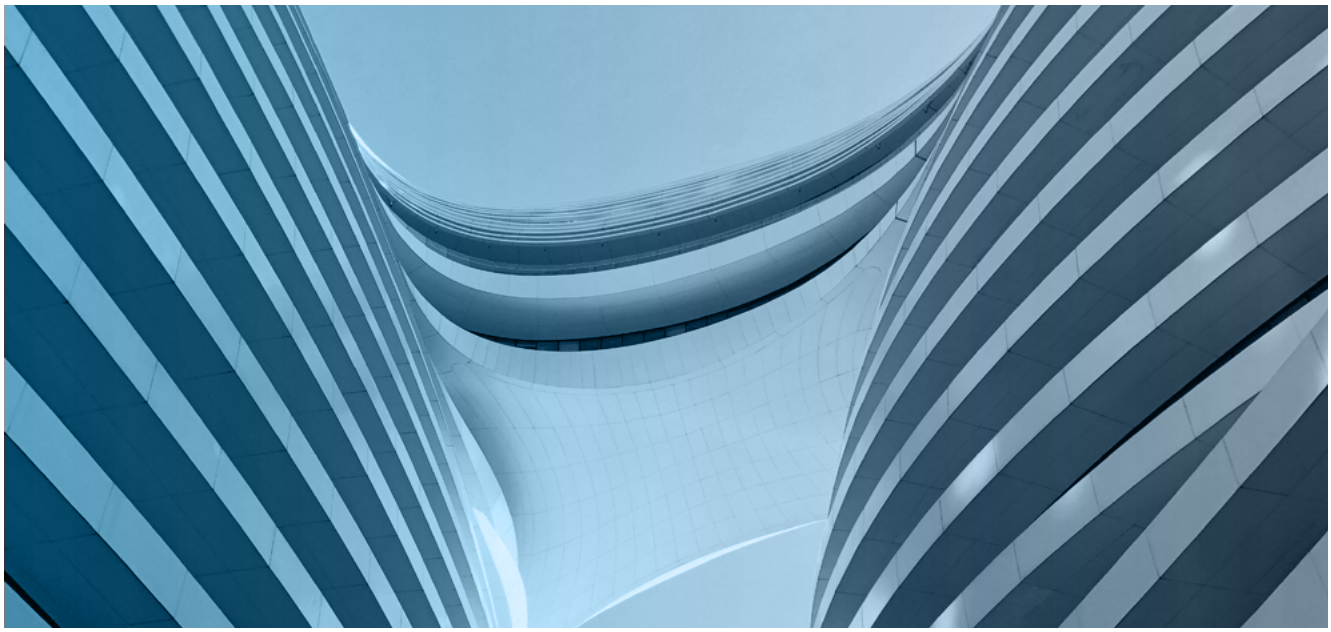
Способы приобретения бизнеса за период 2022–2024 гг.



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Как это видно из результатов опроса, в период 2022–2024 гг. сделки M&A чаще всего совершались **в формате приобретения долей / акций** (share deal), при этом преобладающей формой таргетов по-прежнему являлись компании в форме ООО.

Доля сделок с активами (asset-deals) в период 2022-2024 гг. являлась относительно невысокой – такие сделки совершали лишь **18%** респондентов. Это подтверждают и результаты Опроса индустриальных игроков (см. график далее) – **64%** респондентов, совершавших в этот период сделки M&A, не использовали модель asset-deal. При этом, как отмечает большинство (**62%**) респондентов Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов (см. график далее), доля сделок такого формата не изменилась по сравнению с периодом до 2022 г.



Совершали ли Вы в период 2022–2024 гг. сделки M&A в формате asset-deals?



- Нет
- Да, но в редких случаях
- Да, периодически
- Да, исключительно при совершении сделок-«выходов»

По данным Опроса индустриальных игроков

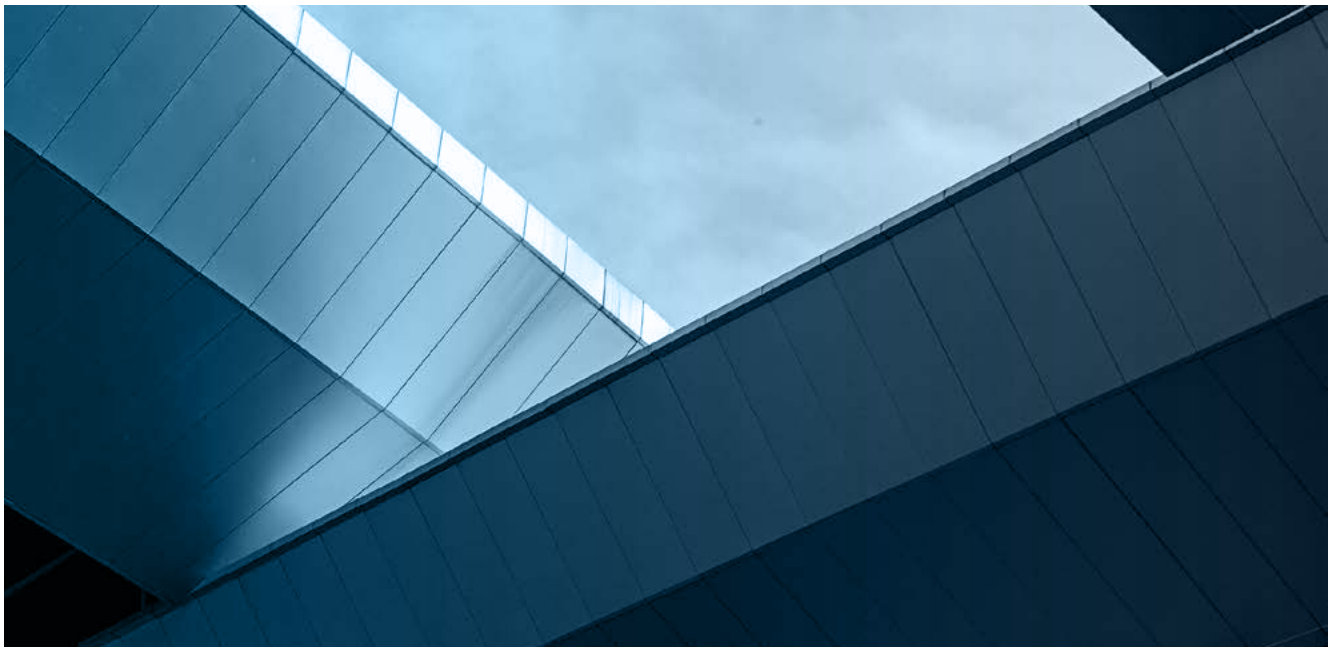
Изменилась ли за период 2022–2024 гг. доля сделок M&A, совершаемых в формате asset-deals



- Нет, осталась без изменения
- Да, выросла
- Да, сократилась

По данным Опроса IB, финансовых и M&A-игроков

Некоторые M&A-специалисты отмечают, что в период 2022–2024 гг. модель asset-deals рассматривалась при структурировании сделок-«выходов», в случае, если ключевыми активами бизнеса являлись объекты, «прямые» сделки с которыми, при буквальном толковании актов контрсанкционного регулирования, не требовали согласования с Подкомиссией, например, сделки с объектами интеллектуальной собственности. Однако, такие подходы к структурированию сделок-«выходов» сопряжены с высокими рисками обхода регуляторных требований, поэтому доля таких сделок, структурированных в формате asset-deal, в период 2022–2024 гг. была невысокой.



#Мнение_экспертов



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Asset-deals могут быть альтернативой приобретению акций / долей в случаях, когда в корпоративной структуре группы приобретаемого бизнеса (юридических лицах) выявлены **существенные финансовые, юридические или налоговые риски**, которые покупатель не готов принять, либо которые продавец отказывается раскрыть в рамках due diligence или процедуре раскрытия информации. Также сделки с имуществом могут иметь место, если приобретателю **интересен конкретный имущественный комплекс**, а не весь бизнес компании. В некоторых случаях стороны **в интересах скорости закрытия сделки** также могут заключить договор купли-продажи ключевых объектов имущества приобретаемого бизнеса (например, оборудования или запасов готовой продукции) и перевести персонал на новое юридическое лицо вместо покупки долей / акций.

Работающий бизнес не ограничивается набором конкретных видов активов, поэтому сделки формата asset-deal зачастую помимо продажи основного объекта имущества, также требуют перевода соответствующего персонала, клиентской базы, действующих контрактов и т.п. Эти мероприятия существенно усложняют процесс реализации сделки. Основной причиной низкой популярности такого формата сделок M&A являются существенные налоговые последствия (в первую очередь, в части уплаты НДС), связанные с отчуждением имущества или имущественных прав.

Однако, даже если сделка структурирована по модели продажи акций или долей (share-deal), но при этом таргет владеет недвижимостью, производственными мощностями и иными капиталоемкими внеоборотными активами, при определенных обстоятельствах она может быть переквалифицирована в asset-deal с применением соответствующих налоговых последствий. Мы попросили налоговых экспертов прокомментировать такие случаи и отметить факторы, увеличивающие указанные риски при структурировании сделок.

#Мнение_экспертов #Налоговые_аспекты



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Александр Чижов

Партнер налоговой практики Группы компаний Б1

Несмотря на некоторое снижение количества судебных споров в отношении переквалификации сделок с долями (акциями) в сделки по отчуждению активов соответствующих обществ, **риски подобной переквалификации необходимо учитывать в рамках структурирования сделок**. В частности, за последние 10 лет сформировался существенный набор судебных решений, в рамках которых суд поддержал налоговые органы в части применения общеуклонительных норм при переквалификации share-deal в assets-deal и начисления дополнительного НДС.

Снижение количества подобной практики в текущий момент, вероятно, является следствием осведомленности участников рынка о существовании данного налогового риска, и более тщательного подхода к выбору структуры сделки.



VERBA LEGAL

Андрей Шептий

Старший юрист налоговой практики VERBA LEGAL

Нам известно о наличии многочисленных отрицательных для налогоплательщиков примеров из судебной практики, когда налоговый орган предпринимал попытку переквалифицировать продажу компании, основным активом которой являлась, например, недвижимость, в прямую продажу этой недвижимости с доначислением сумм НДС (см., например, Постановления АС Волго-Вятского округа от 16.05.2017 г. № А39-1826/2016 по делу *Саранского приборостроительного завода*, АС Московского округа от 18.08.2015 г. № А40-209850/2014 по делу *АМК-Фарма*, АС Московского округа от 10.03.2015 г. № А40-96261/2013 по делу *Главного управления обустройства войск*, АС Московского округа от 19.09.2014 г. № А41-27711/2013 по делу *Истринского дорожного ремонтно-строительного управления*).

В обоснование переквалификации продажи долей / акций во вновь созданном обществе (SPV) в прямую продажу активов в упомянутых делах суды указывали следующее:

- общество, в адрес которого были переданы активы и доли которого в последующем продавались, вело деятельность непродолжительное время;
- налогоплательщик не имел инвестиционных и деловых целей при внесении вклада в уставный капитал вновь созданного общества, не рассчитывал на получение дивидендов от вложения имущества в учрежденную компанию;
- с момента учреждения и до момента реализации общество не вело активную экономическую деятельность;
- налогоплательщик, передавший имущество в уставный капитал вновь созданной компании, до реализации доли во вновь созданной компании продолжал нести бремя расходов по обслуживанию переданных активов.

В последнее время соответствующая практика отсутствует. Мы полагаем, что для этого есть 2 причины: (i) налогоплательщики понимают, что подобные структуры сопряжены с высокими налоговыми рисками переквалификации сделки купли-продажи долей / акций в куплю-продажу активов и доначислением НДС, (ii) большинство налоговых споров на сегодняшний день разрешаются на досудебной стадии, в связи с чем все меньше налоговых кейсов становятся общедоступными.

Также отдельно отметим, что при продаже asset-rich бизнесов налоговые органы уделяют пристальное внимание правильности расчетов недвижимости в активах таргета в том случае, если налогоплательщик применяет ставку 0% по налогу на прибыль при продаже долей / акций в соответствии со ст. 284.2 НК РФ.

1.1.3 Одноэтапные и многоэтапные сделки

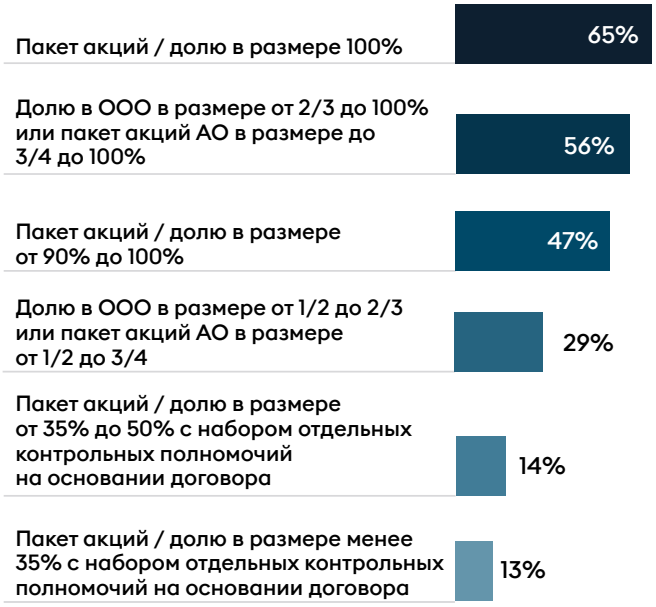
#Результаты_опросов

Как показали результаты опроса, в период 2022–2024 гг. существенная доля сделок M&A совершалась в один этап на основании договора купли-продажи акций или долей по модели «распорядительной» сделки. При этом покупатели не получали опционы на увеличение своей

Как совершались сделки M&A в 2022–2024 гг. – в один этап или несколько?



Какую долю (в %) выкупали приобретатели по одноэтапным (разовым) сделкам в 2022–2024 гг.?



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

доли в активе. Большинство таких сделок предполагало либо полную консолидацию актива (выкуп 100% доли), либо приобретение доли, предоставляющей полномочия квалифицированного контроля.

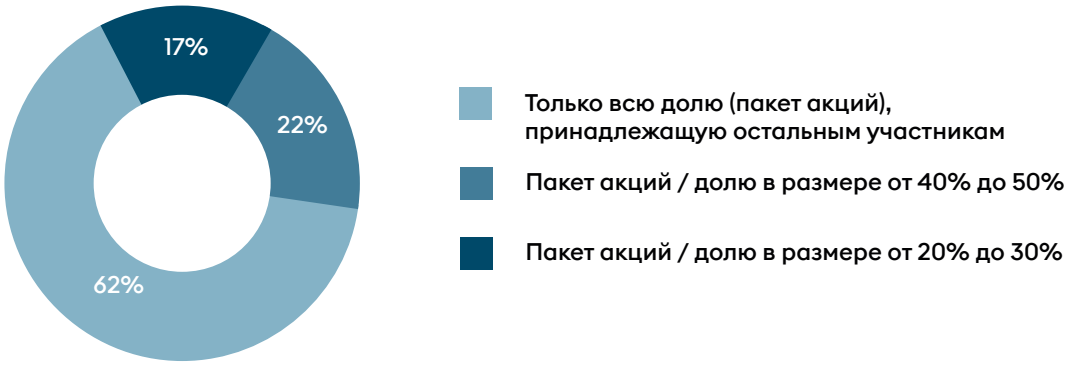
Значительно меньшее число одноэтапных сделок предусматривали выкуп части актива, предоставляющего покупателю права простого большинства голосов (простого контроля) без возможности увеличения доли на основе опциона-колл. Часть сделок с такой структурой могла совершаться в рамках выкупа доли лидирующего партнера по СП, в результате чего приобретатель консолидировал владение активом.

Небольшая доля сделок предусматривала выкуп неконтролирующих пакетов участия в активе, в результате чего приобретатель становился основным (контролирующим) владельцем бизнеса. Такие сделки могли быть совершены покупателем либо в формате реализации опциона-колл, заключенного в период до 2022 г., либо в рамках новой автономной сделки, если миноритарный партнер принимал решение о выходе из проекта в период 2022–2024 гг. При этом отдельные контрольные полномочия, принадлежащие выходящему партнеру на основании корпоративного договора, либо «переносились» на покупателя, либо, в случае консолидации доли на приобретателе, в них отпадала необходимость.

Как показали результаты опросов (см. график выше), сделки в несколько этапов в течение указанного периода совершали в среднем **20%** респондентов. Однако с конца 2023 г. и по настоящее время (конец II кв. 2025 г.) существенно возросла доля многоэтапных сделок, совершаемых с использованием различных инструментов с отложенным эффектом передачи титула. Основными предпосылками роста числа таких сделок является увеличение стоимости заемного финансирования практически до уровня стоимости акционерного капитала. Это существенно ограничило доступ покупателей к M&A-кредитам и сделкам по модели LBO, а также стало причиной переориентации на сегмент частного акционерного капитала и предпочтения многоэтапных структур сделок, позволяющих «растянуть» оплату цены.

#Результаты_опросов

Размер доли, которую приобретатели резервировали по опциону-колл на будущее при совершении многоэтапных сделок в 2022–2024 гг.



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Как показали итоги опроса, большинство многоэтапных сделок приобретения активов, закрытых в период 2022-2024 гг., предоставляли покупателям право **полной консолидации** актива в течение определенного периода времени после закрытия первого этапа сделки.

1.1.4 Модели cash-in, cash-out и их комбинации

#Результаты_опросов

Какие типы структурирования сделок преобладали в период 2022–2024 гг.?



По данным опроса IB, финансовых и M&A-консультантов

Модель cash-out

Результаты опроса показали, что в период 2022-2024 гг. большая часть сделок M&A совершалась по **модели cash-out**. Эта структура не предполагает финансирования приобретаемого актива, а цену сделки получает не компания, а напрямую продавец (текущий владелец актива). При этом, за исключением смены личности владельца соответствующей доли, структура и размер акционерного капитала таргета не изменяются.

Это полностью соответствует тренду периода 2022–IV кв. 2023 гг., связанному с преобладанием сделок (преимущественно, одноэтапных) по выкупу активов стратегическими приобретателями. В начале анализируемого периода многие крупные игроки на момент закрытия сделок располагали необходимой суммой в полном объеме, и, в отсутствие существенных разногласий по величине оценки, модель cash-out являлась эффективным решением для обеих сторон.

Гибридный формат

С начала 2024 г. на фоне роста доли проблемных активов фокус интереса финансовых инвесторов начал смещаться **в сторону миноритарных вложений в акционерный капитал (equity)**. А на стороне стратегических приобретателей наметился переход к **гибридным моделям** структурирования сделок, предусматривающим как часть cash-out, так и обязательный элемент cash-in, а также долю внешнего заемного финансирования.

До 2022 г. случаи использования стратегическими покупателями гибридной модели структурирования сделки нередко ограничивались ситуациями рефинансирования («расшивки») займов перед текущими владельцами актива, выходящими из бизнеса. Погашение займов перед связанными сторонами является обычной практикой в сделках M&A, такие мероприятия часто включаются в транзакционную документацию в качестве отлагательных условий закрытия сделки.

#Мнение_экспертов



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Елена Цатурова

Руководитель группы консультирования по сделкам M&A и реструктуризации бизнеса Группы компаний Б1

Расшить акционерные долги до сделки считается хорошей практикой, на это даже дается отдельное время между подписанием и закрытием сделки.

#Мнение_экспертов



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Елизавета Кокорева

Партнер практики финансовой экспертизы и сопровождения сделок Группы компаний Б1

В базовом сценарии долговые обязательства включаются в чистый долг, а чистый долг вычитается из цены сделки. В том числе в чистый долг включаются и все долги перед связанными сторонами, за исключением операционной задолженности, образовавшейся в ходе обычной деятельности (normal course of business). На этапе структурирования сделки стороны решают, что делать с каждым долговым обязательством. Обычно долг перед **связанными сторонами закрывают тем или иным образом до сделки**, это наиболее безопасный вариант для покупателя. Но бывают и другие структуры, если погашение долга сложно осуществить. В любом случае до сделки критично согласовать детальный подход к каждому балансу расчета со связанными сторонами, не только к займам полученным, но и к займам выданным.

В случае необходимости «выкупа» акционерных займов, при наличии у таргета оптимальной структуры капитала и отсутствии финансовых проблем, более эффективным решением могло быть предоставление стратегическим покупателем приобретаемой компании нового займа. Соответствующая сумма вычиталась из общей цены сделки, выплачиваемой продавцу по модели cash-out. О юридических аспектах такой структуры сделки рассказал **Андрей Липин,** старший юрист юридической фирмы ККМП.



Андрей Липин

Старший юрист юридической фирмы ККМП

Гибридная модель (cash-out + cash-in) может предусматривать предоставление покупателем финансирования компании не только в форме вклада в уставный капитал или имущество, но **и возвратного заемного финансирования**.

Например, в одной сделок, которые мы сопровождали, **параллельно с выкупом контрольной доли** участия продавца в компании покупатель также предоставил компании заем, который был в полном объеме использован **для погашения существующей задолженности компании перед продавцом**. С другой точки зрения, с учетом целевого характера финансирования, этот компонент сделки можно воспринимать не как cash-in, т.е. инвестирование покупателем в приобретаемую компанию, а, скорее, как выкуп дебиторской задолженности продавца.

Однако нужно понимать, что такая структура сделки в любом случае влечет за собой **дополнительные сложности и риски**, в первую очередь для покупателя. Так, важно обеспечить не только одномоментность обмена встречными предоставлениями в рамках сделки купли-продажи (деньги против доли / акций), но также и синхронизировать закрытие сделки с предоставлением покупателем финансирования и его направлением на погашение задолженности компании перед продавцом.

В противном случае может сложиться ситуация, в которой покупатель профинансировал компанию, но ее участником не стал или же, наоборот, продавец вышел из компании, но не получил возврат своего исторического акционерного займа. Конкретно в нашем случае, для адресации такого риска, помимо соответствующих положений транзакционной документации, был использован также залог приобретаемой доли в пользу покупателя в обеспечение возврата предоставляемого компании займа.

Кроме того, необходимо учитывать, что предоставляемый покупателем заем (и, соответственно, погашаемая за его счет задолженность перед продавцом) хоть и может коммерчески восприниматься как часть встречного предоставления продавца, не является таковым юридически. В частности, формально такой заем не является частью покупной цены в рамках сделки купли-продажи. Это, в свою очередь, **снижает потенциальный размер ответственности продавца** (по сравнению со структурой, когда такая сумма займа была бы частью покупной цены), поскольку максимальный размер такой ответственности как правило ограничивается размером именно покупной цены по договору купли-продажи.

Также, в случае недостоверности заверений продавца, с меньшей покупной ценой покупатель недополучит часть возмещаемых ему сумм в виде соразмерного уменьшения покупной цены в соответствии со ст. 475 ГК РФ (если стороны не исключили такую возможность в договоре), а также и в виде убытков (если для их расчета будет использована покупная цена по договору, что является преобладающей практикой)»

В условиях ограниченного доступа к заемному финансированию многие покупатели стали испытывать дефицит ликвидности и были вынуждены **чаще привлекать сторонние equity-инвестиции** для целей погашения долга и оптимизации структуры капитала актива или самостоятельно финансировать акционерный капитал таргета.

В 2025 г. доля сделок, структурированных на основе комбинации механик **cash-in и cash-out, а также внешнего долга, будет расти.** Даже на фоне снижения ключевой ставки до уровня 20% для многих игроков в текущих условиях стоимость заемного капитала по-прежнему является «заградительно» высокой, что требует поиска альтернативных источников финансирования.



Аверта Групп

Алексей Шаров

Управляющий партнер «Аверта Групп»

В 2025 г. M&A-активность будет поддерживаться за счет стратегических и финансовых инвесторов, способных профинансировать сделку за счет «equity». Использование долгового финансирования сейчас стоит дорого, инвесторы стараются его не использовать. Возможен рост сделок со структурами, предполагающими отсрочки, earn-out либо долг в формате квази-equity (мезанины).

«В 2025 г. многие эксперты ожидают увеличение числа сделок, структурируемых по модели cash-in + cash-out + внешний долг. При этом на стороне провайдеров equity-инвестиций будут чаще выступать внешние финансовые инвесторы».

Модель cash-in

Сделки, совершаемые **исключительно по модели cash-in**, не характерны для стратегических инвестиций. Это – классический транзакционный формат для финансовых (миноритарных) инвестиций, включая сегмент венчурного капитала. Доля сделок, совершаемых только по модели cash-in в течение периода 2022-2024 гг. была крайне низкой. В текущих условиях частные инвесторы предпочитали размещать свободные средства в менее рискованных инструментах с сопоставимой доходностью.

#Мнение_экспертов



Gardiner Resources

Владимир Селезнев

Директор IB и M&A-консультанта Gardiner Resources

Если сравнивать с рынком до 2022 г., видно **снижение доли сделок, совершаемых исключительно по модели cash-in**. Основная причина – повышение процентных ставок, из-за которого доходность депозитов стала конкурировать с equity-инвестициями. В результате инвесторы стали менее охотно входить в капитал через cash-in, что вынуждает собственников компаний предлагать сделки cash-out или гибридные структуры по более привлекательной, заниженной оценке.

1.2 Актуальные подходы к юридическому структурированию сделок

В период 2022-2024 гг. **изменились подходы к юридическому структурированию сделок M&A.** При сохранении преобладающей практики структурирования сделок в один этап (с немед-

ленной передачей титула на актив и оплатой цены в полном объеме в момент закрытия сделки) с 2024 г. начал активно развиваться тренд на использование **более гибких структур**, позволяющих сторонам сблизить ожидания по оценке и оптимизировать механику расчетов, а покупателю – выиграть время для привлечения финансирования по более низкой стоимости.

В период 2024 – I кв. 2025 гг. покупателям активов все чаще приходилось привлекать финансирование из альтернативных источников. Не у всех игроков была возможность быстро аккумулировать полную сумму свободных средств, в том числе в связи с сокращением объема ликвидности в результате приобретения активов в период 2022-2024 гг.

Для привлечения финансирования стратегические покупатели, помимо подачи заявок на предоставление M&A-кредитов, стали чаще обращаться к частным инвесторам.

Состав участников сделок стал более широким, что стало одной из причин усложнения транзакционного процесса.

1.2.1 Тренд на комплексные юридические структуры сделок

В связи с привлечением финансирования от стейкхолдеров с различными стратегическими интересами и набором правомочий, сделки стали чаще структурироваться в несколько этапов с интервалом от нескольких месяцев до 1-3 лет. Первый этап сделки обычно предполагает предоставление таргету equity-инвестиций со стороны финансовых инвесторов (или их синдиката), а также выкуп (cash-out) стратегическим инвестором существенной доли у владельца бизнеса. На втором этапе стратегический покупатель может выкупить долю фаундера, а позже – доли финансовых инвесторов, либо те продадут ему доли через реализацию опционов-пут.

Ужесточение условий LBO-модели

В текущих макроэкономических условиях банки чаще стали одобрять предоставление крупному игроку кредита на покупку бизнеса, только при условии предварительного привлечения инвестиций в акционерный капитал таргета в целях поддержания операционных потоков и стабилизации оборотного капитала. Дополнительные equity-инвестиции служат банкам некой гарантией того, что приобретаемый актив или финансируемый проект будет развиваться без существенных отклонений от бизнес-плана и сможет обслуживать полученный кредит.

При этом в текущих условиях банки ужесточили требования к доле собственного капитала в структуре финансирования таргета[54], а также к пакету ковенантов.

Совместное финансирование сделки без кредитного «плеча»

Если M&A-кредит на приобретение актива не доступен покупателю в необходимом объеме, он вынужден привлекать под сделку частный капитал со стороны **внешних** финансовых equity-инвесторов. Совокупный размер доли финансовых инвесторов, как правило, **не превышает контрольного пакета**. Приобретение контролирующей доли в активе покупатель зачастую финансирует **самостоятельно**. При этом стратегический инвестор может выкупить у продавца по cash-out контролирующую долю **с отложенной оплатой** (на условиях earn-out или рассрочки), с одновременным входом финансовых инвесторов, предоставляющих ликвидность на поддержание и масштабирование деятельности.

Источники и параметры equity-инвестиций

В рамках комплексной сделки дополнительные equity-инвестиции предоставляет либо

> «Таким образом, в период 2022–2024 гг. сделки M&A все чаще структурировались в несколько этапов с обязательным элементом cash-in в рамках единой сделки. Особенно часто подобные структуры использовались при приобретении активов с повышенной долговой нагрузкой, в том числе по модели LBO».

54 До 2022 г. банки при выдаче M&A-кредита, обычно руководствовались правилом 30 : 70, предполагающим, что заемщик должен профинансировать собственными средствами как минимум 30% от суммы сделки.

стратегический покупатель, прямо или косвенно финансируя акционерный капитал таргета по модели cash-in, либо внешний **финансовый инвестор** (или группа соинвесторов), привлеченный покупателем, нередко по итогам согласования с кредитующим банком. В некоторых случаях equity-инвестиции может предоставить текущий кредитор по долговому финансированию, если у него есть соответствующий мандат.
При финансировании сделки силами стратегического покупателя (без привлечения сторонних инвесторов) обычно используется **комбинация долга и акционерного капитала.** При этом в переговорах с продавцом покупатель в любом случае будет настаивать на гибком графике оплаты цены сделки, чтобы выиграть время и для целей уплаты оставшейся части цены привлечь финансирование из альтернативных источников по более низкой стоимости.

Как правило, такие «предварительные» инвестиции в акционерный капитал носят **краткосрочный характер** (не более 2-4 лет). Финансовый инвестор обычно приобретает **небольшую долю** в капитале (как правило, в размере 25-30%), не принимает участия в операционном управлении активом, сохраняя при этом право вето по ряду стратегических вопросов, а также обеспечивает опции выхода из сделки и возврата доходнодности.

В случае **успешной реализации** проекта equity-инвестор может продать свою долю контролирующему акционеру, например, путем реализации **опциона-пут**, по цене, учитывающей ожидаемую доходность на инвестиции. В случае, если компания планирует IPO, финансовый инвестор получает выгоды от участия в «equity-story» актива и может увеличить долю с дисконтом к цене размещения. При этом стратегический инвестор также обычно имеет опцион на выкуп доли финансового инвестора, например, на случай, если ему удастся привлечь более дешевое финансирование до окончания срока действия опциона-пут инвестора.

С точки зрения **размера** возврата на инвестиции финансовые инвесторы могут проявлять интерес к таким проектам при условии, что им будет обеспечена приемлемая доходность с учетом уровня риска, который в данном случае, выше, чем при размещении средств в инструменты с фиксированной доходностью. Частные инвесторы, в отличие от участников банковской системы, могут позволить более высокий уровень риска. Стоимость акционерного капитала в этом случае также возрастает. Но, в отличие от заемного капитала, акционерное финансирование по-прежнему остается более доступным, хоть и более дорогим.

1.2.2 Особенности структурирования многоэтапных сделок

Как упоминалось ранее, в период 2023–I кв. 2025 гг. фокус сместился в сторону использования структур, позволяющих покупателю актива: (i) **обусловить размер цены достижением определенных показателей** (например, путем использования механики earn-out), либо (ii) **отсрочить часть платежа без дополнительного вознаграждения.**

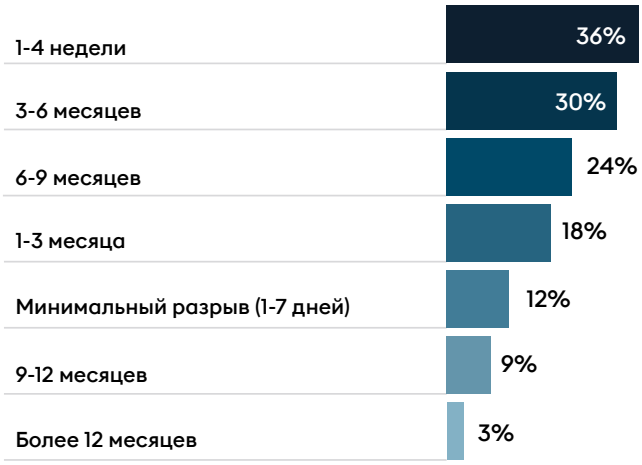
Это **существенно усложняет как состав, так и содержание транзакционной документации**, требует синхронизации множества юридических-значимых обстоятельств.

В рамках комплексной сделки по модели LBO с участием стратегического и финансовых инвесторов самостоятельного юридического структурирования требуют как минимум **следующие элементы**[55]: **(i)** часть cash-in стратегического покупателя, если он, помимо сделки cash-out, инвестирует средства в актив; **(ii)** часть cash-out покупателя, обеспечивающая приобретение покупателем крупной доли уже на первом этапе сделки; **(iii)** часть cash-in одного или нескольких финансовых инвесторов; **(iv)** опционная «обвязка» в отношении долей всех участников таргета, включая миноритарную долю фаундеров, если сделка предполагает механику earn-out; **(v)** предоставление кредита и обеспечения; **(vi)** вопросы корпоративного управления как внутри актива (на основании корпоративного договора), так и с финансирующим банком (на основании квази-корпоративного договора).

При участии в такой сделке пула финансовых инвесторов набор транзакционной документации существенно усложняется. Появляется несколько equity-сделок, более комплексным становится корпоративный договор и правила совместного управления активом.

55 Здесь описана типовая (базовая) структура сделки M&A, финансируемая по гибридной модели. На практике возможны ее различные вариации.

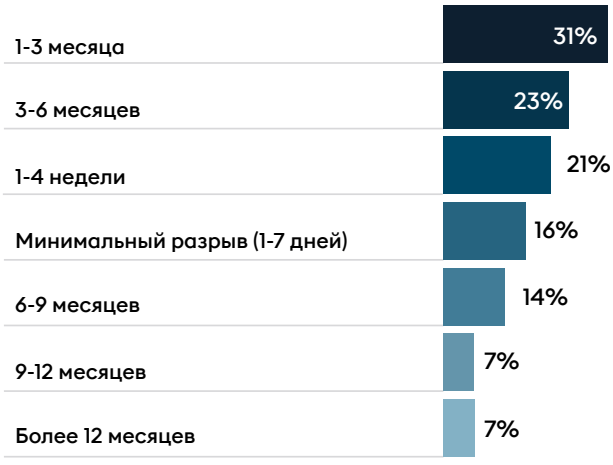
Наиболее частый временной разрыв между подписанием и закрытием сделок* в период 2022–2024 гг.



Без учета сделок-«выходов»

По данным Опроса индустриальных игроков

Наиболее частый временной разрыв между подписанием и закрытием сделок* M&A в период 2022–2024 гг.



С учетом сделок-«выходов»

По данным Опроса в профильных телеграм-каналах

Отлагательные условия и рамочные договоренности

Как показывают результаты опросов, доля сделок (как связанных с выходом иностранных инвесторов, так и нет), с **минимальным** разрывом во времени (не превышающим 1 неделю) между датами подписания основной транзакционной документации и закрытием сделки в период 2022-2024 гг. **была крайне невысокой.** Средний период между указанными датами составлял **порядка 2-4 месяцев** по всем типам сделок M&A, предполагающим смену контроля.

Это свидетельствует о том, что даже в рамках одноэтапных сделок, число которых в указанный период было достаточно высоким, в условиях высокой неопределенности стороны стремились **максимально быстро подписать юридически-обязывающую документацию.** Мероприятия по митигации рисков, реструктуризации долга, «расшивке» акционерных займов, установлению статуса контрагента с точки зрения санкционного и контрсанкционного комплаенса и т.п. чаще всего проводились в период после подписания основных документов по сделке и обуславливали ее закрытие.

В таких случаях важно правильно выбрать **договорную модель, позволяющую обеспечить отложенный обусловленный эффект передачи титула** на доли или акции. С учетом того, что большая часть сделок по-прежнему совершается в отношении таргетов в форме ООО, такие конструкции могут быть сопряжены с рядом практических сложностей.

Существует несколько юридических моделей структурирования рамочных договоренностей при продаже активов, обеспечивающих отсроченный распорядительный эффект. У каждой из них есть преимущества и недостатки, универсального решения не существует. При этом большое значение при выборе оптимальной структуры имеет уровень доверия между участниками сделки, а также зависимость сделки от внешних факторов, не контролируемых сторонами (например, получение регуляторных одобрений или согласия банка на предоставление кредита).

Наиболее часто (особенно на стороне покупателей активов) для этих целей используются конструкция, сочетающая «обязательственную» и «распорядительную» сделки[56], а также ее адаптация к модели опционного договора[57]. Все остальные форматы структурирования такого рода договоренностей (включая модель предварительного договора купли-продажи акций или долей) используются на практике **значительно реже.**

О лучших практиках и особенностях структурирования сделок M&A с существенным интервалом между датами подписания и закрытия сделки рассказал **Валериан Мамагеишвили,** старший юрист юридической фирмы ККМП.

56 Механика, предусмотренная абз. 3 п. 11 ст. 21 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» № 14-ФЗ от 14.02.1998.

57 Ст. 492.3 ГК РФ.



KKMP LEGAL

Валериан Мамагеишвили

Старший юрист юридической фирмы ККМП

Договорные конструкции структурирования временного разрыва в сделках M&A

По российскому праву на практике разрыв во времени между подписанием и закрытием структурируется за счет одной из следующих конструкций. Ниже будут выделены только ключевые соображения по каждой из конструкций.

1. Наиболее популярной на практике конструкцией является заключение **«рамочного» и «распорядительного» договоров** (распорядительный договор применим только к сделкам с долями).

   Вопрос **о форме рамочного договора** вызывает практические споры. Хоть буквальное прочтение закона позволяет сделать вывод, что обязательственный рамочный договор не требует нотариальной формы, все же на практике часть юристов придерживается консервативного подхода и настаивает на нотариальной форме. Да и клиенты часто занимают «safe side» и соглашаются на удостоверение, чтобы устранить риск. А риском в случае несоблюдения формы договора, направленного на отчуждение доли, является ничтожность сделки. Поэтому на практике порой легче согласиться с нотаризацией договора, чем оценивать реалистичность риска ничтожности сделки.

   Среди преимуществ отдельно следует отметить **гибкость** регулирования, а также наличие понятных и эффективных **способов защиты** для понуждения передачи долей / акций.

2. Достаточно редко на практике используется конструкция **предварительного договора (ПДКП)**. Основной проблемой ПДКП является ограничительный подход судов к толкованию предмета договора, т.к. предметом ПДКП является заключение сторонами основного договора. Встречается позиция судов о том, то договор является организационным и не должен содержать денежных обязательств. Так, при наличии обязательства по уплате части (всей) покупной цены, его могут переквалифицировать. В целом, существует сложность в доказывании убытков / потерь покупателя до того, как заключен основной договор (именно за счет неопределенности по ряду вопросов в судебной практике, конструкция, скорее, выгодна для продавца, которому на руку неопределенность в части защит покупателя).

   Из других минусов: (а) заключение основного договора нельзя поставить в зависимость от выполнения условия (можно **привязать только к сроку**); и (б) если не все условия основного договора согласованы сторонами, **суд может самостоятельно их определить.**

3. **Опцион на заключение договора купли-продажи** предполагает предоставление одной стороной безотзывной оферты. После одностороннего акцепта оферты договор купли-продажи считается заключенным. **Автоматизм** закрытия без участия другой стороны является ключевым преимуществом опционов (и этим опцион отличается от опционного договора).

   В отношении долей в **ООО нотариальная форма** требуется как для оферты, так и для акцепта. Акцепт допускается при наступлении условия, что требуется доказать нотариусу. Если сделка предполагает **сложное условие**, которое тяжело доказать предоставлением однозначного подтверждающего документа, акцептант может столкнуться с проблемой. Если акцептант не имеет возможности однозначно подтвердить наступление условия, то от конструкции опциона следует отказаться (или согласовать форму подтверждения наступления условия со стороны акцептанта). Формально, при отказе со стороны нотариуса удостоверить акцепт, акцептант не будет иметь иска против оферента, т.к. последний не нарушал своих обязательств (он уже выполнил свою часть сделки – предоставил безотзывную оферту).

   Другая проблема, порождающая увеличения объема работы: для структурирования стандартной сделки M&A, в рамках которой каждая сторона может требовать закрытия,

конструкция предполагает предоставление **взаимных опционов сторонами друг другу**.

Следует также помнить о **сложности с моделью опциона-пут**. По общему правилу, сторона может требовать исполнения обязательства другой стороной, только если сама исполнила свое обязательство. Соответственно, если покупатель не исполняет свои обязательства, то продавец сначала должен передать свою долю покупателю путем акцепта, и только затем может требовать встречного исполнения. Тут возникает риск продавца – и актив, и деньги будут находиться у другой стороны по сделке. Проблема отчасти решается установлением порядка исполнения опциона с исключением применения нормы закона.

4. В отличие от опциона, **опционный договор** – это уже заключенный сторонами договор. Между рамочным договором и опционным договором не так много сущностных отличий (в части формы, защит сторон, необходимости распорядительного договора и пр.).

   При наличии сложных условий вместо опциона следует рассмотреть возможность заключения опционного договора. Хоть сделка лишится автоматизма в закрытии, но позволит в случае необходимости доказать наступления условие в суде.

Об аспектах, требующих особого внимания при структурировании договоренностей сторон при большом временном разрыве между датами подписания и закрытия сделки также рассказал Евгений Чернявский, партнер юридической фирмы «Восход».



#Мнение_экспертов

ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Евгений Чернявский

Сооснователь и партнер корпоративной практики юридической фирмы «Восход»

Оптимальная конструкция обычно определяется спецификой сделки.

Например, предварительный договор характеризуется следующим:

1. уклонение одной из сторон **предварительного договора** от заключения основного влечет риск двух последовательных судебных споров – о понуждении к заключению основного договора и о его исполнении;

2. при понуждении к заключению основного договора такой договор считается заключенным на условиях, **указанных в решении суда** (и потенциально отличающихся от изначальных договоренностей).

В отношении опционных конструкций:

1. для АО и ООО при работе с **опционом-пут** в интересах продавца предлагается исключить применение к отношениям между сторонами положения о встречном исполнении. В последние годы Верховный суд также выработал модель **двустороннего принуждения**: при удовлетворении требования истца суд одновременно выносит решение об исполнении встречного обязательства и выдает два исполнительных листа. Например, рассматривая иск о понуждении к передаче денег, суд одновременно разрешает вопрос о понуждении к передаче долей в ООО;

2. в отношении ООО необходимо учитывать риск утраты «автоматизма» при наличии сложных и / или не подтверждаемых условий для акцепта;

3. в отношении АО для обеспечения «автоматизма» можно использовать соглашение между регистратором в качестве эскроу-агента и сторонами договора (если регистратор предоставляет такую услугу).

Конструкция «обязательственной» и «распорядительной» сделок в отношении долей в ООО, с учетом п.11 ст. 21 ФЗ об ООО, несет в себе определенные риски для продавца, поскольку в случае неисполнения обязательств по договору купли-продажи потенциально только покупатель в ней имеет право в судебном порядке принудить продавца к исполнению договора (передать долю или часть доли в уставном капитале таргета), у продавца аналогичного права нет.

В период 2022-2024 гг. продолжительные временные интервалы между датами подписания и закрытия сделки нередко были связаны с необходимостью оптимизации долговой нагрузки и реструктуризации текущего кредитного портфеля **до закрытия сделки**. Чаще всего для этого в период между указанными датами совершалась одна или несколько сделок cash-in в качестве отлагательного условия большой сделки. Такие сделки структурируются в форме вклада в уставный капитал таргета «с премией»[61]. Как отмечалось ранее, часть cash-in в таких структурах нередко является первым этапом общей сделки. Формат его встраивания в единую транзакционную документацию может различаться в зависимости от обстоятельств сделки, включая состав ее сторон. Наиболее часто сделка cash-in структурируется как часть смешанного договора с элементами корпоративного договора.

Также между таргетом и инвестором может быть заключен инвестиционный договор или соглашение о внесении вклада, которые сопровождаются принятием и оформлением корпоративных решений по внесению вкладов.

Об особенностях структурирования **cash-in инвестиций** в качестве элемента комплексной сделки рассказал **Николай Феоктистов**, управляющий партнер юридической фирмы «Восход».

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Николай Феоктистов

Управляющий партнер «Восход»

На практике такие сделки структурируются следующим образом:

1. заключение смешанного договора с элементами корпоративного договора с включением положений о вхождении инвестора в СП (внесение вклада), а также положениями о механизме и сроках внесения вклада (денежные средства / имущество), оценке стоимости вклада, механизмах контроля за целевым использованием вклада инвестора;

2. заключение смешанного договора с элементами корпоративного договора (в отношении деятельности СП после вхождения инвестора) и отдельного соглашения о внесении вклада, который также может являться смешанным договором с элементами корпоративного договора (в отношении деятельности СП и правил использования вклада инвестора до вхождения в СП).

В зависимости от организационно-правовой формы юридического лица, различаются 2 конструкции по внесению имущества в общество: договор вклада (в случае с ООО) или размещение акций по закрытой подписке с целью приобретения данных акций инвестором (в случае с АО).

В первом случае весь набор условий фиксируется в едином соглашении. Во втором стороны отдельными документами (как указано выше) регулируют отношения, связанные с деятельностью СП. Ключевым водоразделом здесь будет вхождение инвестора в СП (например, регистрация в ЕГРЮЛ в качестве участника СП), после чего юридически вступает в силу основной корпоративный договор, в котором зафиксирован весь согласованный набор положений, регулирующий деятельность СП с участием нового инвестора.

При заключении отдельных соглашений основной набор условий в отношении использования вклада инвестора до его регистрации в ЕГРЮЛ в качестве участника СП, а также обязательств текущих участников до даты закрытия и перехода доли – в частности, набор заверений (включая бизнес заверения) и обязательств возмещения имущественных потерь, непосредственно связанных с долей, – будет включен в отдельное соглашение о внесении вклада.

61 Часть средств учитывается в качестве вклада в добавочный капитал приобретаемого актива.

#Результаты_опросов



30% респондентов отметили, что в период 2022-2024 гг. в процессе структурирования сделок возникли сложности с рефинансированием долга, и покупателю пришлось предоставить компании equity-инвестиции путем совершения сделки cash-in, которые были направлены на погашение задолженности по кредиту.

По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

#Мнение_экспертов



НОВЫЕ ВЫЗОВЫ
НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Елизавета Кокорева

Партнер практики финансовой экспертизы и сопровождения сделок Группы компаний Б1

Банки как правило соглашаются на замену группы должника, если не видят риска в этой новации в части ухудшения качества должника. Однако, здесь тоже есть нюансы, например, у банка может в результате замены стороны быть превышен лимит норматива Н6[58] – максимальный размер риска на одного заемщика и группу связанных заемщиков.

58 Инструкция Банка России от 28.06.2017 N 180-И (ред. от 06.05.2019) «Об обязательных нормативах банков» (вместе с Методикой расчета кредитного риска по условным обязательствам кредитного характера, Методикой расчета кредитного риска по ПФИ, Методикой определения уровня риска по синдицированным ссудам, Порядком расчета норматива максимального размера риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (Н6) по сделкам, совершаемым на возвратной основе, Методикой расчета риска изменения стоимости кредитного требования в результате ухудшения кредитного качества контрагента, Порядком распределения прибыли (части прибыли)) (Зарегистрировано в Минюсте России 12.07.2017 N 47383).

M&A-эксперты отмечают, что **в 2025 г. периоды для выполнения отлагательных условий сделки останутся продолжительными.** В перечень условий закрытия сделки все чаще будут включаться мероприятия по: (i) предоставлению таргету покупателем или финансовыми инвесторами equity-инвестиций или привлечению мезонинного финансирования; (ii) согласованию с банком условий рефинансирования текущего кредита; (iii) поиску альтернативных источников финансирования приобретения сделки; (iv) передаче прав по кредиту другому банку, обслуживающему группу покупателя и т.п.

Миноритарные инвестиции

В комплексных сделках с участием **финансовых equity-инвесторов** их доля в структуре капитала актива, как правило, предполагается миноритарной. Ее размер обычно находится в диапазоне пакета «существенного влияния» (> 20% в капитале) и может незначительно превышать блокирующий пакет. Если в активе участвует синдикат инвесторов, их совокупная доля владения структурируется таким образом, чтобы вместе с долей фаундера (в случае, если он остается в капитале на период earn-out) она не превышала 50% капитала компании.

С расширением набора ограничений и отлагательных условий, особенно в сделках с участием пула инвесторов, имеющих разные стратегические мотивы, в целях корректного учета инвестиций важно внимательно анализировать такие условия транзакционной документации. Как правило, стратегический покупатель уже на первом этапе сделки стремится приобрести контролирующую долю. Но по ряду причин это не всегда удается либо не является оптимальным решением. Нередко стратегический инвестор какое-то время (например, в течение года) также участвует в капитале актива в статусе миноритарного инвестора, но впоследствии может увеличить свою долю на основе опциона.

Антон Устименко, партнер Группы компаний Б1, отметил важность тщательного изучения положений транзакционной документации, в особенности, предусматривающих дополнительные права или ограничения для участников сделки, для правильной классификации и учета инвестиций.

#Мнение_экспертов

#Учет_инвестиций



НОВЫЕ ВЫЗОВЫ
НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Антон Устименко

Партнер консалтинговой компании Б1

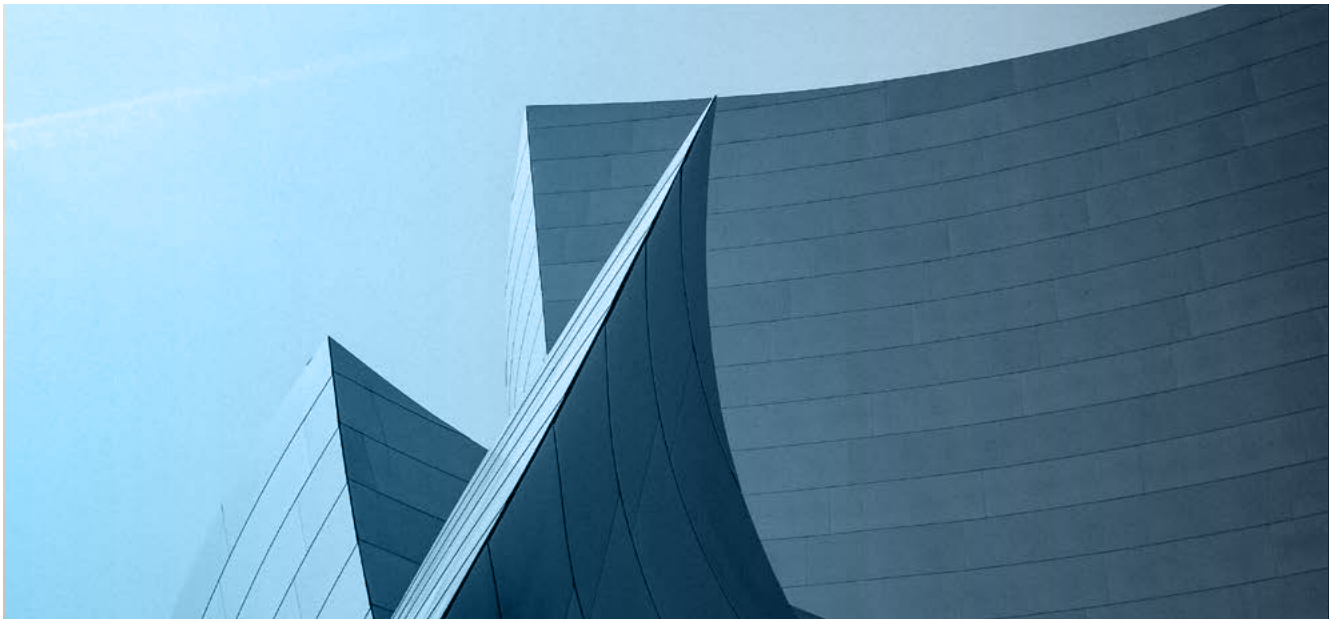
Если приобретается контрольная доля в 50% и выше голосов, в том числе контроль над существенными аспектами деятельности (чаще всего, назначение, оценка, вознаграждение и увольнение руководства, утверждение бюджета, распределение дивидендов и утверждение существенных сделок, хотя список может быть и длиннее), а также экономический контроль над деятельностью компании, такая инвестиция учитывается как приобретение.

Если какого-то из компонентов, определяемых как контроль в соответствии с МСФО, не хватает, то сделка может оказаться приобретением инвестиции и будет учитываться методом долевого участия. Если доля не дает даже существенного влияния – как инвестиция по справедливой стоимости.

Нужно очень внимательно следить за условиями распределения сил в акционерном соглашении / корпоративном договоре, включая расклад в совете директоров, вопросы, по которым решения принимаются способами, отличными от простого большинства, включая единогласные решения. Иногда, такие условия могут создавать совместный, но не единоличный контроль над активом, и приводить к тому, что приобретение учитывается как инвестиция, но не консолидируется.

Финансовые инвесторы, участвующие в сделке обычно не имеют широких полномочий, связанных с операционной деятельностью актива. При этом они нередко настаивают на включении в транзакционную документацию ряда стандартных защитных положений, обеспечивающих им комфорт при решении стратегических вопросов в отношении актива, а также опции выхода из проекта и получения доходности.

M&A-эксперты из юридической фирмы LGS Legal Services отметили наиболее важные условия, на которые следует обратить внимание при структурировании сделки с участием миноритарного финансового инвестора.







Максим Левинсон

Управляющий партнер LGS Legal Services

Александр Иванов

Юрист LGS Legal Services

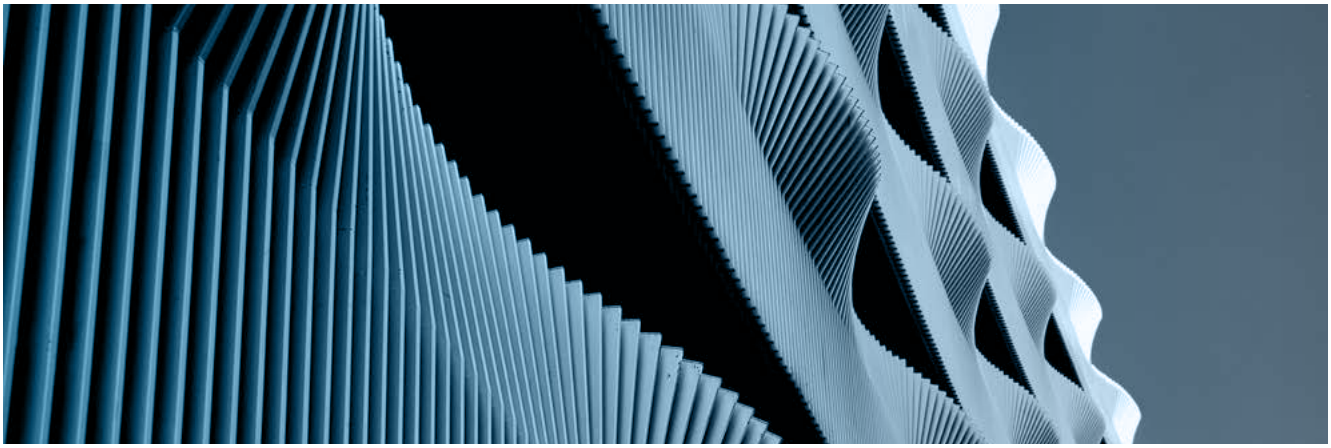
Объем положений, защищающих права миноритарных инвесторов, зависит от размера доли, приобретаемой миноритарным инвестором, но может модифицироваться с учетом дополнительного функционала миноритарного инвестора в бизнесе таргета (например, обеспечение доступа таргета к банковскому финансированию, новым клиентам или технологиям, GR-возможности, экспертиза в области M&A / дальнейшего расширения бизнеса и пр.).

Наиболее часто миноритарные инвесторы стремятся обеспечить следующие права:

- права, препятствующие размытию доли миноритарного инвестора (anti-dilution protections) (как в абсолютном значении (stock dilution), так и в отношении экономической ценности доли (economic dilution));
- представительство миноритарного инвестора в совете директоров;
- информационные права, существенно превышающие установленные законодательством;
- права вето в отношении ряда вопросов деятельности таргета (включая, практически во всех случаях, вопросы реорганизации и изменения уставных документов, затрагивающих права миноритарного участника, а также (во многих случаях) продажи существенных активов, существенных заимствований и сделок с заинтересованностью мажоритарного акционера);
- право на присоединение к продаже (tag-along), право на участие в IPO/SPO; и
- принятие дивидендной политики, отвечающей интересам миноритарного инвестора.

Вышеуказанные права обычно обеспечиваются посредством целого набора инструментов: корпоративных договоров, тщательно структурированных уставных документов (они играют важнейшую роль), дефолтных пут-опционов и, в ряде случаев, безотзывных доверенностей.

В качестве одной из отличительных черт миноритарных инвестиций в 2022–2024 гг. можно выделить повышенное внимание сторон к риску и последствиям наложения санкций на мажоритарного акционера и миноритарного инвестора.



При структурировании миноритарных инвестиций часто используется механика, предусматривающая право владельца неконтрольной доли потребовать присоединения к совместной продаже актива (tag-along rights) при выходе из проекта игроков, имеющих контрольную долю участия. Об особенностях использования этого механизма в сделках по российскому праву рассказал **Леонид Эрвиц**, управляющий партнер, глава корпоративной практики юридической фирмы LEVEL Legal Services.

#Мнение_экспертов



LEVEL Legal Services

Леонид Эрвиц

Управляющий партнер юридической фирмы LEVEL Legal Services, глава корпоративной практики

На практике мы достаточно часто встречали согласование сторонами такого способа защиты миноритарных инвесторов как tag-along. Как правило, соответствующие положения включаются в условия корпоративного договора, сторонами которого являются как мажоритарии, так и миноритарные инвесторы.

Однако случаев попыток **реального применения** такого механизма по российскому праву в нашей практике было не очень много, так как на данный момент такие инструменты как drag-along и tag-along на законодательном уровне в РФ не урегулированы. Стороны зачастую сомневаются в возможности оперативного принудительного применения данных механизмов в условиях российского правопорядка. Наиболее приближенный к возможности практической реализации механизм tag-along в нашей практике был «сконструирован» как пут-опцион, включенный в условия нотариально удостоверенного корпоративного договора в отношении общества с ограниченной ответственностью.

Надеемся, что в будущем практическая значимость механизмов tag-along и drag-along в Российской Федерации увеличится в силу наличия инициативы Минэкономразвития России о включении положений о данных механизмах в действующее законодательство.

1.3 Модель «переноса долга» в сделках M&A

В основе структурирования большинства сделок LBO и проектного финансирования лежит предпосылка о том, что погашение долга и уплата процентов по кредиту, привлеченному для целей сделки M&A, будет осуществляться из операционных потоков, генерируемых исключительно в рамках профильной деятельности приобретаемого актива. Такие сделки часто предполагают, что должником по кредиту будет выступать приобретаемый актив, в том числе в случаях, если он был предоставлен материнской структуре или иному лицу. Если кредит привлекается не на таргет, а на структуру продавца или SPV, он может быть «перенесен» на актив по модели debt push-down.

Мы попросили M&A-специалистов и налоговых экспертов прокомментировать особенности использования механики debt push-down и ее актуальность в текущих условиях.



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Николай Феоктистов

Управляющий партнер юридической фирмы «Восход»

Debt Push-Down предполагает приобретение таргета за счет заемных средств, при этом кредит для финансирования сделки впоследствии погашается **из денежных потоков, генерируемых таргетом**.

После приобретения таргета долг компании, на которую привлечено финансирование (SPV), передается на таргет. Такая передача долга, на практике, осуществляется, в частности, через присоединение SPV к таргету: в процессе реорганизации переходит и долг.

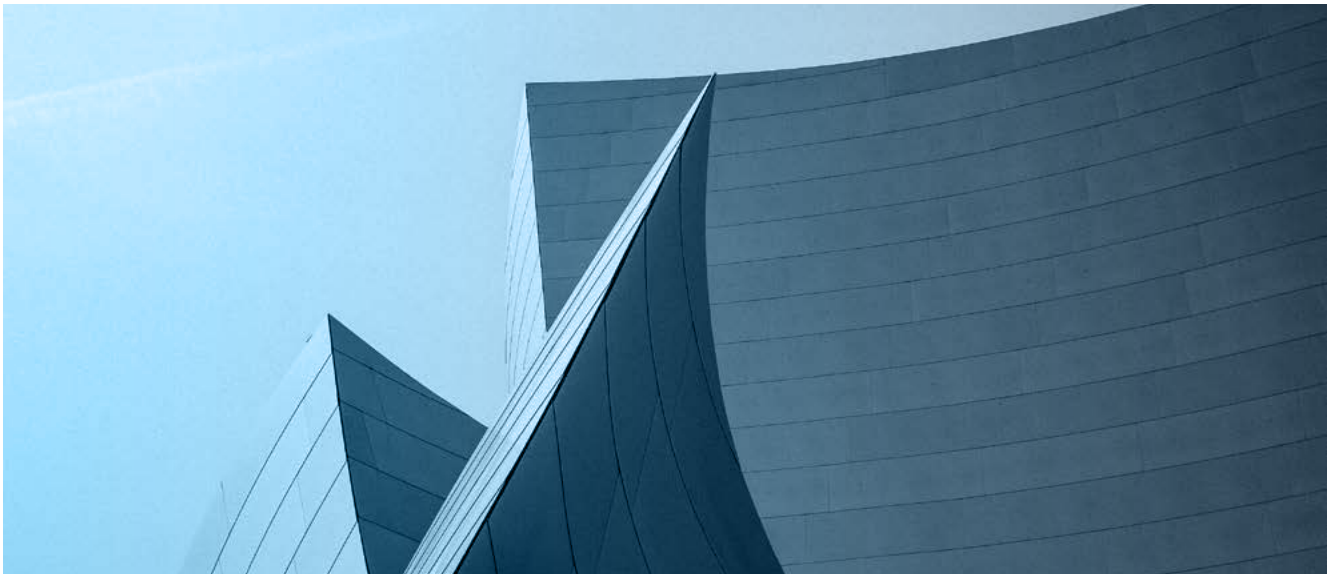
Один из ключевых желаемых эффектов такой процедуры – у**меньшение налогооблагаемой прибыли таргета** на сумму процентов, начисленных по привлеченному займу, то есть фактически удешевление финансирования.

Основной **риск здесь – налоговый**. Положения НК РФ не содержат ограничений на учет в качестве расходов процентов по долговым обязательствам, перешедшим от таргета к SPV, но на практике налоговые органы склонны негативно воспринимать Debt Push-Down. Такое отношение обосновывается тем, что перенос долговых обязательств на таргет фактически влечет для таргета возникновение дополнительных расходов, не связанных с ведением предпринимательской деятельности, и приводит к незаконному уменьшению налоговой базы.

Налоговые органы могут заключить, что расходы таргета на обслуживание долгового обязательства, за счет которого SPV приобрела таргет, не соответствуют критерию экономической оправданности, – и доначислить налог у источника, а также отказать в учете процентных расходов по займу и отрицательных курсовых разниц.

Помимо этого, использование такой структуры сделки может потребовать соблюдения ряда корпоративных процедур:

- сделка слияния между SPV и таргетом квалифицируется как сделка с заинтересованностью, если в таргете присутствуют миноритарии, – особенно если таргет выдал поручительство по обязательствам SPV при получении займа, – поэтому целесообразно получить корпоративное одобрение;
- если таргетом является ПАО, необходимо учитывать, что в ряде случаев при слиянии потребуется направить добровольное / обязательное предложение.





VERBA LEGAL

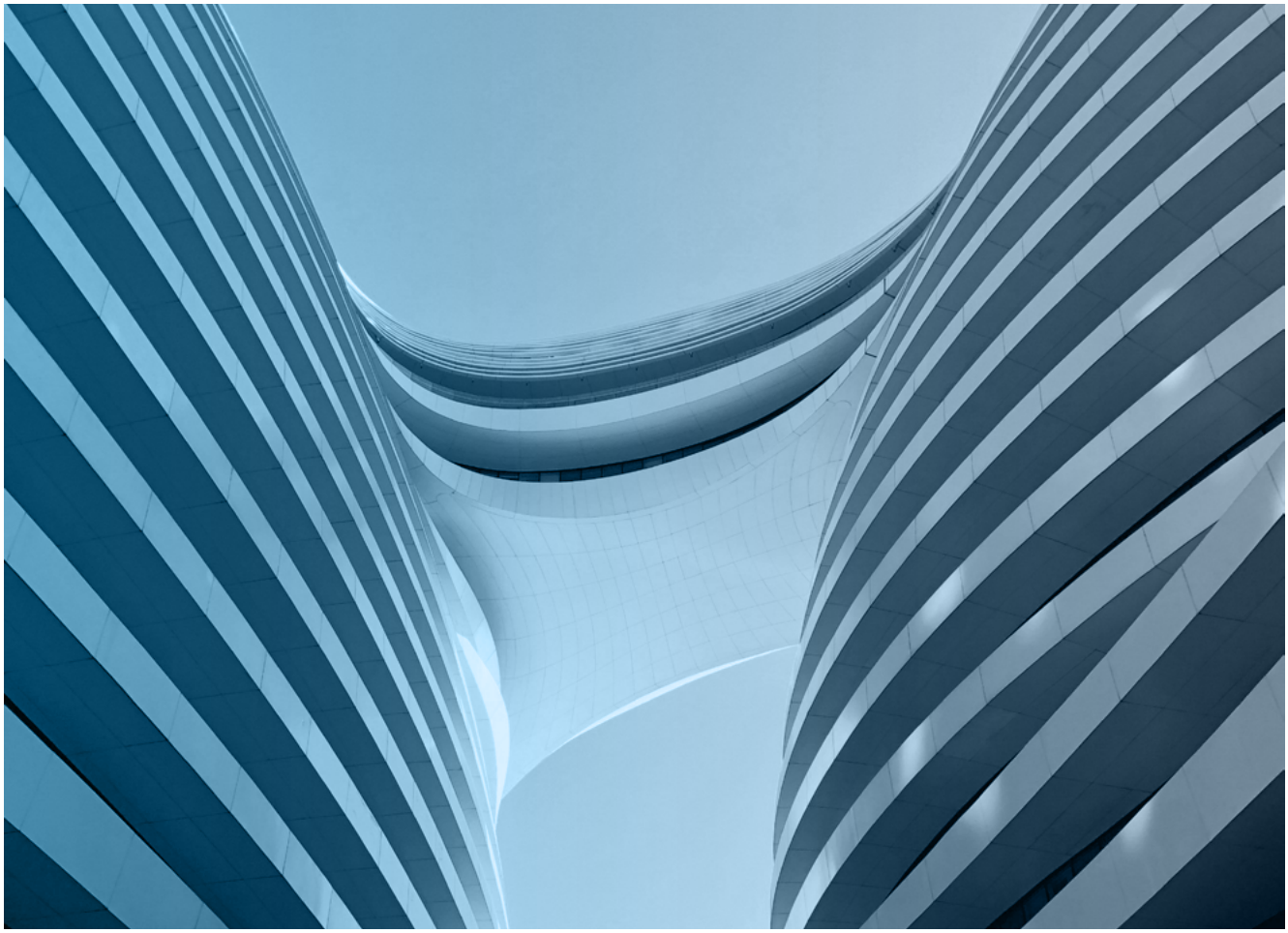
Андрей Шептий

Старший юрист налоговой практики
VERBA LEGAL

Использование механизма debt push-down при структурировании сделок в России исторически **сопряжено с налоговыми рисками** отказа в учете процентных расходов по долговому обязательству, которое переводится на сам таргет и обслуживается из операционной прибыли таргета. Налоговые органы обычно признают «подвешивание» долга на таргет **экономически необоснованным** и оспаривают процентные расходы таргета (см., например, дела Парус-Эстейт (А40-155125/2024), Квартала 674-675 (А40-47086/2022), Мон'Делис Русь (А11-6203/2016), Фирма Радиус-Сервис (А50-17405/2016)).

Однако важно отметить, что в упомянутых делах претензии предъявлялись к использованию debt push-down в **структурах с иностранным элементом**, в связи с чем выплата процентов осуществлялась за пределы России, что приводило к причинению ущерба российскому бюджету. Внутрироссийский debt-push-down, по общему правилу, не сопряжен с негативными последствиями для бюджета, так как проценты по долговому обязательству симметрично отражаются в расходах таргета и доходах кредитора. В то же время нельзя исключить риска оспаривания процентных расходов и во внутрироссийском debt push-down как экономически необоснованных на основании того, что таргет платит за приобретение самого себя.

В связи с этим, по нашему опыту, механизм debt push-down и**спользуется на практике крайне редко** и в усеченном формате именно по причине наличия высоких налоговых рисков.



Александр Чижов, партнер налоговой практики Группы компаний Б1 прокомментировал актуальные подходы судебной практики к использованию механизма debt push-down.

#Мнение_экспертов



Б1 НОВЫЕ ВЫЗОВЫ НОВЫЕ РЕШЕНИЯ

Александр Чижов

Партнер налоговой практики Группы компаний Б1

Споры о налоговых последствиях, возникающих в связи с применением механизма debt push-down (приобретение операционной компании с переносом на нее задолженности, возникшей в связи с ее приобретением), являются сравнительно редкой категорией налоговых споров в российской судебной практике.

В период, охватывающий последние 5 лет, российскими судами было рассмотрено два существенных налоговых спора, связанных с применением механизма debt push-down:

1. Дело ООО «Компания Полярное Сияние» (№ А40-74261/2019)
2. Дело ООО «Квартал 674-675» (№ А40-47086/ 2022)

В обоих случаях налоговые органы оспорили правомерность учета приобретенной компанией-налогоплательщиком расходов на уплату процентов по займу, ранее выданному в целях финансирования приобретения компании-налогоплательщика третьим лицом и в дальнейшем переведенному на компанию-налогоплательщика с тем, чтобы расходы на заемное финансирование приобретения компании-налогоплательщика были погашены за счет операционной прибыли последнего.

Основываясь на результатах рассмотрения указанных налоговых споров, можно заключить, что российские налоговые органы и суды по-прежнему придерживаются позиции о том, что **проценты по подобным займам не могут рассматриваться в качестве экономически обоснованных расходов** налогоплательщика, связанных с осуществлением им направленной на получение дохода деятельности.

При этом в деле ООО «Квартал 674-675» проценты по займу, выплачивавшиеся компанией-налогоплательщиком в пользу кипрской компании-приобретателя (и в дальнейшем направлявшиеся на погашение долговых обязательств компании-приобретателя), не только были успешно исключены из состава уменьшающих налоговую базу расходов, но и переквалифицированы в дивиденды.

Дополнительными факторами, учтенными судами при принятии решения по указанным налоговым спорам, выступали следующие:

1. все участники операции по покупке компании-налогоплательщика и переноса на нее обязательств по займам были аффилированы друг с другом;
2. убыточность и отсутствие у приобретателя активов, достаточных для самостоятельной покупки компании-налогоплательщика и погашения обязательств по займу;
3. использование в цепочке операций компаний, созданных незадолго до приобретения акций и не осуществлявших реальную экономическую деятельность;
4. реализация схемы приобретения компании-налогоплательщика привела к возникновению у него значительной кредиторской задолженности и сделала его деятельность убыточной.

В целом можно отметить, что перспективы успешного отстаивания позиции об обоснованности применения механизма debt push-down в случае спора с налоговыми органами являются достаточно маловероятными, и при структурировании сделки следует учесть как последние негативные примеры судебной практики, так и более ранние судебные решения, вынесенные в пользу налоговых органов (например, дело Монделез).

02 Использование опционных конструкций | Лучшие практики

Авторы текста: Анастасия Нерчинская, Юлия Загорнова, Татьяна Невеева, Валериан Мамагеишвили, Александр Колосков, Дарья Кирюшина



- В 2022-2024 гг. в связи с развитием тренда на более сложные и многоэтапные структуры сделок возросла роль и частота использования опционных конструкций.
- Наиболее часто в указанный период опционы в сделках M&A использовались в целях структурирования: (i) обратного выкупа активов и возвращения партнера в бизнес; и (ii) реализации стратегии выхода из совместных проектов.
- С 2024 г. опционные конструкции стали чаще использоваться при предоставлении финансовыми инвесторами замещающих миноритарных equity-инвестиций в сделках с активами, имеющими повышенную долговую нагрузку.
- Наиболее сложными вопросами являются обеспечение автоматизма их реализации, структурирование «плавающего» размера выкупаемой доли, использование опционов в качестве штрафного инструмента, вопросы уступки и наследования.
- Большинство участников сделок M&A при использовании опционов не включают в них опционные премии. Те игроки, которые включают опционную премию, руководствуются исключительно налоговыми соображениями.
- Активные процессы редомициляции холдинговых компаний привели к росту числа случаев использования опционных конструкций для структурирования долгосрочных программ мотивации менеджмента.

M&A-эксперты отмечают, что в период 2022-2024 гг. процесс структурирования сделок стал более сложным и многоаспектным. Комплексные многоэтапные сделки предполагают частое использование опционных конструкций, позволяющих отсрочить распорядительный эффект сделки и поставить его в зависимость от наступления в будущем ряда условий, заранее согласованных сторонами. Инструментарий опционной модели позволяет сторонам более гибко структурировать свои договоренности в условиях высокой макроэкономической и геополитической неопределенности.

В период 2022-2024 гг. сформировалось множество предпосылок для более частого использования опционных конструкций при совершении сделок M&A, проведении корпоративных реструктуризаций и оптимизации процессов корпоративного управления. При этом, как отмечают многие M&A-эксперты, опционы в сделках M&A чаще всего используются как вспомогательный инструмент, опосредующий реализацию части (отдельного этапа) большой комплексной сделки.

Условия части сделок-«выходов» (особенно в рамках «первой волны», до ужесточения позиции регуляторов в отношении использования опционов «на возврат») предусматривали наличие у «выходящего» иностранного продавца опциона-колл на обратный выкуп российского актива. Такие опционы, как правило, содержали ряд положений, ограничивающих дискрецию российского покупателя в вопросах управления и распоряжения активом в течение срока действия опциона.

В связи с ростом доли активов с повышенной долговой нагрузкой в указанный период увеличилось число сделок M&A с использованием гибридной модели финансирования, включая привлечение внешних equity-инвесторов или их синдикатов. Такие структуры, как правило, предполагают использование опционов как на выкуп доли партнера (зачастую такой опцион имеет контролирующий участник актива), так и продажу своей доли (обычно такие опционы предоставляются финансовым инвесторам, предоставляющим краткосрочные инвестиции в акционерный капитал).

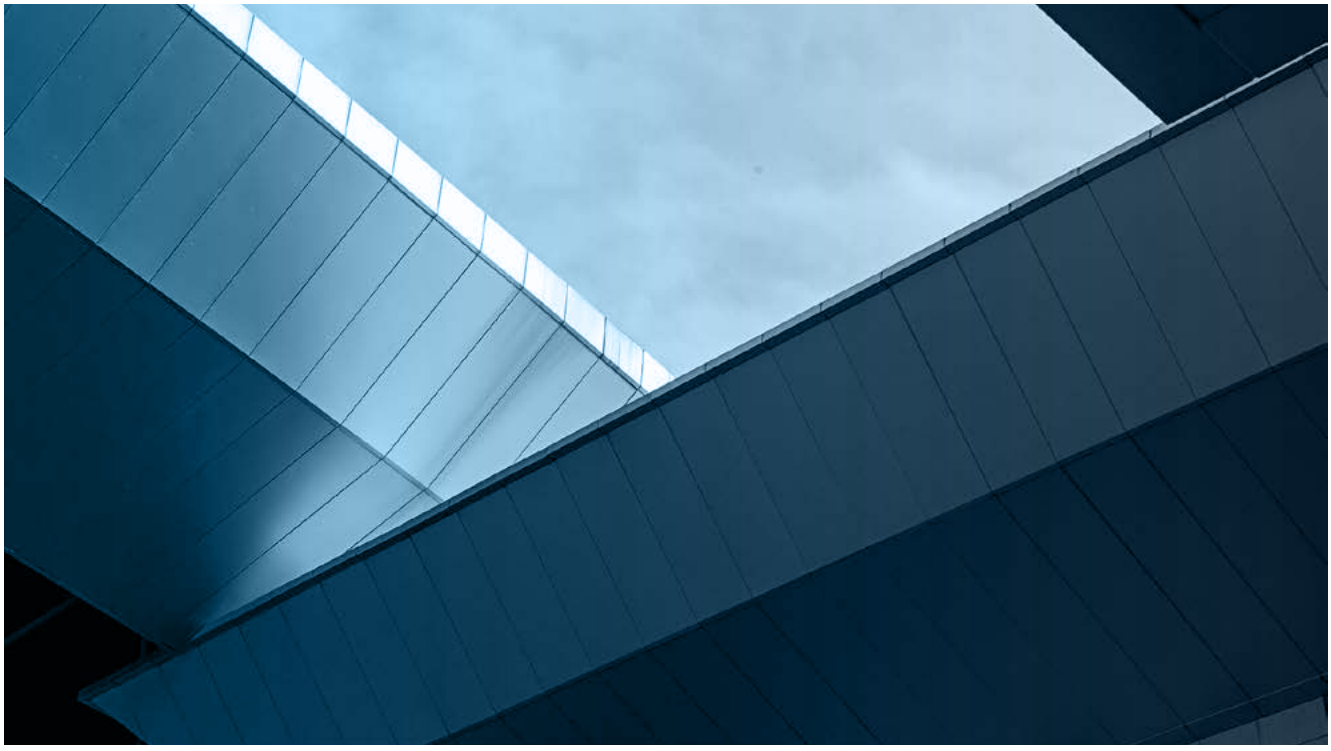
В таких структурах именно опцион-пут является ключевым юридическим инструментом, обеспечивающим выход финансового инвестора из бизнеса и получение доходности в случае успешной реализации проекта. Кроме этого в период 2022-2024 гг. существенно возросло число сделок, ценообразование и расчеты по которым основаны на модели earn-out. Эта транзакционная механика чаще всего структурируется с использованием опционных конструкций, позволяющих обеспечить сохранение миноритарного участия продавца в активе в течение earn-out периода и его мотивацию к выполнению согласованных условий.

По причине дорогого заемного финансирования в последние 1,5-2 года даже сделки с участием стратегических приобретателей, планирующих полностью выкупить актив и профинансировать сделку самостоятельно, без привлечения соинвесторов, стали чаще структурироваться в несколько этапов, на первом из которых компании предоставляется equity-финансирование для целей снижения долговой нагрузки (*deleverage*). Такая сделка cash-in обычно структурируется в одной «обвязке» с опционом-колл на выкуп стратегическим покупателем оставшейся доли в активе, который может быть реализован либо в течение определенного срока без привязки к конкретным показателям компании, либо, в случае улучшения финансово-операционных метрик таргета, за счет инвестиций, полученных на первом этапе.

Также опционы все чаще стали использоваться в качестве инструмента корпоративного управления при «оптической» деконсолидации владения бизнесом. За счет опционов обеспечивается управление возвратом актива в консолидированный контур, при этом такие опционы содержат минимальный набор ограничений и условий, структурированы на продолжительный срок, и, как правило, могут быть реализованы в любой момент в течение такого срока.

Часто обязанной стороной (оферентом) по такому опциону выступает доверенное физическое лицо, которому временно передано юридическое владение активом.

Опционы – относительно новая для российского правопорядка модель структурирования договоренностей с отложенным распорядительным эффектом. Однако в сравнительно короткий срок[59] ведущие M&A-консультанты сформировали «лучшие практики» структурирования опционов для различных бизнес-целей. Данный раздел посвящен комментариям экспертного M&A-сообщества по вопросам использования опционных конструкций и описанию наиболее распространенных в бизнес-среде подходов (common practice) к их структурированию. Также мы попросили экспертов M&A-практик крупнейших юридических фирм отметить характерные для периода 2022-2024 гг. особенности структурирования сделок M&A с использованием опционных конструкций.



59 С момента появления опционных конструкций в российском правовом поле прошло чуть более 10 лет.

2.1 Цели использования опционных конструкций в период 2022-2024 гг.

#Результаты_опросов

В каких целях в период 2022 – I кв. 2025 гг. чаще всего использовались опционные конструкции?

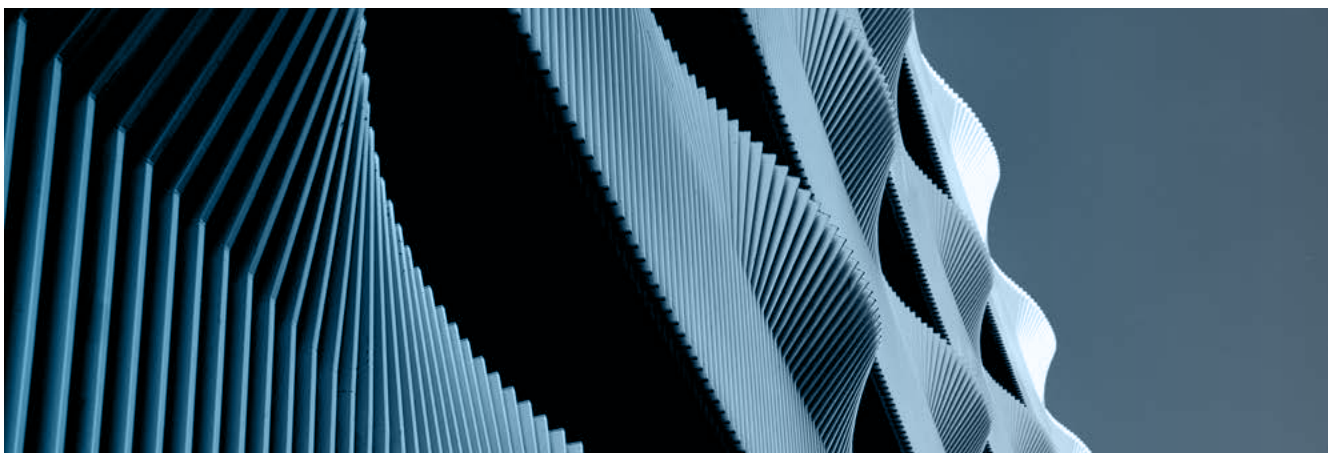


По данным Опроса в профильных телеграм-каналах

Как показали результаты опросов, в период 2022–2024 гг. наиболее популярной целью использования опционов в сделках M&A было структурирование возможности возвращения одного из партнеров в бизнес. Как правило, такие опционы заключались в рамках сделок-«выходов». Опционы «на возврат» действительно можно считать особенностью данного периода, так как для классических сделок M&A такие конструкции характерны в меньшей степени.

Также в указанный период опционы часто использовались в целях реализации стратегии выхода инвестора из совместных проектов, что является «классической» причиной использования опционных конструкций.

Мы попросили ведущих M&A-экспертов прокомментировать результаты этого опроса (см. график выше).





STONEBRIDGE LEGAL

Роман Прудентов

Партнер юридической фирмы
Stonebridge Legal

Опционные конструкции в сделках 2022-2024 гг.

Мы видим, что в последние три года опционные конструкции остаются востребованным инструментом при структурировании сделок M&A. Наиболее часто в зависимости от бизнес-целей сделки опционы применялись в следующих случаях:

- **увеличение приобретаемой доли в таргете** – использование таких опционов было обусловлено наступлением определенных обстоятельств (например, достижение финансовых или операционных показателей, подтверждающих рентабельность совершенных инвестиций) или истечением согласованного периода времени (например, истечение согласованного срока, которое позволяло продавцу использовать налоговые льготы);

- **обратный выкуп отчужденного актива** – условие обратного выкупа было нетипичным для сделок M&A и использовалось, в большинстве случаев, при выходе «недружественных» иностранных инвесторов;

- **обеспечение исполнения обязательств (штрафные опционы)** – в нашей практике встречались сделки, в которых право реализовать опцион возникало при неисполнении продавцом существенных обязательств в период Pre-Completion или обязательств по голосованию определенным образом в органах управления таргета;

- **выход из бизнеса или сделки** – такое условие стороны согласовывали на случай нарушения контрагентом обязательств по сделке, недостижения финансовых и операционных показателей бизнеса (или неполучения критически важного для бизнеса разрешения), а также при отсутствии консенсуса между партнерами по существенным вопросам управления бизнесом;

- **добровольное или принудительное присоединение к продаже** (Tag-Along и Drag-Along) – такие опционы согласовывали в тех случаях, когда один или несколько партнеров предполагают продажу долей / акций совместного предприятия в пользу стратегического инвестора в будущем (опционы использовались в качестве основного способа реализации указанных прав либо в качестве вспомогательного механизма, обеспечивающего его принудительную реализацию);

- **защита на случай смены контроля** – к таким опционам прибегали в ситуациях, когда непосредственными участниками совместного предприятия являлись не бенефициары, а структуры, через которые они владели бизнесом.

Таким образом, опционы могут использоваться для достижения большого количества целей. При этом, применительно к любому опциону, юридические команды (консультанты) должны уделять особое внимание на описание оснований для реализации опционов и способов подтверждения возникновения таких оснований.

Как отмечалось выше, в течение 2022 г. в рамках сделок-«выходов» была востребована модель опционов на обратный выкуп актива. Об особенностях структурирования и базовых условиях таких опционных конструкций на обратный выкуп активов в рамках сделок-«выходов» рассказал **Дмитрий Кажаев**, старший юрист юридической фирмы Stonebridge Legal.

#Мнение_экспертов



STONEBRIDGE LEGAL

Дмитрий Кажаев

Старший юрист юридической фирмы Stonebridge Legal

В классических M&A-сделках опционы на обратный выкуп используются весьма редко, поскольку подобные договоренности обычно считаются новой сделкой.

Однако, опционы на обратный выкуп приобрели особенное значение в текущей российской M&A-практике в связи с продолжающимися «выходами недружественных иностранцев».

Такие выходы признаются, в целом, вынужденными и осуществляются в крайне жестких (но нестабильных) регуляторных рамках как домашней юрисдикции выходящего участника, ограничивающих его возможность участвовать в управлении деятельностью бывшего совместного предприятия на основе даже квази-корпоративного договора, так и непосредственно российского законодательства, в настоящее время устанавливающего, помимо прочего, базовые требования к сроку действия и цене реализации опционов на обратный выкуп.

Исходя из этого, опционы на обратный выкуп в текущей российской M&A-практике обычно:

a. вступают в силу одновременно с завершением выхода соответствующего участника из совместного предприятия;

b. предусматривают сложный механизм расчета цены реализации опциона, которая соответствовала бы двум фундаментально разным требованиям российского законодательства, то есть была бы рыночной, но одновременно обеспечивала бы «наличие экономической выгоды» остающегося участника;

c. предполагают право приобретающего лица неоднократно обращаться за получением необходимых для реализации опциона регуляторных одобрений;

d. содержат ограниченный набор обязательств остающегося участника, исполнение которых не требует активного участия приобретающего лица, но может привести к сохранению ключевых характеристик совместного предприятия на период действия опциона, например:

    i. запрет на изменение основных видов деятельности;

    ii. запрет на отчуждение определенных ключевых активов или активов, совокупная стоимость которых превышает согласованный предел; и

    iii. обязанность обеспечить продолжение использования ранее применяемых внутренних стандартов и требований к хозяйственной деятельности; и

e. предусматривают обязанность сторон, после реализации опциона, заключить акционерное соглашение, идентичное по содержанию ранее действовавшему.

2.2 Опционные премии: целесообразность и риски

При структурировании опционов участники сделок M&A нередко задаются вопросом о необходимости включения опционной премии в перечень условий сделки. В ходе исследования мы попросили M&A-специалистов в рамках онлайн-опроса и интервью поделиться опытом использования опционных премий в опционах-колл (см. график далее).

#Результаты_опросов



90% не использовали в опционах-колл опционную премию.

Как показали результаты опроса, абсолютное большинство респондентов при структурировании опционов-колл не включали опционную премию в условия структурирования сделки. Мы попросили ведущих M&A-экспертов прокомментировать итоги опроса и отметить причины, по которым на рынке M&A не сложилась широкая практика использования опционных премий.

#Мнение_экспертов



LEVEL Legal Services

Леонид Эрвиц

Управляющий партнер юридической фирмы LEVEL Legal Services, глава корпоративной практики

Положениями п. 1 ст. 429.2 ГК РФ предусматривается возможность безвозмездного предоставления опциона, в том числе в отношениях между коммерческими организациями. Однако при этом существует позиция Минфина России (см. например, письма Минфина России от 13.06.2023 № 03-07-11/54100, от 28.02.2020 № 03-07-14/14418), из которой следует, что безвозмездное предоставление прав по опциону является основанием обложения НДС такого безвозмездного предоставления по рыночной стоимости предоставленных прав на основании статей 154, 155 НК РФ.

При этом достаточно сложно спрогнозировать, как именно будет определяться рыночная стоимость права на покупку или продажу акций или доли в уставном капитале, а не самих акций или доли. Некоторые налоговые юристы полагают, что здравой альтернативой безвозмездному предоставлению опциона в ситуации, в которой оферент является плательщиком НДС, является установление в соглашении об опционе хотя бы номинальной (небольшой) фиксированной опционной премии, чтобы уменьшить возможности налоговых органов по своевольному трактованию «рыночной цены» предоставления опциона для целей расчета суммы НДС.

Мы на практике сталкивались с ситуациями, в которых стороны согласовывали небольшую опционную премию, руководствуясь мотивами митигации указанного налогового риска. При этом встречались как случаи зачета обязательства по уплате опционной премии против встречных денежных требований, так и случаи реальной уплаты данной опционной премии в скором времени после заключения соглашения об опционе на заключение договора купли-продажи акций / доли с условием об уплате опционной премии. В составе опционной премии выделялся НДС, сумма которого удерживалась и уплачивалась в установленном порядке.

Случаи включения опционной премии в соглашения о предоставлении опциона на заключение договора купли-продажи акций / доли по каким-либо иным причинам, помимо налоговых, в нашей практике встречались довольно редко.

О налоговых последствиях использования опционных конструкций, включая риски, связанные с безвозмездностью опционов, и об аспектах, на которые следует обратить особое внимание при структурировании сделки с опционами, рассказал **Александр Чижов**, партнер налоговой практики Группы компаний Б1.

#Мнение_экспертов



Александр Чижов

Партнер налоговой практики
Группы компаний Б1

Действующее налоговое законодательство содержит относительно **ограниченный набор правил** в отношении налогообложения опционов, и в связи с этим использование таких инструментов может создавать риски как для продавцов таких опционов, так и для их получателей.

В частности, налоговое законодательство устанавливает ряд правил в отношении признания доходов и расходов по опционам, но **исключительно** в отношении тех опционов, которые могут быть квалифицированы в качестве производных финансовых инструментов (ПФИ). При этом опционы, которые не подлежат квалификации в качестве ПФИ согласно российскому законодательству о рынке ценных бумаг или применимому иностранному праву, **не регулируются в НК РФ специальными положениями**, и, соответственно, их налоговые последствия должны определяться, исходя из общих положений о сделках с имущественными правами.

Таким образом, при структурировании сделки с применением опционов с налоговой точки зрений **целесообразно анализировать следующие вопросы:**

Квалификация опциона как ПФИ. В случае, если опцион квалифицируется как ПФИ, то необходимо при расчете будущих эффектов принимать во внимание, что доходы и расходы по сделкам с ПФИ подлежат учету **обособлено** от операций в рамках основной деятельности, что снижает налоговую эффективность.

Использование номинального уровня опционной премии может потенциально приводить к снижению указанных рисков, однако, может быть оспорено налоговыми органами, в том числе на основании общих антиуклонительных положений НК РФ.

Если опцион не является ПФИ, необходимо оценить риски квалификации такого соглашения в качестве **операции по продаже имущественного права**, и, следовательно, анализировать вероятность необходимости уплаты НДС продавцом опциона, исходя из размера опционной премии. Аналогичный вопрос возникает и в случае предоставления опциона без премии (безвозмездный опцион). В последнем случае существует риск, что продавец будет обязан уплатить НДС, исходя из рыночной стоимости переданного права требования. Данная позиция, в частности, поддерживается Министерством финансов в официальных разъяснениях. Безвозмездные опционы могут также создавать риск для покупателя в части возникновения у него дохода в виде безвозмездного получения имущественного права. Как и в случае с НДС, величина дохода в таком случае подлежит определению, исходя из рыночной стоимости такого опциона.

Определение рыночной стоимости может потребовать привлечения специализированного консультанта и / или оценщика.



KKMP LEGAL

Александр Аничкин

Партнер юридической фирмы KKMП

Особенности налогообложения и оценки имущественного права по опциону

С точки зрения налогообложения иногда высказывается мнение, что получатель прав по опциону, по которому опционная премия отсутствует, может быть квалифицирован в качестве лица, получающего имущественное право безвозмездно. Такое лицо будет считаться получившим доход, что влечет за собой обязанность учитывать доход на базе рыночной стоимости такого права. Разъяснения Министерства финансов косвенно подтверждают наличие отмеченного риска.

Ситуация отчасти напоминает ту, которая долгое время существовала в отношении мотивационных программ, в рамках которых работникам при выполнении определенных условий предоставлялось право приобретать акции работодателя по фиксированной цене. Формально такие соглашения могли рассматриваться, как производные финансовые инструменты (ПФИ), и вставал вопрос о том, что работники должны уплачивать НДФЛ с рыночной стоимости безвозмездно полученного права. Однако такой подход игнорировал бы ряд содержательных аргументов, связанных с природой «трудовых опционов», а именно, их тесную связь с фактом трудоустройства и отсутствием у работника возможности передавать права из таких опционов третьим лицам. На практике фискальные органы и регуляторы признавали, что в силу указанной специфики такие «трудовые опционы» не имеют никакой самостоятельной «внутренней стоимости», и данный риск на практике не реализовывался. В 2020 году данная проблема была окончательно решена путем внесения поправок в законодательство о рынке ценных бумаг, указавших, что понятие ПФИ не включает в себя «трудовые опционы».

Представляется, что аналогичная специфика есть и у корпоративных опционов: они, как правило, являются составной частью более крупной сделки, и предоставленные по таким опционам права не могут быть переданы третьим лицам в отрыве от всех остальных элементов сделки. Таким образом, правомерно говорить об отсутствии самостоятельной внутренней стоимости у таких опционов и о связанной с этим невозможности определить их рыночную стоимость.

Вместе с тем, учитывая отсутствие какой-либо сформированной правоприменительной практики по данному вопросу, участники оборота часто стараются избегать предоставления опционов безвозмездно. Один из распространенных способов минимизации риска – использование явно символической цены (например, рубль, сто, тысяча). Однако, определяя цену, стоит помнить о возможности ее переоценки в случае, если налоговый орган сможет доказать недобросовестное поведение налогоплательщика. К примеру, если у налоговой будут основания подозревать, что опционная премия является нерыночной и заложена в покупную цену, что позволяет сторонам (стороне) уменьшить для себя подлежащую уплате сумму налогов.

Такое действительно возможно, но на практике нам не встречалось. Когда речь идет о независимых контрагентах, налоговым органам будет крайне сложно доказать, что определенная ими премия не является рыночной. Риски использования символической суммы опционной премии являются, скорее, гипотетическими. Это объясняется тем, что цены, применяемые в сделках, сторонами которых являются лица, не признаваемые взаимозависимыми, признаются рыночными. Также налоговый орган при доказывании с трудом сможет использовать аргументы о согласованности действий независимых сторон.

Если сделка происходит внутри группы, у налоговых органов будет больше формальных оснований пересмотреть очень низкую символическую цену, согласованную сторонам, поэтому, если идти по пути установления цены за опцион, лучше устанавливать ее более высокой. Теоретически, можно провести оценку стоимости предоставляемого по опциону права на заключение договора и использовать эту оценочную цену в опционе, однако на практике у оценщика могут возникнуть сложности с определением рыночной цены, учитывая указанные выше содержательные характеристики корпоративного опциона, связанные с его «несамостоятельной» природой.

При решении вопроса о целесообразности включения в опционную конструкцию премии за предоставление опциона важно учитывать «роль» и «место» опциона в структуре общей сделки, включая влияние возможной реализации опциона на цену всего приобретаемого бизнеса. Более подробно об этих аспектах рассказал **Константин Орлов**, советник юридической фирмы Stonebridge Legal.

#Мнение_экспертов



STONEBRIDGE LEGAL

Константин Орлов

Советник юридической фирмы Stonebridge Legal

На рынке сделок M&A опцион на покупку или продажу доли в бизнесе используется сторонами, как правило, **как часть большой сделки** или для регулирования акционерных отношений. Опцион на рынке M&A **не является самостоятельным инструментом** (в отличие от сделок с портфельными активами).

Большой сделкой может быть, например, **поэтапное приобретение** контроля над бизнесом, обеспечение паритетности сторон при выходе из бизнеса или использование опциона в качестве санкции при разрешении акционерных конфликтов.

В этих случаях опцион является или вспомогательным инструментом (а не целью сделки), или одним из ее этапов, а **цена опциона уже заложена в общее ценообразование большой сделки** в виде цены доли, приобретаемой по опциону. Цена доли привязывается, например, к соответствующей оценке бизнеса или, при обратной продаже, к стоимости первоначального приобретения доли. Таким образом, взимание опционной премии **было бы искусственным условием** с произвольно-определяемым размером, что неизбежно привело бы к корректировке цены доли на размер такой премии.

Примерами использования опциона как части большей сделки являются:

1. поэтапная покупка бизнеса в зависимости от его финансовых показателей или выполнения определенных условий;
2. опцион на обратную продажу доли при наступлении отменительного условия;
3. встречный опцион на продажу при неиспользовании опциона на покупку (и наоборот);
4. опционы при разрешении тупиковой ситуации;
5. опционы как часть условий Drag-Along или Tag-Along; и
6. штрафные опционы при нарушении акционерного договора, неплатежеспособности стороны или смене контроля.

2.3 Проблемные вопросы использования опционных конструкций

Основные сложности использования опционных конструкций связаны с отложенным (как правило, на продолжительный срок) распорядительным эффектом в части титула, и, следовательно, оплатой цены. Перенос моментов трансфера титула и расчетов в будущее привносит элемент неопределенности в отношения сторон сделки. С течением времени качество актива (его части, являющейся предметом опциона), объем и характер связанных с ним рисков может измениться.

Управлять отдаленными рисками в опционных конструкциях сложнее, чем в рамках одноэтапной сделки. Коммерческие условия опционов, в первую очередь, связанные с ценой (включая балансирующие цену условия о распределении рисков), под влиянием изменений макросреды и сложности долгосрочного прогнозирования показателей бизнеса в текущих реалиях также могут требовать большей гибкости при их структурировании.

С юридической точки зрения наиболее сложными вопросами структурирования опционов по-прежнему остаются вопросы, связанные с обеспечением автоматической реализации опционов, в первую очередь, вопросы корректного описания и верификации триггеров опциона, а также вопросы правопреемства по опционам.

Мы попросили M&A-экспертов прокомментировать наиболее важные проблемные аспекты, связанные со структурированием опционов, с которыми они сталкивались в рамках своей практики в период 2022–2024 гг.

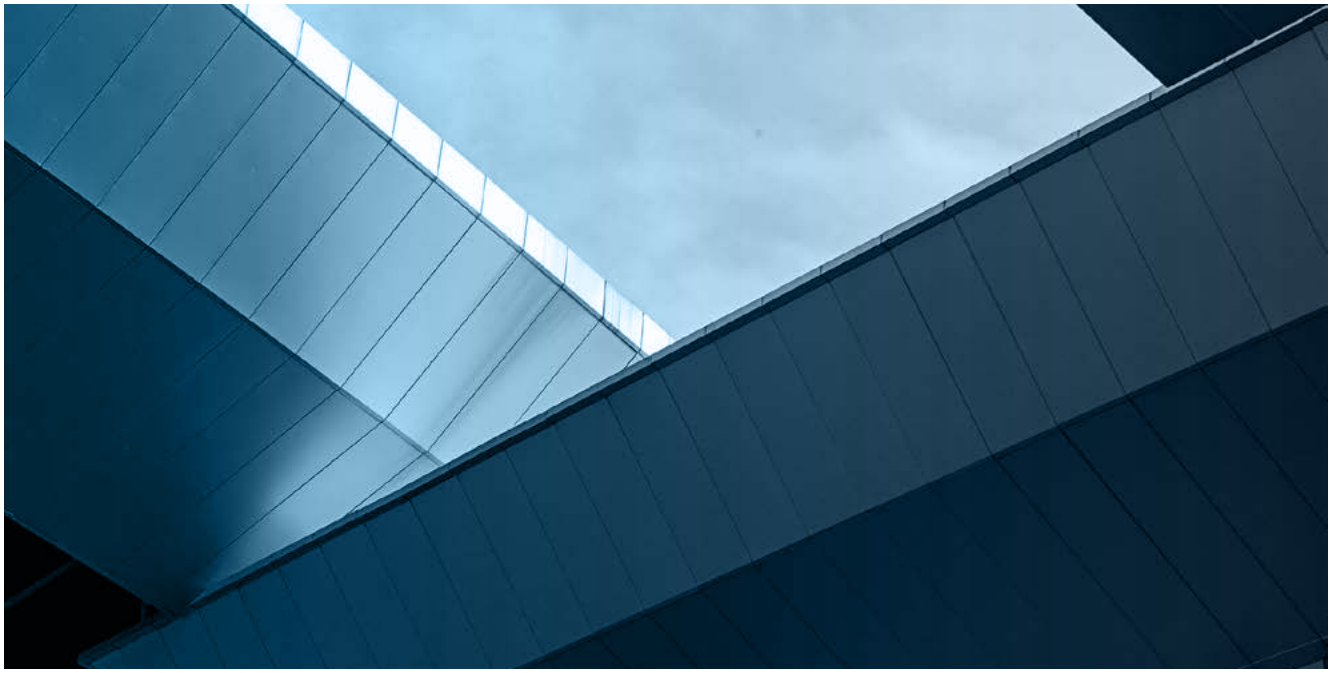
2.3.1 Обеспечение автоматизма реализации опциона

Сделки с долями в ООО

Наиболее часто проблема автоматизма реализации опционов возникает при их структурировании по модели, предусмотренной ст. 429.2 ГК РФ. В этом случае для исполнения опциона достаточно только волеизъявления акцептанта, и не требуется «второй подписи» (со стороны оферента). Именно к такому коммерческому эффекту стремятся участники сделок, управомоченные по опциону. Однако на практике такие конструкции связаны с риском отказа нотариуса удостоверить акцепт оферты, если у него возникнут сомнения в наступлении оснований для реализации опциона, а управомоченное лицо не сможет подтвердить соответствующие обстоятельства.

Больше всего практических сложностей вызывают случаи структурирования триггеров опционов, которые являются «отрицательными» фактами (например, непредъявление каким-либо лицом претензий или отсутствие изменений каких-либо показателей) или связаны со сложными оценочными параметрами, в том числе финансово-операционными показателями, метриками unit-экономики и т.п., в отношении которых отсутствуют утвержденные и единообразные алгоритмы расчета и бизнес-практика допускает различные методики их определения.

О подходах к структурированию условий-триггеров реализации опциона, снижающих риск отказа нотариуса удостоверить акцепт оферты, рассказал **Глеб Тихомиров,** советник юридической фирмы LEVEL Legal Services.





LEVEL Legal Services

Глеб Тихомиров

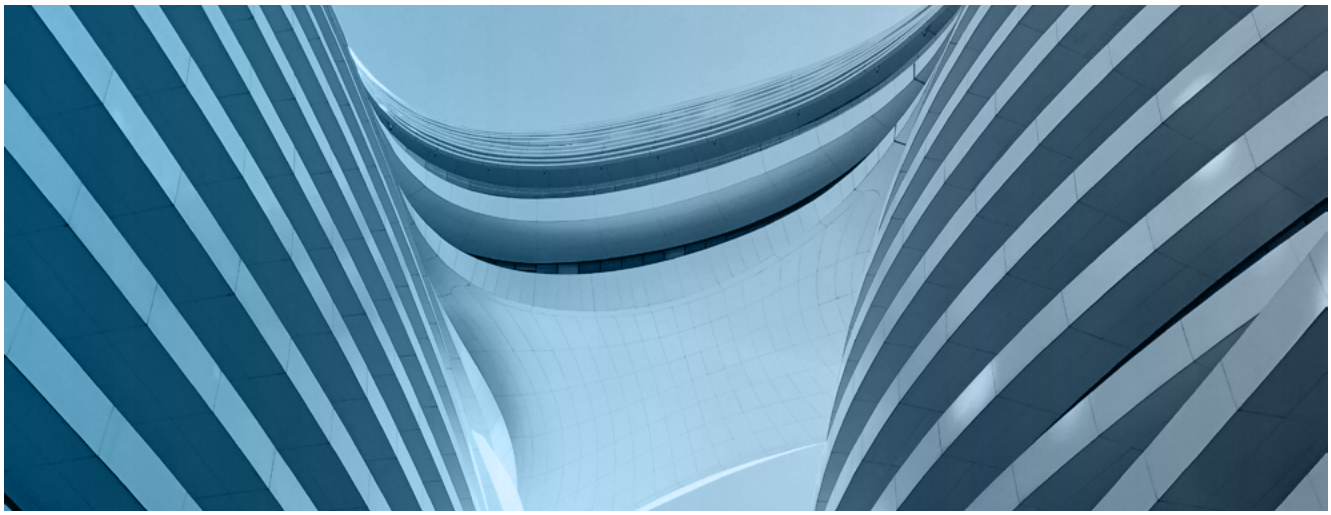
Советник юридической фирмы
LEVEL Legal Services

Сложнее всего структурировать (а также согласовывать с нотариусами) триггеры в опционах по ст. 429.2 ГК РФ, которые касаются «отрицательных фактов» (фактов ненаступления каких-либо обстоятельств к определенному сроку), а также обстоятельств, наступление которых сложно однозначным образом подтвердить без специальных знаний и / или глубокого исследования подтверждающих (например, финансовых) документов.

На практике мы сталкивались, например, со следующими механизмами доказывания нотариусу «активации» таких триггеров (причем, как правило, по согласованию с нотариусом, который осуществляет нотариальное удостоверение опциона и рассматривается в качестве наиболее вероятного лица, которое будет удостоверять акцепт безотзывной оферты):

- договоренность сторон о том, что те или иные обстоятельства подтверждаются односторонним заявлением акцептанта (впоследствии, если оферент не согласен, он сможет оспорить состоявшийся акцепт уже только в судебном порядке);
- последовательность действий, предполагающая, что акцептант направит нотариусу одностороннее заявление о «срабатывании» триггера, после чего нотариус будет обязан обратиться к оференту с просьбой предоставить документ, однозначно опровергающий факт «срабатывания» триггера. Если такой документ не предоставляется в согласованный сторонами в соглашении срок, нотариус удостоверяет акцепт;
- привлечение заранее согласованной сторонами аудиторской организации для подтверждения срабатывания триггера финансового характера с представлением заключения аудитора нотариусу для целей удостоверения акцепта.

Основной риск обозначенных подходов заключается в том, что между удостоверением самого опциона и удостоверением акцепта может пройти достаточно много времени, за которое конкретный нотариус может изменить свой подход к удостоверению акцептов, может в целом измениться рыночная практика удостоверения акцептов (например, на основании разъяснений / рекомендаций Федеральной нотариальной палаты), или же конкретный нотариус, с которым подход был заранее согласован, может уйти из профессии, в то время как другие нотариусы могут оказаться не готовыми применять согласованный подход.



Также рекомендациями и «лучшими практиками» структурирования опционов со сложными триггерами, поделился **Евгений Чернявский**, управляющий партнер юридической фирмы «Восход».

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Евгений Чернявский

Сооснователь и партнер корпоративной практики юридической фирмы «Восход»

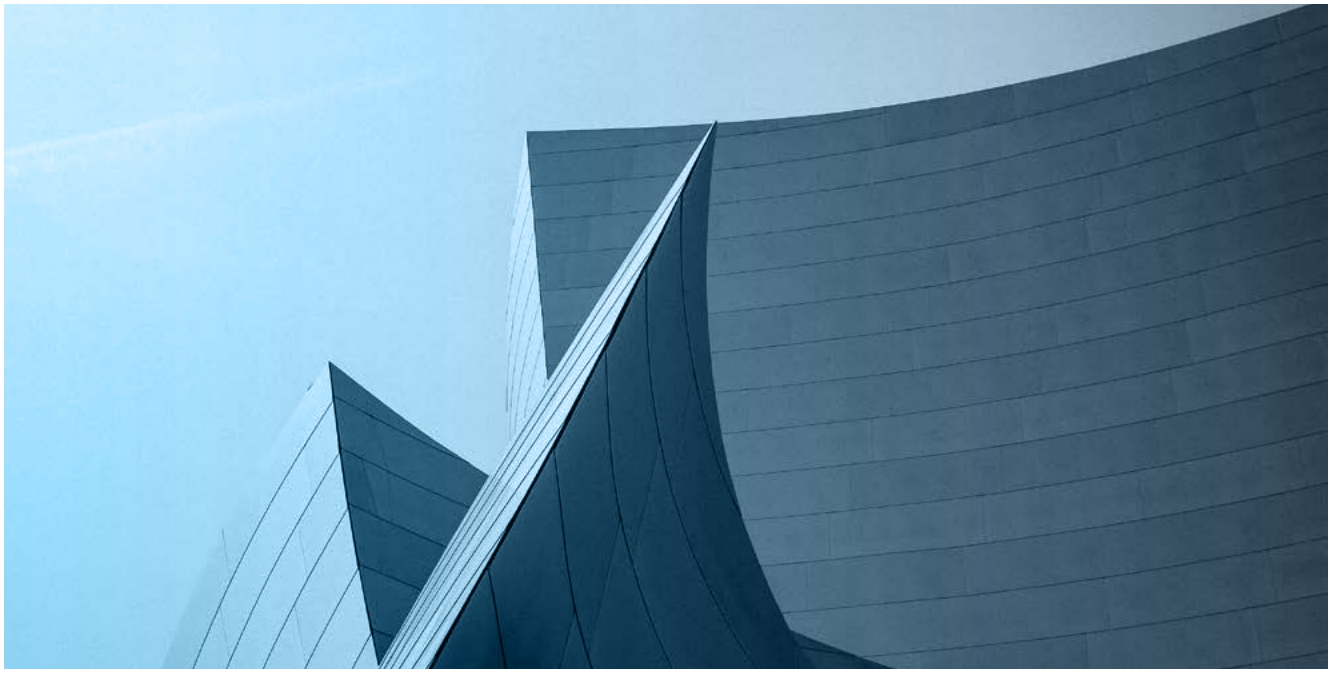
Мы рекомендуем согласовывать документы и / или иные доказательства наступления условий для реализации опционов, чтобы снизить риск отказа нотариуса удостоверить акцепт оферты.

Если для подтверждения выполнения условий необходимо привлечение экспертов, их стоит привлечь **до заключения опциона** или исключить необходимость экспертного заключения, если соответствующая сторона не привлекла эксперта в согласованный срок.

Необходимые согласия других участников общества на отчуждение акций / долей или отказы от реализации преимущественного права также стоит получить до заключения опциона. В контексте регуляторных согласований мы рекомендуем включать в опцион неустойку или возмещение имущественных потерь на случай неполучения покупателем регуляторного согласования.

В случае передачи акций оферент может выдать акцептанту безотзывную доверенность на действия для передачи акций, включая подписание распоряжения. Однако доверенность может быть отменена при подозрении на злоупотребление представителем и не исключает риск неисполнения покупателем (например, отказ открыть лицевой счет для зачисления акций). Здесь можно рассмотреть депонирование акций регистратором (депозитарием) в качестве эскроу-агента.

Отдельного структурирования требует управление рисками смерти или недееспособности физического лица, предоставившего опцион.



Автоматический переход прав на акции

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Дмитрий Коломеец

Советник корпоративной практики
юридической фирмы «Восход»

Существуют механизмы, обеспечивающие автоматический переход акций при наступлении обусловленных обстоятельств. В частности, глава 47.1 ГК РФ (ст. 926.1) регламентирует договор условного депонирования (эскроу) – соглашение, по которому депонент (продавец) передает акции эскроу-агенту для последующей передачи их бенефициару (покупателю) при наступлении указанных в договоре условий. В сочетании с опционом на заключение договора купли-продажи акций такой эскроу-механизм позволяет реализовать отчуждение акций автоматически: регистратор, выступая в качестве эскроу-агента, отвечает за сохранность акций и их передачу покупателю при выполнении условий сделки без участия депонента (продавца).

В исполнение такой условной сделки акции предварительно депонируются на лицевом счете депонента (продавца) в реестре с наложением запрета на распоряжение ими. На период действия договора эскроу депонент не вправе распоряжаться (отчуждать или обременять) такими акциями. При наступлении согласованных условий – например, оплаты покупной цены – эскроу-агент направляет регистратору уведомление о выполнении условий, на основании которого регистратор снимает обременение (блокировку) и регистрирует переход права собственности на акции к бенефициару (покупателю). Передача акций осуществляется без дополнительного распоряжения (участия) со стороны депонента (продавца), что обеспечивает автоматическое исполнение сделки в соответствии с ее условиями.

Помимо этого, для целей обеспечения перехода долей может быть использована конструкция безотзывной доверенности, где представитель, при наступлении условий для передачи акций, подает соответствующее заявление от имени представляемого.

2.3.2 Структурирование «плавающего» размера доли

При структурировании комплексных сделок у сторон нередко возникает необходимость согласовать предмет опциона не в формате фиксированного размера доли (или формулы, которая позволяет рассчитать конкретный размер доли в процентах), а путем указания на некий диапазон величин, в рамках которого у покупателя (акцептанта) была бы дискреция выбора размера выкупаемой доли в момент акцепта. Текущая позиция, сформировавшаяся в российской судебной практике, не позволяет с уверенностью говорить о допустимости такой конструкции. Ее использование сопряжено с риском признания опциона (договора-купли-продажи актива в его основе) **незаключенным** в силу того, что предмет договора не определен и не может быть определим на момент акцепта, поскольку фактически зависит только от усмотрения покупателя, а не от внешних параметров формулы определения размера выкупаемой доли.

Андрей Липин, старший юрист юридической фирмы ККМП поделился мнением в отношении проблемы структурирования «плавающего» предмета опциона.



Андрей Липин

Старший юрист юридической фирмы ККМП

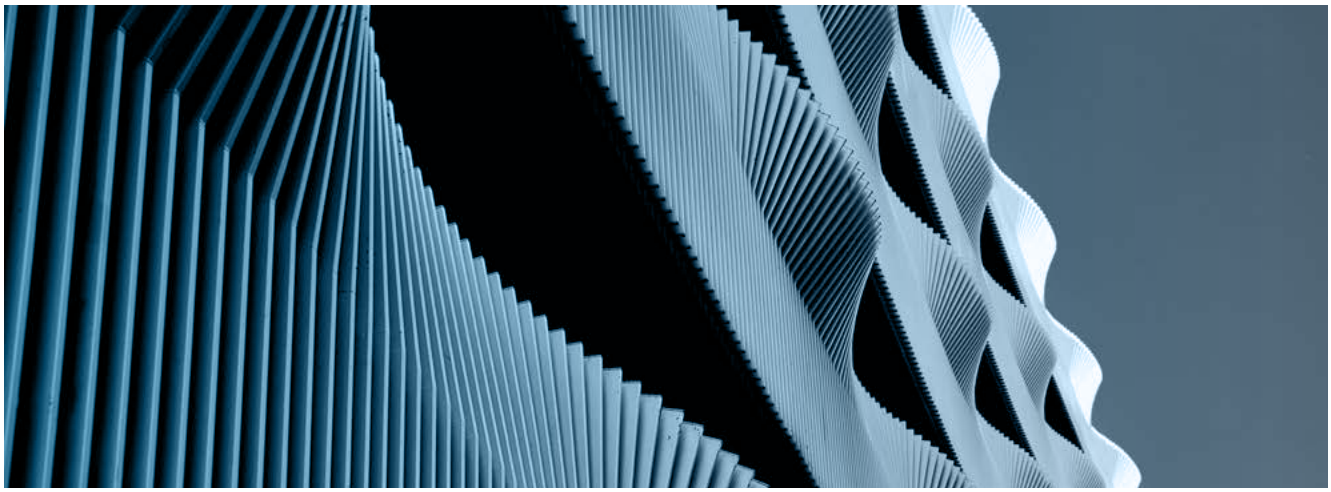
Иногда у сторон возникает необходимость предусмотреть в опционе гибкость, а именно, предоставить покупателю возможность реализовать опцион не только на фиксированный размер доли / количество акций или же всю долю / все акции продавца, но также и на любую их часть (например, любую часть доли продавца в уставном капитале компании в размере до 50%). В частности, такая частичная реализация опциона может быть необходима в ситуации, когда реализация опциона в полном объеме требовала бы получения регуляторных одобрений, которые покупатель не может или не успевает получить.

С юридической точки зрения, такая конструкция в целом представляется нам реализуемой при условии, что из соглашения об опционе однозначно следует, кто именно и в каком порядке определяет размер доли / количество акций, в отношении которых реализуется опцион. В этом случае выполняется требование п. 4 ст. 429.2 ГК РФ, в соответствии с которым опцион на заключение договора должен содержать условия, позволяющие определить предмет и другие существенные условия договора, подлежащего заключению (конкретно здесь – долю/акции, подлежащие продаже).

Отметим, что в судебной практике встречаются дела, в которых опцион с «плавающим»размером доли был признан незаключенным как раз-таки по причине того, что соглашение четко не отвечало на вопрос, кто в итоге определяет размер продаваемой доли: покупатель или продавец (см. постановление Арбитражного суда Московского округа от 19.02.2019 г. № Ф05-292/2019 по делу № А40-207820/17).

2.3.3 Управление отдаленными рисками в опционных конструкциях

Эксперты из юридической фирмы Melling Voitishkin & Partners поделились рекомендациями о том, какие мероприятия следует предпринять стороне, управомоченной по опциону, чтобы снизить вероятность материализации рисков.



#Мнение_экспертов



Melling Voitishkin &Partners

Сергей Крохалев

Партнер юридической фирмы
Melling, Voitishkin & Partners

В реальности управлять отдаленными рисками в сделках, структурированных с использованием опционов достаточно сложно.

Тем не менее, выделим здесь следующие моменты:

- возможность проведения due diligence до реализации опциона, через дополнительные информационные права;
- сохранение / получение миноритарной доли на период до реализации опциона, с отдельными правами, включая на доступ к информации, возможность участия в одобрении ключевых сделок и юридических действий;
- поведенческие обязательства для продавца;
- обязательства возмещения потерь.

Евгений Чернявский, партнер юридической фирмы «Восход», рассказал об оптимальных подходах к структурированию заверений об обстоятельствах в опционных конструкциях.

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Евгений Чернявский

Сооснователь и партнер корпоративной практики юридической фирмы «Восход»

Превалирующая судебная практика подтверждает невозможность предоставления заверений «на будущее». В контексте опционов риски актуальны в случае с долями в ООО, в период между акцептом оферты и регистрацией перехода титула, а также, потенциально, если заверения на дату акцепта включены в форму договора купли-продажи (по умолчанию, на дату акцепта оферент не подписывает каких-либо документов и его волеизъявление отсутствует).

Эффект повторения заверений может достигаться предоставлением письма с заверениями по состоянию на момент передачи акций / долей в случае, если непредоставление письма сопряжено с санкциями для соответствующей стороны. Договор может предусматривать, помимо неустойки, например, уплату покупной цены (ее части) после предоставления письма.

В контексте обязательства обеспечить действительность заверений на дату закрытия важно учитывать, что конструкция обязательства не предполагает ответственность должника за действия третьих лиц.

Если договор не предусматривает повторение заверений на дату закрытия, при нарушении заверений на дату закрытия могут применяться последствия передачи товара ненадлежащего качества (если их применение в договоре не исключено/ограничено).

2.3.4 Вопросы правопреемства по опционам: уступка прав и наследование обязанностей

Уступка прав по опционам

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Николай Феоктистов

Управляющий партнер юридической фирмы «Восход»

Уступка прав по опциону принципиально допустима, если мы говорим об опционе колл до момента его акцепта. Перевод договора здесь не рассматривается, поскольку это не уступка опциона.

В отсутствие специальных норм, регулирующих уступку преобразовательных правомочий, в соглашении о предоставлении опциона необходимо детально урегулировать все связанные с уступкой вопросы либо ее запретить. При этом может ли договорный запрет сделать уступку невозможной и какие последствия влечет нарушение такого запрета – вопрос сложный. Возможен аргумент, что право на акцепт опциона не является требованием, и к нему неприменимы положения ГК РФ о последствиях уступки неденежных требований в нарушение договорного запрета (в том числе оспоримость уступки при осведомленности контрагента о запрете уступки). В судебной практике разъяснения отсутствуют, поскольку уступка опционов – редкий кейс.

В контексте правил главы 24 ГК об уступке возникает проблема информирования оферента об уступке опциона. Согласно судебной практике должник может игнорировать уведомление цессионария, запросив подтверждение у цедента. Цессионарий здесь может столкнуться с нарушением своих прав в случае недобросовестности цедента, который: 1) не подтвердит уступку по запросу должника, 2) акцептует опцион после того, как он его уступил.

С долями в ООО риск минимален: уступку нужно удостоверять у нотариуса, поскольку уступка совершается в форме, идентичной основному договору В случае с акциями регистратор может не знать о наличии уступки, поэтому, если недобросовестный цедент акцептует опцион и вместе с добросовестным продавцом подаст заявление о передаче акцией, – регистратор зарегистрирует передачу акций, и сделку нельзя будет даже оспорить.

Для исключения таких ситуаций необходимо обязать цедента отправить уведомление оференту, либо оформить уступку по модели трехстороннего соглашения с участием оферента.

Наследование обязанностей по опциону

Об особенностях правопреемства по опционам рассказал **Евгений Чернявский**, партнер юридической фирмы «Восход».

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Евгений Чернявский

Сооснователь и партнер корпоративной практики юридической фирмы «Восход»

Опционы предоставляют его обладателю имущественное право, которое в общем порядке переходит к наследникам. Прямого регулирования наследования опционов законодательство не содержит, но принципиально опцион (права по опциону) подлежит(-ат) наследованию.

При этом, в случае смерти оферента (продавца по опциону), существует риск несогласия других участников общества на вхождение в общество наследников (в зависимости от положений устава). В этом случае наследникам выплачивается действительная стоимость доли, но обязательство передать долю оказывается практически неисполнимым.

В случае смерти акцептанта (покупателя) при отсутствии завещания / соглашения между наследниками право на акцепт переходит к наследникам на общих основаниях – и при наличии нескольких наследников их права реализуются ими совместно (в долях). На практике это может затруднить осуществление прав по опциону, поэтому целесообразно заранее оговорить порядок наследования опциона и прав по нему (например, в самом опционе, завещании или корпоративном договоре).

Если срок на акцепт истекает раньше, чем наследники вступят в свои права, возможно привлечение доверительного управляющего наследственным имуществом. Нотариус вправе назначить управляющего для сохранения наследственного имущества, и такой управляющий может осуществить акцепт опциона, действуя в интересах наследников (цель управления – сохранение имущества и увеличение его стоимости). Соответственно, реализация такого опциона должна быть к выгоде наследственной массы.

Также в рамках наследственного планирования возможно назначение в завещании душеприказчика для эффективного управления наследственной массой до принятия наследниками наследства, включая реализацию права на акцепт опциона. При этом, в случае с недееспособными, ограниченно дееспособными или несовершеннолетними наследниками при реализации права на опцион может вмешаться орган опеки и попечительства, если посчитает, что такая реализация противоречит интересам указанных лиц.

2.3.5 Опционы как инструмент мотивации работников

M&A-эксперты отмечают, что активизация процессов переноса холдинговых компаний из иностранных юрисдикций в российские специальные административные регионы (САРы) вызвала необходимость адаптации к реалиям российского правопорядка текущих программ мотивации менеджмента, ранее принятых на уровне редомицилированных компаний. В российском праве отсутствует специальный инструментарий для структурирования программ мотивации сотрудников, такие проекты, если речь идет о приобретении реальной доли участия в бизнесе, обычно реализуются с помощью опционных конструкций. Такие

программы мотивации менеджмента особенно востребованы в секторах, в которых активы традиционно растут более высокими темпами в сравнении с рынком в целом (например, ИТ сектор).

Об особенностях структурирования программ долгосрочной мотивации менеджмента по российскому праву рассказал **Денис Бушнев**, советник корпоративной практики юридической фирмы Stonebridge Legal.

#Мнение_экспертов



STONEBRIDGE LEGAL

Денис Бушнев

Советник юридической фирмы Stonebridge Legal

Опционы по российскому праву редко использовались бизнесом в целях реализации долгосрочных программ мотивации. Свою популярность (во многом вынужденно) они приобрели уже после 2022 г. в результате редомициляции иностранных компаний в Россию и их регистрации в специальных административных районах (более распространенным является о. Октябрьский, Калининград).

Среди встречающихся на практике моделей мотивационных программ стоит выделить:

1. программы стимулирования управленческого ключевого персонала, сформированные на основе опционов на приобретение акций по результатам IPO;

2. долгосрочные мотивационные программы с заключением опционных договоров, основанные на приобретении долей участия в ООО, но они не имеют широкого распространения на рынке, несмотря на свои преимущества.

В силу отсутствия в российском праве гибкости регулирования такого рода программ, многие компании вынуждены реализовывать их посредством использования «фантомных акций», которые имеют мало общего с участием в капитале корпорации. Выплаты по таким инструментам обычно включены в систему премирования персонала (являясь частью системы оплаты труда).

Среди сложностей реализации мотивационных программ, основанных на опционах по российскому праву, можно выделить следующее:

a. обеспечение исполнения обязательств по программе требует более детальной проработки и усложняется дополнительными элементами в структуре, которые по иностранному праву обычно не требуются, например:

   i. ограничения на отчуждение / обременение акций (долей) участниками программы мотивации;

   ii. обязательства участников программы голосовать определенным образом на общем собрании акционеров (участников) посредством заключения корпоративного договора;

   iii. выпуск привилегированных акций разных типов (предоставление права голоса по определенным вопросам компетенции общего собрания акционеров, возникновение прав голоса в зависимости от наступления определенных обстоятельств);

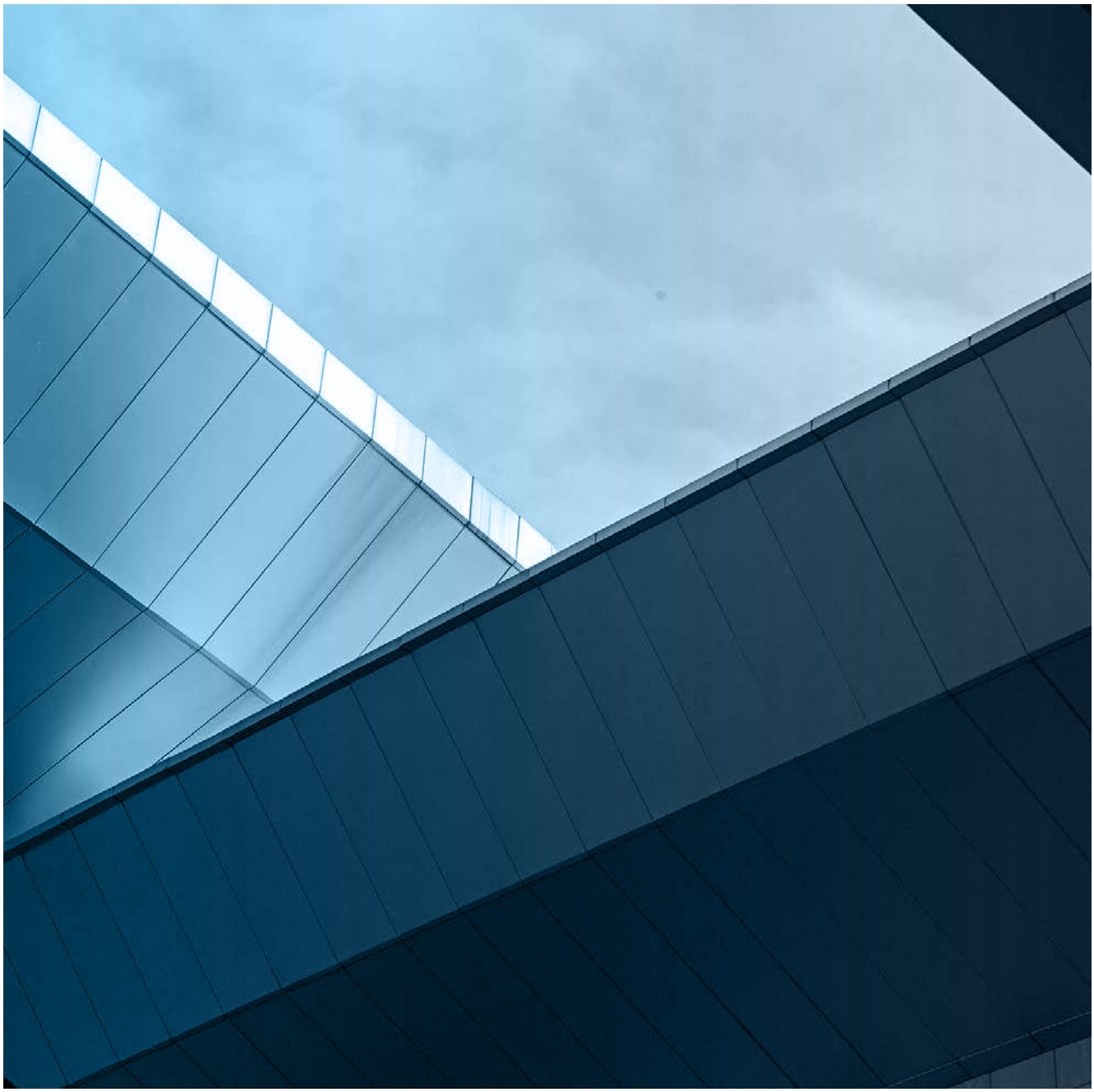
   iv. при исключении из программы требуется опцион на обратный выкуп приобретенных ранее акций (долей); а также

b. сложности в поиске эффективного источника формирования пула акций для реализации долгосрочной программы мотивации (покупка с рынка или дополнительная эмиссия, которые требуют учета рыночной стоимости акций).

2.3.6 Опцион как санкция за нарушение: возможности и риски

Многие M&A-эксперты отмечают частое использование опционных конструкций в качестве санкции (штрафа) за нарушение стороной сделки своих обязательств, предусмотренных транзакционной документацией. Штрафной эффект в таких ситуациях достигается за счет экономического выигрыша лица, в отношении которого было допущено нарушение. Он либо выкупает долю (или ее часть) нарушителя с существенным дисконтом, либо продает ему свою долю с премией к рыночной цене. Основания для реализации штрафных опционов при этом могут быть самыми разнообразными – от неисполнения стороной сделки обязательств по оплате доли или передаче актива до нарушения информационных прав или согласованного порядка голосования на общем собрании участников. Зачастую штрафные опционы связаны с плохой финансовой дисциплиной на стороне приобретаемой компании, включая случаи структурирования расчетов по модели earn-out.

О возможных последствиях использования штрафных опционов рассказала **Алёна Кучер**, старший партнер юридической фирмы ККМП.





KKMP LEGAL

Алёна Кучер

Старший партнер юридической фирмы ККМП

Штрафные опционы: практическое применение и возможные проблемы

Не учитывая формальные процедуры эскалации и переговоров, в которых без желания сторон конфликт не разрешится, опционы являются популярным средством разрешения тупиковых ситуаций. Обычно они структурируются по справедливой цене. Однако встречаются и штрафные опционы, используемые для разрешения конфликтов, если они вызваны действиями одного из участников.

Штрафные опционы предполагают приобретение долей и акций по цене с дисконтом (опционы-колл) или продажу по цене с премией (опционы-пут). На практике дисконт и премия чаще всего варьируются в пределах 5-30%, но встречаются и такие ситуации, когда доли или акции передаются по опциону по номинальной стоимости или вообще за 1 рубль.

Штрафные опционы используются в качестве последствий за существенный дефолт одного из участников совместного предприятия. Наиболее частыми триггерами для реализации являются смена контроля, нарушение санкционных требований, конкурирующая деятельность, нарушение порядка голосования, установленного корпоративным договором. Такой инструмент выполняет обеспечительную и превентивную функцию – участник должен понимать, что в случае дефолта против него будет применен опцион со штрафом (так, в случае с опционом-колл это означает, что нарушитель лишится не только своей доли, но и недополучит ее справедливую стоимость).

С точки зрения переговоров, подход стороны, получающей опцион, прост: чем больше дисконт по опциону-колл или премия по опциону-пут, тем лучше. Коммерческая логика понятна – сумма, согласованная в рамках переговоров, становится доходом в момент реализации опциона и компенсацией за совершенное нарушение, являющееся триггером опциона.

Однако следует обратить внимание на один юридический аспект штрафных опционов. Несмотря на то, что стороны не называют опцион мерой ответственности, фактически он подпадает под данное понятие, возлагая негативные последствия на правонарушителя. Кроме того, налицо явная карательная функция такого опциона, которая противоречит принципам гражданско-правовой ответственности. По своей сути, этот инструмент не только компенсирует нарушенный интерес держателя опциона, но и «наказывает» контрагента за правонарушение.

Это приводит к двум выводам. Первый вывод – реализация такого опциона является не просто обычной сделкой, а по сути своей представляет собой меру ответственности, поэтому к реализации такого опциона могут применяться все положения российского права об ответственности, например, об исключении ответственности при форс-мажоре, доказывании состава нарушения, учете вины кредитора и проч.

Второй вывод – вытекает из того, что ответственность в гражданском праве должна носить компенсаторный характер и основываться на принципе соразмерности. Штрафной опцион не учитывает корреляцию между негативными последствиями для пострадавшей стороны и размером премии/дисконта, так как он является фиксированным. С юридической точки зрения, его можно рассматривать как опцион по справедливой цене, дополненный элементом, схожим со штрафной неустойкой, скрытой за дисконтом или премией.

Хотя на сегодняшний день подтверждающая судебная практика по данному вопросу отсутствует, мы допускаем, что в некоторых случаях чрезмерный «штраф» может привести к переквалификации опциона в меру ответственности. Например, если цена по опциону сильно отклоняется от рыночной стоимости, суд может обратить внимание на несправедливость условий, несоразмерность последствия для опционодателя и применить нормы о мерах ответственности, включая возможную переквалификацию штрафа в неустойку с возможностью уменьшения ее размера.

В некоторых случаях встречаются опционы-колл, предусматривающие **символическую оплату**, например 1 руб. Как правило, такие опционы являются составной частью большой сделки и используются в качестве рычага «экстренного реагирования» на общую цену сделки. Примером является ситуация, когда покупатель уже оплатил цену доли, но впоследствии бизнес не достиг согласованных показателей по причине того, что партнер не выполнил ряд обязанностей, и в соответствии с договоренностями сторон структура владения и цена всей сделки должны быть скорректированы.

О налоговых последствиях использования штрафных опционах рассказали эксперты из юридической фирмы VERBA LEGAL.

#Мнение_экспертов

#Налоговые_последствия



VERBA LEGAL

Евгения Заинчуковская

Советник, руководитель налоговой практики VERBA LEGAL

Несмотря на то, что формально у территориальных налоговых органов нет полномочий проверять цены в неконтролируемых сделках, правовым основанием для изменения квалификации сделки в налоговых целях могут быть положения ст. 54.1 НК РФ о недопустимости получения налоговой выгоды вследствие искажения налогоплательщиком сведений о фактах хозяйственной жизни.

Для изменения квалификации сделки в налоговых целях налоговым органам не требуется инициировать гражданско-правовой спор (в частности, выходить в суд с требованием о признании притворной сделки недействительной и о применении последствий недействительности сделки).

В тех случаях, когда актив приобретается с существенным дисконтом (отклонение цены в 2 и более раза от рыночного уровня), рискует, как правило, покупатель, которому могут быть предъявлены претензии в получении дохода, например, в виде разницы между рыночной стоимостью актива и фактическими затратами покупателя на его приобретение (см. например, дело № А32-39315/2023 (ООО «МВ ФУД»).



VERBA LEGAL

Андрей Шептий

Старший юрист налоговой практики VERBA LEGAL

При приобретении активов **по стоимости, приближенной к нулю**, или по номиналу возникают **риски переквалификации штрафного опциона в безвозмездное получение актива** держателем штрафного опциона и доначислением ему налога на прибыль по п. 8 ст. 250 НК РФ с учетом рыночной стоимости актива.

В том случае, если доли участия (акции) приобретаются по заниженной стоимости **физическим лицом**, то возникают **налоговые последствия по НДФЛ** в связи с получением дохода в виде материальной выгода или в натуральной форме. Нам неизвестна судебная практика, где налоговые органы предпринимали бы попытки переквалифицировать передачу активов по штрафным опционам в безвозмездное получение имущества / имущественных прав. Однако само по себе отсутствие судебной практики, по нашему мнению, в полной мере не нивелирует налоговые риски подобных конструкций. В связи с этим структурирование штрафных опционов должно в любом случае сопровождаться тестированием этого условия на предмет потенциальных налоговых последствий и рисков.



Дамир Шакиров

Юрист налоговой практики ККМП

Налоговая проблематика, связанная со штрафными опционами, в первую очередь связана с ценой продажи / приобретения акций и долей участия по ним. На практике наиболее часто приходится встречаться с двумя вопросами.

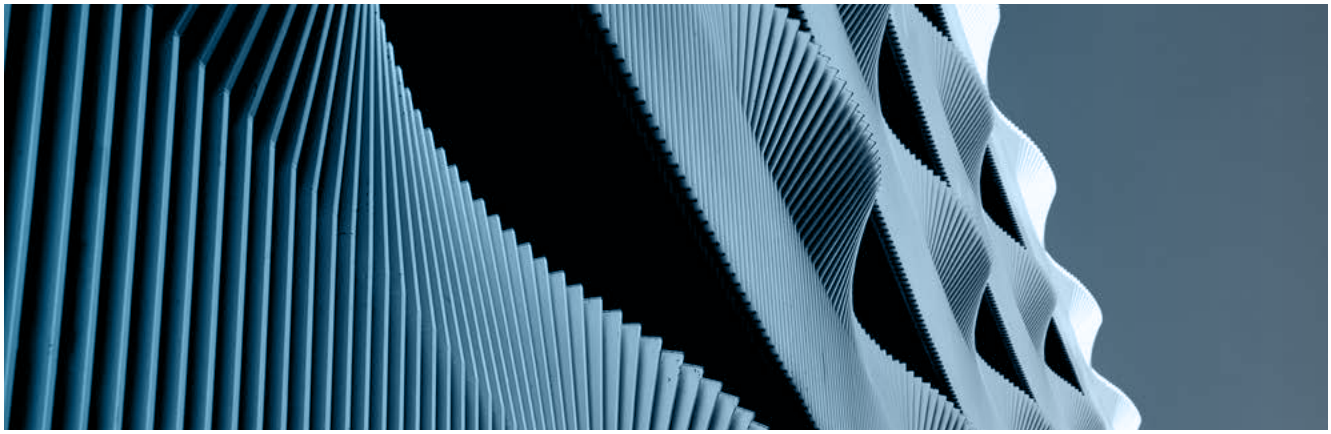
Первый вопрос заключается в возможных налоговых последствиях реализации штрафного колл-опциона. При приобретении физическим лицом инструментов участия в корпорации со значительным дисконтом может возникнуть доход в виде материальной выгоды. Однако в регулировании налога на прибыль организаций подобных норм нет, и компании-акцептанты с такой проблемой не сталкиваются.

Распространенное мнение о наличии риска для компаний-акцептантов основывается на опасениях применения налоговыми органами общих норм, направленных на противодействие уклонению от уплаты налогов. Но в реальных отношениях независимые участники корпораций прежде всего стремятся обеспечить свои интересы при осуществлении корпоративного управления, а не добиться налоговой экономии. Поэтому нельзя утверждать, что установление сниженной цены продажи акций или долей участия было продиктовано стремлением к более благоприятному налоговому режиму. Трудно также представить, что сниженная в рамках штрафного опциона цена акций или долей участия может считаться искажением фактов хозяйственной жизни.

Второй вопрос касается гипотетической возможности признания штрафного опциона как содержащего элемент неустойки по иску покупателя в случае пут-опциона с наценкой или продавца в случае колл-опциона с дисконтом. Налоговые последствия будут зависеть от конструкции штрафного опциона:

- если суд признает, что суммы, полученные продавцом по пут-опциону с наценкой, являются не только стоимостью акций / долей участия, но и включают в себя неустойку, то доход в любом случае был учтен продавцом в периоде продажи инструмента участия. Таким образом, негативные налоговые последствия для продавца не наступают, а для покупателя могут наступить только в определенных обстоятельствах.

- если суд признает за продавцом по олл-опциону с дисконтом право на получение дополнительной платы, то существуют основания полагать, что такая плата является частью цены инструмента участия, проданного в предшествующем периоде. В этом случае у продавца может возникнуть необходимость в ретроспективном изменении налоговой базы и уплаты пеней, но существуют и аргументы против такого подхода.



03 Спецпроект | Механики определения цены в сделках M&A

Авторы текста: Алёна Кучер, Валериан Мамагеишвили, Татьяна Невеева, Александр Колосков, Дарья Кирюшина



- В период 2022–2024 гг. сформировался тренд на упрощение механик определения и корректировки покупной цены в сделках M&A в пользу использования подходов, предполагающих фиксированную цену (Fixed Price, Locked Box).
- В отношении сделок с российскими участниками этот тренд связан с общим ускорением темпов закрытия сделок в условиях повышенной неопределенности, волатильностью финансовых показателей, ростом стоимости долга и снижением рыночных мультипликаторов оценки.
- В сделках-«выходах» механики, предполагающие возможность корректировки цены после закрытия сделки, фактически не применялись.
- В отношении более «зрелых» и крупных предприятий в период 2022–2024 гг. сторонами часто использовались механики с инструментарием более точного определения итоговой цены, такие как Completion Accounts и ее вариации.
- В 2022-2024 гг. на фоне ситуации «разрыва ожиданий» по оценке, дорогого финансирования и запроса на более гибкие подходы к ценообразованию участники сделок стали чаще использовать механику earn-out.
- С точки зрения юридического структурирования и практической реализации наиболее сложными механиками определения цены являются earn-out и completion accounts.

В период 2022-2024 гг. в условиях макроэкономической и геополитической неопределенности и жесткой кредитно-денежной политики на российском рынке M&A сложилась ситуация «расхождения ожиданий» по оценке. Большинство экспертов отмечает, что участникам сделок M&A в этот период стало сложнее договариваться о цене, механиках ее корректировки и структуре расчетов. Все чаще именно разногласия по ценовым вопросам становились причиной приостановки сделок либо выхода из переговоров.

В связи с этими факторами стороны, желающие достичь компромисса по ключевым условиям сделки, в этот период стремились использовать более гибкие подходы к фиксации ценовых условий, включая механики корректировки цены и расчетов.

В ходе данного исследования мы уделили особое внимание использованию механик определения покупной цены в сделках M&A, ее фиксации в транзакционной документации и последующих корректировок (далее – **«Механики»**). Мы попросили ведущие юридический фирмы, участвующие в данном исследовании, предоставить обезличенные обобщенные статистические данные о количестве сделок M&A, заключенных в анализируемый период, и о Механиках, использованных в соответствующих сделках. Основные выводы и результаты опросов, представленные в данном разделе, основаны на реальных количественных данных, преимущественно, сегмента high-market[60], и частично mid-market[61].

Статистическую информацию по сделкам для данного анализа предоставили, в том числе, следующие юридические фирмы:

ALUMNI PARTNERS · BETTER CHANCE · ELWI · LEVEL · Melling Voitishkin & Partners · seamless LEGAL · STONEBRIDGE LEGAL · NIKOLSKAYA consulting · ВОСХОД · ADVANCE CAPITAL · Аверта Групп · NOVUS CAPITAL · Gardiner Resources

60 С оценкой таргета: 50 млрд руб. и более.

61 С оценкой таргета: от 10 до 50 млрд руб.

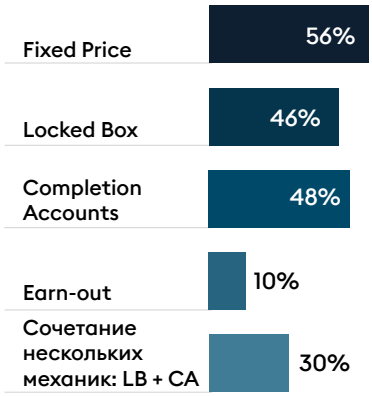
Всего для целей данного раздела было проанализировано 264 сделки M&A, которые предполагали смену контроля (без учета сделок-«выходов» и сделок по созданию СП), включая многоэтапные сделки[62].

3.1 Механики, преобладающие в период 2022–2024 гг.

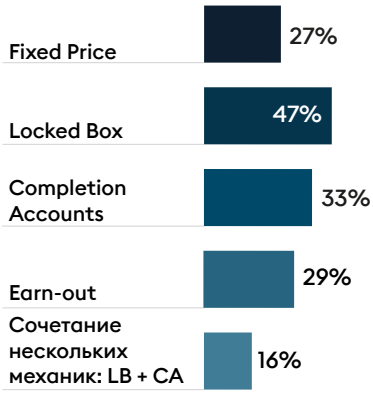
В целом за период 2022–2024 гг. фундаментальные подходы к определению покупной цены по сделкам не претерпели существенных изменений. Сделки M&A, как и прежде, содержат положения об определении и корректировке покупной цены в рамках одной из следующих Механик: Fixed Price, Locked Box, Completion Accounts, Earn-out. Альтернативно в сделках используются гибридные модели, предполагающие использование комбинации нескольких Механик.

Вместе с тем, факторы, влияющие на рынок M&A в период 2022–2024 гг., скорректировали подходы сторон сделок в части структурирования положений о покупной цене.

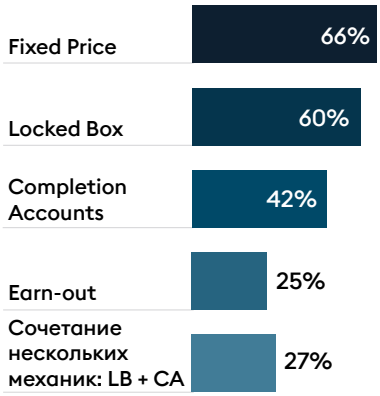
Какая механика определения цены наиболее часто встречалась Вам в сделках M&A в период 2022-2024 гг.?



По данным Опроса IB, финансовых и M&A-консультантов



По данным Опроса юридических M&A-команд



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

3.1.1 Механики определения цены без корректировок

Фиксированная цена

По результатам Опроса юридических M&A-команд и Опроса широкого круга M&A-игроков Механика **Fixed Price** оказалась **лидером – 56%** и **66%** респондентов (соответственно) отметили, что в исследуемый период наиболее часто встречалась именно эта Механика. Данная Механика получила широкое распространение в исследуемый период в силу необходимости закрывать сделки относительно быстро и без сложноструктурированных конструкций в юридических документах.

Фиксированная цена (далее – **«FP»**, **«Fixed Price»**) предполагает, что цена покупки бизнеса уста-

62 В рамках Опроса юридических M&A-команд участники исследования предоставили информацию в отношении 264 сделок, которые сопровождались респондентами и/или юридическими фирмами, предоставившими статистические данные. Результаты, приведенные ниже со ссылкой на Опрос юридических M&A-команд, следует читать, учитывая совокупное количество сделок, попавших в выборку.

навливается сторонами в момент подписания соглашения о купле-продаже, остается неизменной между подписанием и закрытием сделки и не подлежит корректировкам независимо от финансового состояния таргета.

Fixed Price характеризуется тем, что: (i) цена покупки известна сторонам уже в момент совершения сделки; (ii) покупатель принимает риск ухудшения финансового состояния таргета после согласования цены; (iii) не требуются корректировки цены после закрытия сделки.

В исследуемый период (особенно в 2022 г.) многие инвесторы (в частности, вне сделок-«выходов») находились в условиях неопределенности, что мотивировало их совершать сделки по продаже бизнеса в ускоренном темпе. В таких условиях Механика FP оказалась эффективным инструментом для ускорения закрытия сделок и расчетов. В случае выхода из совместных предприятий акции и доли продавались партнерам по бизнесу, остающимся в проекте. Это обеспечивало высокий уровень доверия и глубокое понимание бизнеса между сторонами, способствуя более быстрой фиксации цены.

Эксперты рынка подтверждают, что FP чаще используется в сделках небольшого размера или совершаемых в условиях срочности.

Locked Box

Механика Locked Box также широко использовалась в 2022-2024 гг.: Опрос широкого круга M&A игроков показал результат в **60%**, а в Опросе IB, финансовых и M&A-консультантов она оказалась лидером с результатом в **47%**.

В Механике «закрытого периметра» (далее – **«LB»**, **«Locked Box»**) покупная цена фиксируется на определенную дату (дату LB)[63], предшествующую подписанию обязывающей документации. Изменения цены после этой даты возможны только для конкретно оговоренных случаев, связанных с т.н. «утечками». Утечкой обозначают любую стоимость, которая без согласия покупателя в силу действий продавца выбывает из периметра таргета в период между датой, на которую согласована цена, и датой закрытия сделки.

Locked Box предполагает: (i) презумпцию неизменности оценки таргета при отсутствии утечек; (ii) переход экономических рисков и выгод к покупателю с даты Locked Box; (iii) корректировку покупной цены в пользу покупателя только в случае возникновения утечек; (iv) простоту применения: стороны точно знают итоговую цену и не взаимодействуют после закрытия сделки, за исключением разбирательств в связи с утечками.

#Мнение_экспертов



LEVEL Legal Services

Леонид Эрвиц

Управляющий партнер юридической фирмы LEVEL Legal Services, глава корпоративной практики

Жесткое фиксирование договорной цены (по субъективной договоренности сторон или же с привязкой к показателям отчетности или рыночной оценке на определенную дату) – достаточно распространенный в нашей практике подход, особенно применительно к сравнительно небольшим или очень срочным сделкам.

3.1.2 Механики определения цены с корректировками

Механики Earn-out и Completion Accounts остаются довольно популярными моделями структурирования покупной цены, вне зависимости от внешних факторов. Механики с корректировками позволяют сторонам достигать большей точности в определении итоговой покупной цены. Completion Accounts является более универсальной Механикой, в то время, как Earn-out, по общему правилу, используется в специфических ситуациях (о которых рассказано ниже).

С точки зрения юридического структурирования и переговорного процесса Механики

63 Как правило, это дата, на которую определена и согласована оценка бизнеса.

«Использование Механик Earn-out и Completion Accounts требует тщательной проработки транзакционной документации и определения наиболее эффективных юридических инструментов для обеспечения соблюдения коммерческих договоренностей сторон»

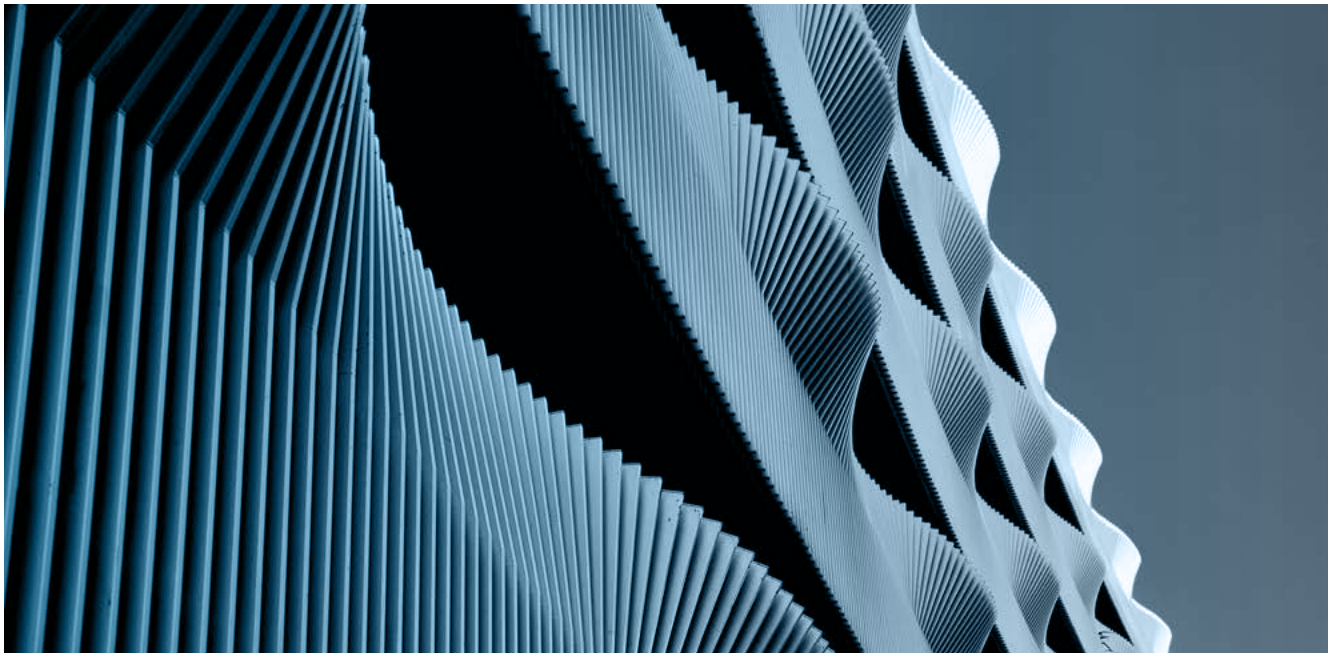
Earn-out и Completion Accounts являются наиболее сложными.

Эти Механики подразумевают определение и согласование определенных метрик, которые влияют на переменную часть покупной цены. Определение таких метрик и согласование порядка их расчета увеличивает транзакционные (в частности, временные) издержки. Подготовка отчетности и верификация согласованных КПЭ требует отвлечения таргета от хозяйственной деятельности и участия в данных процессах. При этом указанные Механики часто становятся причиной споров: **даже если стороны договорились о порядке согласования переменной части цены и отдали этот вопрос на решение независимого эксперта, мнение эксперта не устраняет риск инициирования судебных споров, в том числе мотивированных получением одной из сторон неосновательного обогащения.** Метрики, определяющие переменную часть покупной цены, не всегда являются бесспорными и могут толковаться сторонами сделки по-разному.

Completion Accounts

В рамках Опроса юридических M&A-команд Completion Accounts занимает 2-е место – **48%** респондентов выбрали данную Механику в качестве самой распространенной за период 2022-2024 гг. Опрос широкого круга M&A-игроков показал результат в **42%**. В целом, Механика остается распространенной и, в первую очередь, используется при структурировании сделок в отношении крупных предприятий. Основная причина использования данной Механики заключается в точности покупной цены, которую она позволяет достичь за счет корректировки на согласованные финансовые показатели таргета. Даже в период неопределенности и перемен во внутренних сделках в отношении крупных таргетов часто используется именно CA.

Корректировка на основе отчетности на дату закрытия (далее – **«CA», «Completion Accounts»**) предполагает корректировку покупной цены на базе сравнения фактических и прогнозных финансовых показателей таргета по состоянию на дату закрытия. Определение итоговой покупной цены происходит после согласования сторонами «передаточной / специальной» отчетности (Completion Accounts / Completion Statement), составляемой после закрытия сделки.





Роман Прудентов

Партнер юридической фирмы
Stonebridge Legal

Сравнение Completion Accounts и Locked Box в сделках M&A

Для оценки справедливости механизмов определения цены в M&A сделках стоит обратить внимание на некоторые существенные различия между Completion Accounts и Locked Box.

Completion Accounts

Completion Accounts предполагает, что окончательная покупная цена отражает фактическое состояние бизнеса на дату перехода контроля к покупателю и определяется после закрытия. Такой подход традиционно считается более благоприятным для покупателей, поскольку:

a. **снижается информационная асимметрия:** покупатель получает возможность проанализировать актуальные финансовые показатели после закрытия сделки, что уменьшает риск переплаты, а также балансирует переговорные позиции сторон к моменту определения окончательной покупной цены;

b. **Учитываются изменения в бизнесе:** неблагоприятные изменения в состоянии бизнеса не переносятся на покупателя – они находят отражение в финансовой отчетности на момент перехода контроля к покупателю.

Locked Box

При Locked Box покупная цена фиксируется на основании исторических финансовых данных таргета и не корректируется на финансовые показатели таргета позднее. Для оценки справедливости такого механизма следует обратить внимание, что:

a. **имеются риски изменений в бизнесе за период до закрытия:** поскольку цена определена на основании исторических показателей, последующие изменения в бизнесе не повлияют на окончательную покупную цену; и

b. **снижается мотивация продавца улучшать бизнес:** улучшение финансовых показателей таргета за счет успешного управления им продавцом (или их удержание на текущем показателе) в период до перехода контроля к покупателю не отразится на стоимости сделки и сумме, которую получит продавец.

На наш взгляд, Completion Accounts позволяет достичь более справедливый результат в сделке посредством учета состояния бизнеса таргета на момент его приобретения покупателем, что в конечном итоге ведет к сближению уплачиваемой покупной цены с действительной стоимостью таргета в момент приобретения. Однако этот механизм сопряжен с более сложным процессом согласования транзакционных документов, неопределенностью окончательной цены и большей вероятностью возникновения споров на этапе определения окончательной покупной цены.

Ключевыми особенностями CA являются следующие: (i) процедура согласования отчетности таргета на дату закрытия и взаимодействие сторон после закрытия (обычно 30-90 дней); (ii) корректировки делаются для учета отклонений фактических финансовых показателей таргета от целевых / прогнозных, которые закладывались в качестве презумпций при определении базовой покупной цены; (iii) в рамках согласования передаточной отчетности стороны часто привлекают независимых аудиторов; (iv) принципы и правила составления передаточной отчетности учитывают специфику сделки и приобретаемого бизнеса и требует вовлечения финансовых команд и консультантов сторон.

#Мнение_экспертов



Глеб Тихомиров

Советник юридической фирмы LEVEL Legal Services

Корректировка по методике Completion Accounts встречается также довольно часто, особенно если речь идет о крупных рыночных сделках со значительным промежутком времени между подписанием документации по сделке и закрытием сделки.

Николай Феоктистов, управляющий партнер юридической фирмы «Восход», рассказал об особенностях процедуры определения финансовых корректировок в сделках и возможных спорах между сторонами.

#Мнение_экспертов



Николай Феоктистов

Управляющий партнер юридической фирмы «Восход»

Как правило, стороны стремятся согласовать механизм, при котором экспертная оценка размера финансовых корректировок покупной цены (в отношении уровня долга и чистого оборотного капитала таргета) является окончательной, чтобы минимизировать риски судебного оспаривания ее размера. Комфорт сторонам в отношении точности экспертной оценки может быть дан за счет предоставления права каждой стороне привлечь своего эксперта. В случае существенного расхождения между двумя оценками может быть привлечен третий эксперт, а окончательный размер корректировок определяется, исходя из оценки такого третьего эксперта и наиболее близкой к ней оценки эксперта, назначенного стороной (например, согласованным может быть их медианное значение).

Обычной практикой является подписание дополнительного соглашения к договору купли-продажи таргета, в котором указывается итоговый размер покупной цены (с учетом суммы корректировки), и стороны обязуются не оспаривать проведенную оценку.

Важно учитывать, что даже в случае подробного регулирования в договоре процедуры корректировки покупной цены, сторона, не удовлетворенная процессом оценки или ее итогами, может возражать против применения предусмотренной в договоре процедуры, заявив спор о праве. Это может быть спор об интерпретации условий договора, релевантных для процесса оценки, или деликтный иск, например, из недобросовестного поведения.

Механизмы управления таким риском разнятся от сделки к сделке. В одной из наших сделок, подчиненных английскому праву, эксперты отказались осуществлять оценку, пока спор о праве не будет разрешен, – таким образом, процесс определения итоговой покупной цены мог бы занять несколько лет, если бы стороны не пришли к мировому соглашению.

Earn-out

В рамках Опроса юридических M&A-команд и Опроса широкого круга M&A-игроков **Earn-out** оказался самой непопулярной Механикой – всего **10%** и **25%** респондентов, соответственно, считают ее наиболее распространенной. В практике респондентов-представителей IB консультантов Earn-out встречается чаще – **29%**. При этом, профильные игроки IT рынка в рамках Опроса по аспектам Tech M&A в качестве **лидера** среди Механик ожидаемо **выбрали Earn-out** с результатом в **54%**. Непопулярность данной Механики в рамках опросов может быть обусловлена выборкой сделок, в отношении которых предоставлялась статистика: так как участники в основном сопровождают крупные и средние сделки, статистика упускает сегмент с «растущими» бизнесами.

Механика Earn-out[64] (далее – **«Earn-out»**) предполагает заключение соглашения, в котором часть общей покупной цены, определенная на основании показателей деятельности таргета после закрытия сделки, выплачивается после закрытия.

Среди ключевых особенностей, определяющих Механику **Earn-out**, выделяются следующие: (i) ценообразование основывается на подтверждении результатов таргета, что позволяет покупателю снизить риски оптимистичной оценки компании; (ii) соглашение сторон может включать в себя конкретные целевые показатели, такие как выручка, прибыль, EBITDA, Gross Margin и пр., в течение периода Earn-out (в среднем 1-3 года); (iii) Механика позволяет согласовать интересы сторон: продавец становится заинтересованным в росте бизнеса, а покупатель платит за подтвержденные показатели; (iv) в процессе переговоров по Earn-out устанавливаются целевые метрики, методология их расчета и процедуры верификации расчетных показателей.

Мы попросили ведущих M&A-экспертов рассказать о практике использования Механики Earn-out.

#Мнение_экспертов



NIKOLSKAYA consulting

Евгений Юрьев

Партнер юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Исходя из нашего опыта, earn-out чаще всего применяется в сделках, где таргетом выступает быстрорастущая компания, чья потенциальная будущая стоимость может быть сильно волатильной. Ее оценка в момент сделки зависит от множества спекулятивных факторов, а значит выплата покупной цены должна быть поэтапной и требовать учета



NIKOLSKAYA consulting

Константин Саврыга

Юрист юридической фирмы
Никольская Консалтинг

результатов управленческой деятельности продавцов и их команды. Указанная ситуация требует, чтобы продавцы и их команда были материально заинтересованы в успехе таргета, а значит должны оставаться его участниками в течение определенного срока.

64 Подробнее о практических сложностях и особенностях структурирования Earn-out см. подразделы 3.4 и 3.5 настоящего раздела ниже.



Леонид Эрвиц

Управляющий партнер юридической фирмы LEVEL Legal Services, глава корпоративной практики

Корректировка покупной цены через механику earn-out использовалась в последние годы значительно реже и, как правило, была нацелена в сопровождавшихся нами сделках на то, чтобы стимулировать продавцов, оставшихся в менеджменте таргета после закрытия сделки, приложить максимальные усилия для достижения компанией определенных целевых финансовых показателей (обычно в горизонте года или двух лет).

В нашей практике встречались также отдельные случаи комбинации механик completion accounts и earn-out, когда речь шла о бурно растущем бизнесе.



Татьяна Кассирова

Советник корпоративной практики E L W I

По нашему опыту, механизм earn-out не используется в «сделках по выходу» недружественных иностранных компаний, однако за последний год стал более распространенным в других российских сделках. Часто покупатель настаивает на использовании механизма earn-out, если при первоначальной оценке и принятии решения о приобретении актива покупатель закладывал определенный уровень синергии.

Также в сделках, где продавцами являются физические лица и стороны согласовали, что сам продавец / менеджмент от продавца остается в таргете на определенный срок, использование механизма отложенного платежа является определенной гарантией для покупателя и формой обеспечения такого обязательства продавца.

Еще одним примером обусловленного платежа является обеспечение post-closing обязательств продавца в ситуации, когда покупатель готов закрыть сделку в более короткие сроки и не ждать выполнения таких обязательств в качестве Conditions Precedent, однако «переносит» часть покупной цены для обеспечения обязательств продавца после закрытия сделки.

Гибридные Механики в сделках M&A

Гибридные Механики, сочетающие в себе элементы LB и CA или LB / CA и Earn-out, выбираются сторонами для достижения определенных целей или устранения конкретных проблем, возникающих при структурировании сделки.

В целом, гибридные механики не получили широкого распространения в российской практике сделок M&A и являются ситуативными инструментами. В частности, они не были выбраны респондентами опросов в качестве наиболее популярных.



Валериан Мамагеишвили

Старший юрист
юридической фирмы ККМП

В некоторых случаях сторонам может потребоваться комбинация нескольких механик фиксации и корректировки покупной цены, чтобы адаптировать сделку под сложившиеся обстоятельства.

В стандартном механизме LB покупатель принимает на себя преимущества и риски таргета с определенной «эффективной даты», на которую проводится оценка (обычно это историческая дата аудированной отчетности). Переход от стоимости предприятия к стоимости капитала (так называемый bridge) согласовывается между сторонами и определяется без какого-либо договорного оформления, кроме необязательного term sheet, используя самую последнюю доступную аудированную финансовую отчетность. Если стороны не могут договориться о покупной цене, сделка будет либо прекращена, либо стороны преодолеют разрыв иным способом, например, отложив часть покупной цены через механизм EA.

В классическом механизме CA стороны используют оценку денежных средств, долга и целевого оборотного капитала на будущую дату закрытия сделки, чтобы определить предполагаемую покупную цену, и включают механизм корректировки после закрытия на основе фактических данных. LB обычно предпочитается продавцами, особенно частными инвестиционными фондами, поскольку данный подход обеспечивает определенность цены и чистый выход из компании, в то время как CA может дать покупателям больше уверенности в том, что бизнес велся прибыльно в период до даты закрытия.

В гибридном механизме стороны будут использовать аудированную финансовую отчетность (как в стандартном LB), которая еще не доступна на момент подписания договора купли-продажи. Сторонам следует согласовать bridge и покупную цену, как только аудированная финансовая отчетность станет доступна (как в стандартном CA) после даты подписания. Переговоры и определение bridge происходят в промежуточный период между подписанием и закрытием сделки, когда для этих переговоров уже существует договорная основа в виде договора купли-продажи.

Использование описанного гибридного механизма представляется предпочтительным в ситуациях, когда имеется существенный временной разрыв между датой доступной аудированной финансовой отчетности и датой подписания соглашения, а также при недостаточной уверенности покупателя в достоверности управленческой отчетности. Аудированная отчетность, представленная на момент подписания, может оказаться нерелевантной для определения фактического уровня долга и оборотного капитала целевой компании на дату закрытия.

Сторонам следует тщательно прописать в договоре механизм корректировки (true-up): каковы будут последствия, если стороны не смогут договориться о покупной цене до закрытия? Получит ли покупатель право на выход из сделки? Или итоговая покупная цена может быть определена с привлечением независимого эксперта?

3.2 Тренды использования Механик определения цены

Тренд на упрощение Механик

В исследуемый период наблюдается общий тренд по использованию в сделках более простых Механик в сравнении с периодом до 2022 г.

Тренд особенно заметен на примере сделок по приобретению небольших и средних предприятий[65]. Результаты опроса об изменении тренда по Механикам в исследуемый период приводятся ниже.

65 Графики с соответствующей информацией приводятся в подразделе 4.3 настоящего раздела ниже.

Изменился ли тренд в использовании механизмов определения цены в сделках в 2022–2024 гг. по сравнению с периодом до 2022 г.?



По данным Опроса юридических M&A-команд.

Ключевыми причинами тренда на упрощение Механик в рамках внутренних сделок на российском рынке являются следующие.

Сокращение времени на принятие управленческих решений и общее ускорение темпа сделок M&A. Ускорение темпов сделок происходило на фоне высокой неопределенности на рынке. Стороны стремились закрывать сделки на согласованных условиях до того, как внешние факторы окажут влияние на приобретаемый бизнес, стоимость финансирования или оценку таргета. Неопределенность на рынке мотивировала стороны использовать более простые Механики.

Кроме того, для многих продавцов принципиальным было скорое получение покупной цены, в особенности, когда сделка совершалась по вынужденным мотивам.

Также ускорение диктовалось желанием сторон совершить сделку в рамках текущего регулирования: это касалось как регуляторных и нормативных требований, так и применяемых налоговых режимов (к примеру, рекордное количество сделок было совершено в конце 2024 г. в связи со вступлением 1 января 2025 г. нового налогового регулирования).

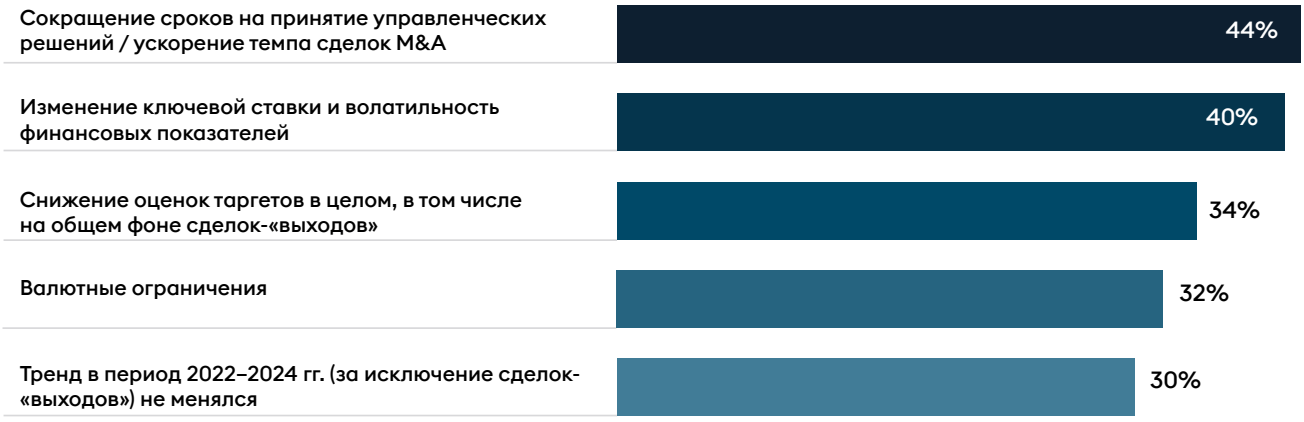
Волатильность финансовых показателей: изменение ключевой ставки и валютные ограничения привели к волатильности показателей чистого оборотного капитала, чистого долга и капитальных затрат таргетов. В таких условиях использование более простых Механик снижает риски сторон, связанные с колебаниями финансовых показателей компаний, которые могут происходить в силу внешних факторов.

Падение оценок компаний (в частности, на фоне высокой доли сделок-«выходов» с низкими оценками) также повлияла на увеличение доли сделок с привязкой к твердым значениям покупной цены.

Участниками исследования были отмечены следующие факторы, которые, на их взгляд, повлияли на упрощение используемых Механик.

#Результаты_опросов

Какие факторы оказали наибольшее влияние на изменение тренда при выборе механизмов фиксации (корректировки) цен в сделках за анализируемый период?



По данным Опроса юридических M&A-команд

Несмотря на то, что сделки-«выходы» были исключены из выборки опросов, отмеченных выше, следует отметить, что в подавляющем большинстве таких сделок применялись простые Механики без корректировок. В рамках «выходов» цена для сторон понятна и конечна, а для продавца наиболее важным является возможность заявить об «уходе» с российского рынка. Тезис подтверждается мнением коллег из юридической фирмы «Восход».

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Дмитрий Коломеец

Советник корпоративной практики,
юридическая фирма «Восход»

Наиболее заметным трендом в 2022 и 2023 гг. было использование механизма Locked Box в сделках по выходу иностранцев. Это было обусловлено, в частности: (а) потерей иностранными акционерами контроля над операционной деятельностью таргетов и, соответственно, невозможностью отвечать за изменения финансового результата; (б) консервацией операционной деятельности таргетов; (в) сильной переговорной позицией продавцов (основанной, в том числе, на применении дисконта к рыночной цене актива); и / или (г) желанием иностранных акционеров завершить сделку как можно скорее, не откладывая на длительный срок завершение расчетов по сделке.

Ранее модель Locked Box в чистом виде в наших сделках использовалась относительно редко.

Сохранение корректировочных механизмов

Несмотря на общий тренд к упрощению, корректировочные механизмы не потеряли своей популярности в отношении российских сделок на рыночных условиях, при этом они используются в определенных обстоятельствах.

В исследуемый период совершалось немалое число сделок, таргетами по которым выступали «зрелые» и крупные предприятия. Таким сделкам свойственно использование более сложных и точных Механик (в первую очередь, **Completion Accounts**).

Механика **Earn-out** использовалась не только в отношении классических сделок в отношении таргетов «роста», но стала чаще выбираться сторонами, в частности, для преодоления «разрыва» ожиданий по оценке[66].

3.3 Зависимость выбора Механики от стоимости компании

Анализ данных Опроса юридических M&A-команд позволяет выявить ключевые тенденции и корреляции между диапазоном оценки бизнесов и применяемыми Механиками. Результаты опроса представлены в следующей таблице (мы попросили респондентов отметить Механики, используемые в их практике к сделкам с различными оценками):



66 См. подробнее подраздел 4.5 настоящего раздела ниже.

Корреляция применимых Механик с оценками таргетов в 2022–2024 гг.

№	Диапазон оценки бизнеса	FP	LB	CA	EA
1	Не применимо / не встречалось ни в одно из сделок	12%	16%	18%	40%
2	Менее 1 млрд руб.	20%	14%	7%	10%
3	От 1 млрд до 10 млрд руб.	38%	34%	22%	27%
4	От 10 млрд до 50 млрд руб.	18%	22%	26%	13%
5	От 50 млрд до 100 млрд руб.	7%	10%	16%	5%
6	Выше 100 млрд руб.	5%	4%	10%	5%
		100%	100%	100%	100%

На основании результатов опроса можно сделать следующие выводы:

Преобладание FP и LB в небольших и средних сделках. Стороны сделок в отношении малых и средних таргетов (до 10 млрд руб.) чаще выбирают простые и предсказуемые механизмы фиксации цены. Это обосновывается как меньшей комплексностью самого бизнеса, так и стремлением сторон снизить транзакционные издержки.

Сказанное подтверждается мнением ведущих M&A-специалистов.

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Дмитрий Коломеец

Советник корпоративной практики,
юридическая фирма «Восход»

Мы видим запрос на избежание усложнения структуры сделки, расчетов по ней и, в целом, юридической документации в случаях, когда в таком усложнении нет практической необходимости. В частности, использование сложных механизмов корректировок покупной цены (подразумевающих повышенный риск разногласий между сторонами, в том числе, в судебной плоскости) реже встречается на сделках стоимостью менее 10 млрд рублей.

Рост использования CA с увеличением оценки таргета. В крупных сделках важна точность и учет актуальных финансовых показателей, что делает CA более подходящим механизмом. Покупатели и продавцы стремятся максимально снизить риски несоответствия оценки бизнеса фактическому состоянию таргета на момент закрытия. В сделках от 10 млрд руб. и выше чаще, в сравнении с иными, использовалась Механика CA.

Ограниченное применение механики Earn-out в крупных и крупнейших сделках. Высокий процент ответов «Не применимо» для Earn-out указывает на то, что эта механика редко используется в крупных сделках (которые преобладали в выборке опроса). Это неудивительно, т.к. Earn-out обычно используется для растущих компаний, когда между сторонами сделки возникает «разрыв» в оценках компании.

3.4 Юридические и практические сложности использования и структурирования Механик

Мы уточнили у участников исследования, какие практические проблемы, связанные с теми или иными Механиками, они рассматривают в качестве наиболее значимых. Результаты Опроса юридических M&A-команд мы приводим ниже (обращаем внимание, что респонденты могли выбрать несколько вариантов ответа).

Практические сложности, связанные с использованием Locked Box

При структурировании Механики Locked Box стороны сталкиваются с существенными сложностями, связанными с юридическими аспектами согласования утечек, информационной асимметрией и практическими трудностями проведения due diligence после сделки для выявления утечек. Успешная реализация этой Механики в российской практике возможна при согласовании имущественных потерь покупателя на сумму утечек либо в ситуации, когда у покупателя есть право уменьшить покупную цену при выявлении утечек.

В ходе данного исследования мы попросили представителей юридического M&A-консалтинга отметить ключевые проблемы при структурировании положений документации с использованием LB.

#Результаты_опросов

Самые сложные практические аспекты Механики LB



По данным Опроса юридических M&A-команд

Из результатов Блиц-опроса юридических M&A-команд мы делаем следующие выводы:

1. **У покупателя фактически отсутствуют инструменты мониторинга утечек.** Более половины участников опроса указали, что одной из главных сложностей является невозможность покупателя контролировать потенциальные утечки до момента таргета под его контроль. Поскольку покупатель получает доступ к детальной информации только после закрытия сделки, это может привести к спорам по поводу уже произошедших утечек и повлиять на окончательную цену сделки.

2. **Отсутствие отработанного механизма компенсации утечек в российском праве.** Также более половины респондентов отметили, что в российском законодательстве нет четкого механизма для компенсации суммы утечек, кроме как через корректировку цены по согласованной формуле. Однако продавцы редко готовы соглашаться на односторонние корректировки, а процесс согласования порядка определения таких корректировок может быть сложным, затратным и снижать эффективность механизма Locked Box.

3. **Около 45% участников опроса считают, что возмещение имущественных потерь является наиболее эффективным способом защиты от рисков утечек.** Однако на практике договориться об этом с продавцом оказывается сложной задачей, что затрудняет юридическую реализацию данных положений в договоре.

Мы попросили коллег из юридической фирмы Никольская Консалтинг отметить сложности Механики LB.





Евгений Юрьев

Партнер юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Константин Саврыга

Юрист юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Механика Locked Box имеет ряд недостатков для покупателя. Один из них связан с необходимостью определения текущих и потенциальных источников утечек до даты заключения обязывающих документов по сделке.

Данная проблема является особенно острой, если покупатель входит в компанию впервые, а не докупает акции / доли в ситуации, когда он уже имеет средства негативного контроля над утечками через reserved matters и информационные права. Митигировать риски покупателя можно путем использования института возмещения потерь, по которому продавцы обязуются возместить покупателю разницу между: (1) (i) финансовыми показателями, на основании которых производилось ценообразование, (ii) прогнозируемыми показателями на дату закрытия, учитывающими согласованные утечки, и (2) реальными показателями, выявленными после закрытия. Указанный подход дает покупателю максимальную защиту, но требует от него определенного коммерческого leverage в отношении продавцов, так как последние будут нести также риск снижения расчетного показателя не только вследствие несогласованных утечек, но и резких негативных рыночных флуктуаций и неподконтрольных внешних событий. Однако данный риск зависит от разрыва между подписанием и закрытием. Если разрыв не является существенным, а риск утечек является значительным (например, в случае покупки семейных или VC-компаний, которые не имеют развитой и надежной системы внутреннего контроля и учета), покупатель может потребовать введения указанного механизма, а возражения со стороны продавцов могут свидетельствовать о неготовности гарантировать финансовые показатели.

Данный подход может также быть дополнен отсрочкой уплаты покупной цены или использованием earn-out, из которых покупатель будет делать вычеты в случае выявления им несогласованных утечек, что исключает необходимость реального обращения взыскания на имущество продавцов. Использование отсроченного платежа или earn-out для целей компенсации выявленных утечек также может быть более сбалансированным самостоятельным механизмом контроля, в отношении более надежных таргетов.

Несмотря на то, что такое значимое внимание участники исследования уделяют утечкам в рамках Механики LB, на вопрос о фактическом количестве сделок с зафиксированными утечками респонденты отметили, что только в 3 сделках из общей выборки сделок были выявлены утечки до или после совершения сделки.

Практические сложности, связанные с использованием Completion Accounts

При структурировании Механики CA стороны сталкиваются с увеличением сложности транзакционной документации и длительности переговорного процесса. Часто требуется привлечение независимых третьих лиц и экспертов, что увеличивает транзакционные издержки. Сторонам приходится продолжать взаимодействие после закрытия сделки, чтобы согласовать передаточную отчетность.

Высокая вероятность разногласий и споров на различных этапах подготовки и реализации сделки обусловлена тем, что алгоритм согласования суммы корректировки не исключает возможности обращения сторон в суд по причине несогласия с расчетами или определением существенных условий цены. Не менее важным является вопрос соотношения даты закрытия

и даты, на которую готовится передаточная отчетность, – необходимость подготовки отчетности на последнюю дату отчетного периода может вызывать перенос даты закрытия или усложнение транзакционных защит, направленных на покрытие периода между этими датами (в частности, добавлением положений Механики LB на период между датой передаточной отчетности и датой закрытия).

В рамках данного исследования мы попросили M&A-юристов выделить ключевые вопросы при использовании Механики CA.

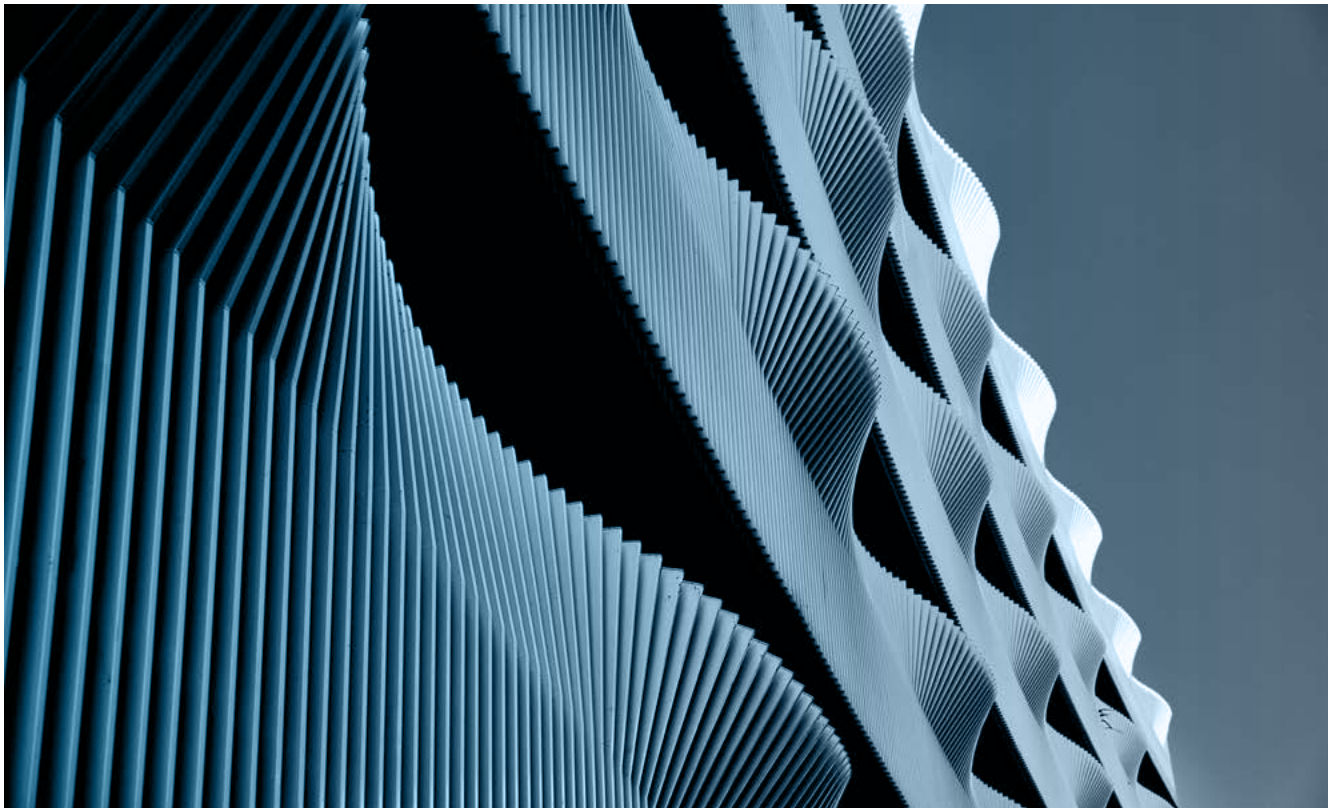
Коллеги из юридической фирмы **ККМП** также поделились своим видением наиболее сложных аспектов при структурировании Механики CA.

#Результаты_опросов

Самые сложные практические аспекты Механики CA



По данным Опроса юридических M&A-команд



#Мнение_экспертов



KKMP LEGAL

Андрей Липин

Старший юрист юридической фирмы KKMP

Одной из ключевых сложностей на практике при использовании механики Completion Accounts является временной разрыв между датой закрытия и датой отчетности на закрытии.

В попытке устранить такой разрыв, т.е. синхронизировать эти даты, вскрываются нюансы. С одной стороны, после выполнения всех предварительных условий стороны вряд ли захотят откладывать закрытие до ближайшей отчетной даты. С другой стороны, составлять отчетность по состоянию на фактическую дату закрытия (если это не последний день месяца), не оптимально, поскольку такая отчетность может быть нерепрезентативной.

Одно из возможных решений этой проблемы заключается в компромиссе между этими крайностями. А именно, закрытие может быть перенесено на первое число месяца, следующего за месяцем, когда были выполнены все предварительные условия, таким образом, максимальный срок задержки закрытия не будет превышать одного месяца. Отчетность на закрытии в этом случае составляется по состоянию на последнее число месяца, в котором были выполнены все предварительные условия (т.е. на дату, непосредственно предшествующую дате закрытия). Это, конечно, не так удобно, как отчетность на конец квартала, но однозначно лучше отчетности на случайную дату внутри календарного месяца.

Практические сложности, связанные с использованием Earn-out

Мы опросили ведущих представителей юридического M&A-консалтинга отметить наиболее проблемные вопросы Механики Earn-out. Результаты приводим ниже.

#Результаты_опросов

Самые сложные практические аспекты Механики Earn-out



По данным Опроса юридических M&A-команд

Мы попросили M&A-экспертов прокомментировать проблемы корпоративного управления и осуществления операционного контроля в рамках Earn-out периода.



NIKOLSKAYA consulting

Евгений Юрьев

Партнер юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Корпоративное управление и распределение операционного контроля в компаниях сильно зависит от личности покупателя: является ли он стратегом или финансовым инвестором.

В случае если покупатель является финансовым инвестором, то он должен получить достаточный негативный контроль над таргетом, чтобы контролировать его менеджмент, но избежать вовлечение в операционное управление. Тем не менее стратегические действия, включая инициирование продажи всего бизнеса, должны находиться под его контролем.



NIKOLSKAYA consulting

Константин Саврыга

Юрист юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Если покупатель является стратегом, то продавцы нередко представляют собой лишь переходную команду управленцев, участие которых в управлении необходимо лишь для достижения плановых показателей и интеграции бизнеса, с последующим выходом из проекта.

Продавцы могут сохранять операционный контроль на no-fault-basis, но нередко лишь до достижения определенного срока, после чего операционный контроль полностью переходит покупателю.

3.5 Особенности использования Механики Earn-out

Цели использования Механики Earn-out

Earn-out, по общему правилу, применяется только тогда, когда между сторонами имеется **«сутевое» несогласия по оценке EV** или в ситуации, когда сделка совершается при **быстром (но нестабильном) росте бизнеса**. В рамках структуры Earn-out часть покупной цены зависит от будущих показателей таргета после закрытия сделки. Продавец мотивирован в росте EV, так как переменная часть покупной цены зависит от достижения компанией целевых показателей / КПЭ. Соответственно, Earn-out не является механикой определения / корректировки цены, которую можно было бы ставить в один ряд с FP, LB и CA. Earn-out, – это, скорее, механизм ценообразования, который используется для преодоления разрыва в оценке и согласования интересов покупателя и продавца. Порой у сторон возникает необходимость **обеспечить определенные обязательства продавца после даты закрытия**, которые к ценообразованию и оценке таргета не имеют прямого отношения. К примеру, обеспечить обязательства продавца по компенсации убытков, в частности, основанных на нарушениях положений о non-compete, путем зачета встречных требований. В транзакционную документацию включается механизм отложенного платежа части покупной цены с зачетом, который зачастую на практике некорректно называют Earn-out. Это может вводить в заблуждение, так как в описанных ситуациях стороны не используют Механику Earn-out, не имеют «сутевых» разногласий по оценке, а называют таковой рассрочку платежа, структурированную для целей создания обеспечения по post-completion обязательствам продавца.

Мы спросили коллег из юридической фирмы LEVEL Legal Services об их наиболее частых мотивах при выборе Earn-out.

#Мнение_экспертов



Леонид Эрвиц

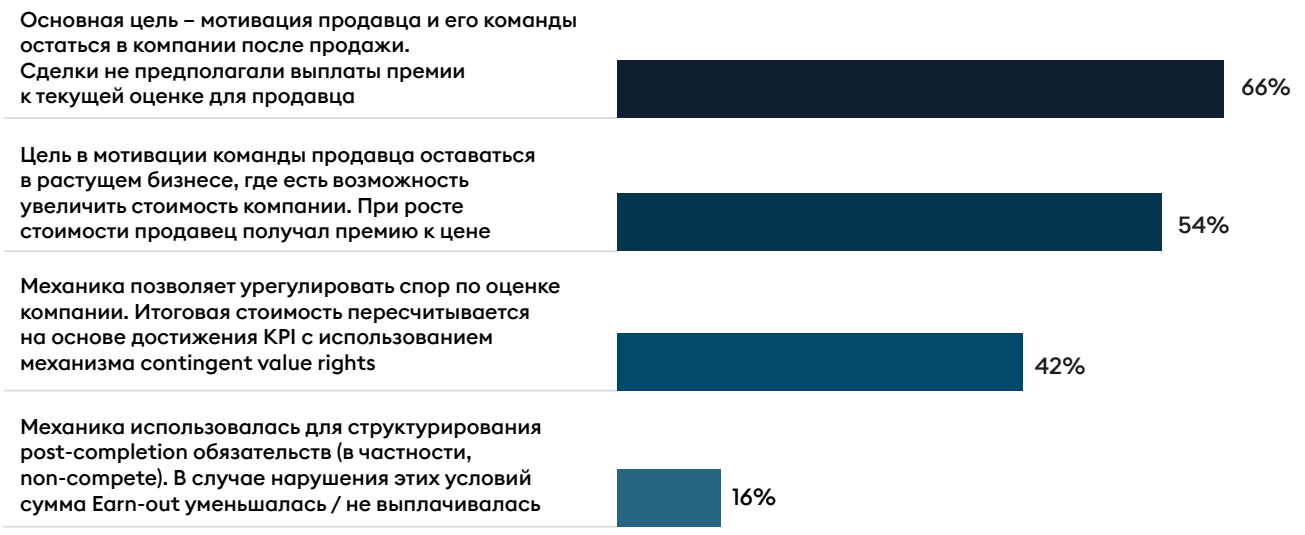
Управляющий партнер юридической фирмы LEVEL Legal Services, глава корпоративной практики

Использование механики earn-out в известных нам сделках, совершенных в анализируемый период, действительно в значительном числе случаев было нацелено на корректировку покупной цены (обычно – в сторону увеличения, без возможности корректировки в сторону уменьшения) в случае достижения таргетом ряда KPI при содействии команды продавца, которая в той или иной степени остается причастной к управлению компанией и / или к определению стратегии ее развития уже после закрытия сделки. Причем конкретная величина корректировки была, как правило, поставлена в зависимость от того, в какой степени согласованные KPI были достигнуты или перевыполнены. Сделки в таких ситуациях, как правило, касались бурно растущих перспективных технологических стартапов, приобретаемых крупными игроками для достижения синергийных эффектов от взаимной интеграции бизнесов.

В рамках исследования мы уточнили у юристов-консультантов в M&A, для каких целей они использовали Механику Earn-out в своих сделках.

#Результаты_опросов

В каких целях Вы использовали Earn-out?



По данным Опроса юридических M&A-команд

Проведенный опрос подтверждает, что ключевой целью применения Механики Earn-out в исследуемом периоде являлась мотивация продавца остаться в активе на определенный срок после продажи. Причем команда продавца сохранялась как в случаях, когда у таргета имелся потенциал роста, так и ситуации, когда не ожидалось дополнительных выплат продавцу.

Несмотря на распространенное в среде M&A-юристов мнение о том, что Earn-out используется для обеспечения обязательств продавца по неконкуренции и аналогичных post-completion обязательств, только примерно **шестая часть** респондентов выбрала такую цель как основную.

Как мы отмечали выше, в условиях **«расхождения в ожиданиях» по оценкам, высокой стоимости финансирования и для достижения компромисса по цене** стороны чаще используют Механику Earn-out (в частности, в комбинации с опционами), что позволяет сторонам достичь следующих целей: покупатель приобретает бизнес с подтверждением его реальной стоимости и верификацией целевых метрик, а продавец может получить более привлекательную совокупную стоимость бизнеса. Несмотря на результаты опросов, приведенные выше, ряд экспертов подтверждает, что **в 2025 г. в связи с сохранением обозначенных факторов будет продолжать формироваться тренд на увеличение числа сделок, структурированных с использованием Механики Earn-out.**

Эксперты из юридической фирмы Никольская Консалтинг поделились с нами своим мнением относительно использования Earn-out в комбинации с опционными инструментами.

#Мнение_экспертов



NIKOLSKAYA consulting

Евгений Юрьев

Партнер юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Выкуп 100% с последующим earn-out не является оптимальной стратегией, так как создает большой одномоментный cash-out в пользу продавца, что может снизить его дальнейшую мотивацию. Вместо этого покупка части доли должна быть совмещена с создание опционной обвязки, которая позволит реализовывать поэтапность выхода продавцов из бизнеса по цене, отражающей их эффективность (как некий аналог multiply closings или staged earn-out).

В этом случае earn-out и опционная обвязка представляют собой некий аналог мотивационной программы, а доли, оставшиеся за продавцами, являются не более чем аналогом share appreciation rights, которые погашаются в соответствии с согласованным графиком по цене, зависящей от эффективности команды продавца.

Опционы-колл покупателя необязательно должны быть зеркальны соответствующими опционами-пут продавцов. При недостижении финансовых результатов продавцы не обязательно должны иметь право требовать какие-либо выплаты, пусть и по сниженной цене, а риск остаться запертыми в неэффективной компании с неликвидными миноритарными долями должен служить самостоятельным мотиватором для работы.



NIKOLSKAYA consulting

Константин Саврыга

Юрист юридической фирмы
Никольская Консалтинг

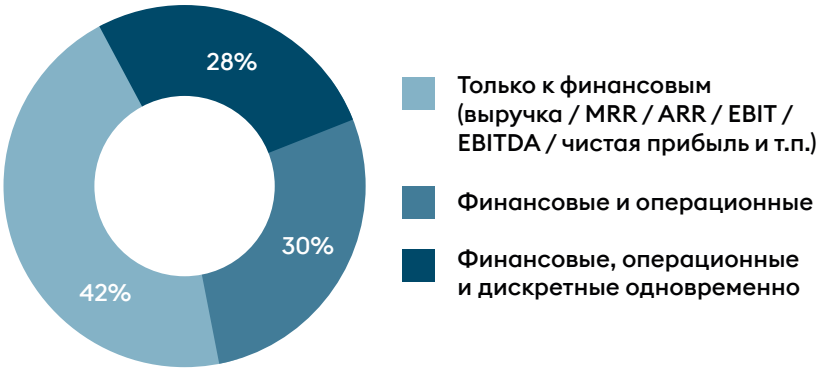
Наиболее сбалансированным вариантом является наличие опционов-колл, позволяющих покупателю выкупать продавцов без всяких условий, и наличие опционов-пут, позволяющих продавцам продать часть долей лишь при достижении определенных показателей, которые варьируются от стадии к стадии.

При этом интерес продавцов в сохранении операционного контроля на период действия earn-out может быть защищен предоставлением им дефолтного опциона-пут, по которому они будут вправе полностью выйти из проекта с премией к цене на момент наступления дефолта, в случае несанкционированного вмешательства покупателя в операционное управление до завершения срока earn-out.

Метрики для определения переменной части цены по Earn-out

Метрики для определения переменной части цены по Earn-out, как правило, включают в себя финансовые показатели, такие как выручка, чистая прибыль или EBITDA, а также нефинансовые индикаторы, например, достижение определенных операционных целей. В связи с этим возникают такие сложности практического характера, как определение адекватности выбранных метрик для оценки конкретной компании и потенциальное манипулирование показателями со стороны продавца для достижения желаемого результата. Отдельно стоит

К каким метрикам или условиям в 2022-2024 гг. в сделках M&A с использованием механики Earn-out наиболее часто была «привязана» переменная часть цены бизнеса?



По данным Опроса юридических M&A-команд

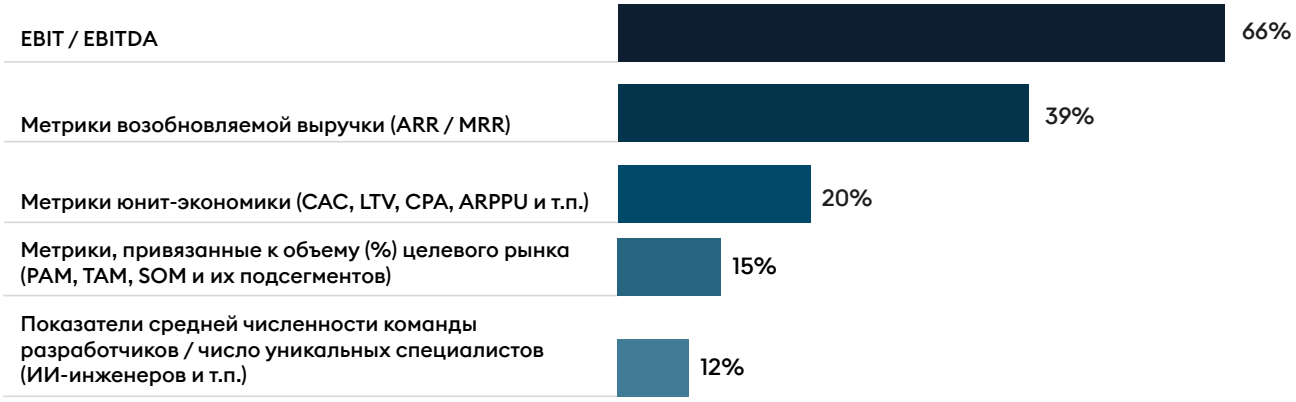
отметить проблему с верификацией фактических значений по согласованным метрикам, что может требовать привлечения независимых аудиторов или согласования сложных процедур контроля, увеличивая тем самым транзакционные издержки и временные затраты для обеих сторон.
В рамках исследования мы спросили участников, какие метрики для определения переменной части цены использовались наиболее часто в их практике.

Участники опроса отметили, что чаще всего целевые метрики для определения переменной части цены в рамках Earn-out привязывались к финансовым индикаторам (выручка, чистая прибыль и EBITDA). В то же время относительно популярным было одновременное использование финансовых и операционных метрик (в зависимости от индустрии это могут быть GMV, contribution margin, объемы добычи / производства, количество объектов / квадратных метров и т.п.). В некоторых сделках применялись более комплексные подходы, объединяя финансовые, операционные и дискретные метрики (в частности, запуск нового продукта, ввод в эксплуатацию объекта, привлечение ключевого клиента, обеспечение «сохранения» команды в течение определенного срока и т.п.).

Помимо среза по всем сделкам, в ходе данного исследования мы также рассмотрели, какие метрики используются для определения переменной части покупной цены **в рамках сделок M&A в сегменте TMT / IT**. В сделках по приобретению IT-бизнеса акцент в большинстве сделок с применением механики Earn-out делается на финансовых показателях EBIT / EBITDA. Значительная доля участников также отметила популярность метрик возобновляемой выручки, таких как ARR и MRR, и метрик юнит-экономики, в том числе CAC и LTV. Полные результаты приводятся ниже.

#Результаты_опросов

К каким метрикам или условиям в 2022-2024 гг. в сделках M&A в сегменте TMT/IT с использованием механики Earn-out наиболее часто была «привязана» переменная часть цены бизнеса?



По данным Опроса по аспектам Tech M&A

04 Расчеты и обеспечение исполнения обязательств

Авторы текста: Анастасия Нерчинская, Юлия Загорнова, Татьяна Невеева, Александр Колосков, Дарья Кирюшина



- В 2022–2024 гг. стороны сделок стали чаще использовать рассрочку платежей, чтобы снизить риски и компенсировать стоимость привлечения капитала. В 2025 г. этот тренд будет активно развиваться.
- Одномоментные механики оплаты (аккредитивы, эскроу) в указанный период оставались популярными, однако их применение усложнялось KYC-процедурами и существенными затратами.
- Неденежные расчеты (в том числе оплата акциями или долями) в 2022–2024 гг. встречались редко, преимущественно в сделках с СП или ликвидными активами (например, акциями ПАО).
- Основные формы обеспечения, наиболее часто используемые в сделках 2022-2024 гг., – поручительства бенефициаров и независимые гарантии аффилированных компаний.
- В сделках-«выходах» продавцы отказывались от предоставления обеспечения, перекладывая риски на покупателя (принцип as is).

В период 2022-2024 гг. особую важность приобрели вопросы, связанные с расчетами и обеспечением обязательств по сделкам M&A. Использование механик, предусматривающих синхронизацию платежа и трансфера актива, а также обеспечение исполнения обязательств, стало одним из принципиальных переговорных вопросов, требующих особого внимания и проработки сторонами сделки.

Многие M&A-эксперты отмечают, что наиболее остро проблематика безопасности расчетов в 2022–2024 гг. затрагивалась в сделках с иностранным элементом. В указанный период в сфере международных расчетов появился фактор повышенной неопределенности – платеж мог быть заблокирован даже при формальном соблюдении регуляторных требо ваний. Переговорный фокус сместился с обсуждения договоренностей о выборе механизма расчетов в сторону проблематики технического обеспечения платежных транзакций, вопросов комплаенса и тщательной оценки регуляторных рисков.

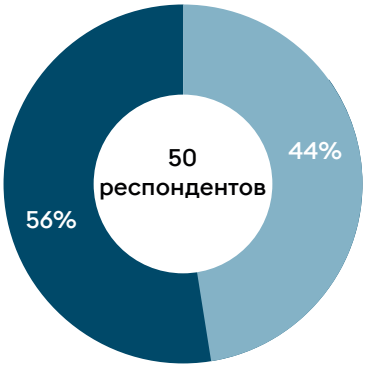
Во внутрироссийских M&A-сделках на фоне макроэкономической неопределенности и появления в деятельности компаний новых рисков (особенно для бизнесов, связанных с внешнеэкономической деятельностью), вопросы платежей и обеспечения исполнения денежных обязательств в этот период также приобрели особую актуальность.

Выбор инструментария расчетов по сделкам M&A тесно связан с порядком оплаты цены (один транш или рассрочка), согласованными механиками корректировок цены (например, механизмы фиксированной цены и earn-out принципиально различаются с точки зрения расчетов) и наличием обеспечения исполнения обязательств от одной или каждой из сторон сделки. При этом в период 2022-2024 гг. большую роль играли факторы, связанные с возможностью и готовностью покупателя заплатить за актив всю или существенную часть цены в момент закрытия сделки. Стороны стали более консервативно оценивать риски, связанные с фактической возможностью проведения платежа и получением денежных средств.

В ходе данного исследования мы попросили M&A-экспертов отметить особенности периода 2022-2024 гг., связанные со структурированием расчетов и использованием механизмов обеспечения обязательств по сделкам M&A.

4.1. Механизмы расчетов по сделкам M&A

#Результаты_опросов



56% респондентов в 2025 г. ожидают более частого использования рассрочки в сделках M&A. Участники опроса считают, что рост популярности механизма рассрочки платежа связан с высокой стоимостью привлечения капитала, а также со стремлением покупателей получить возможность удержания части цены на случай материализации рисков в будущем.

По данным Опроса юридических M&A-команд

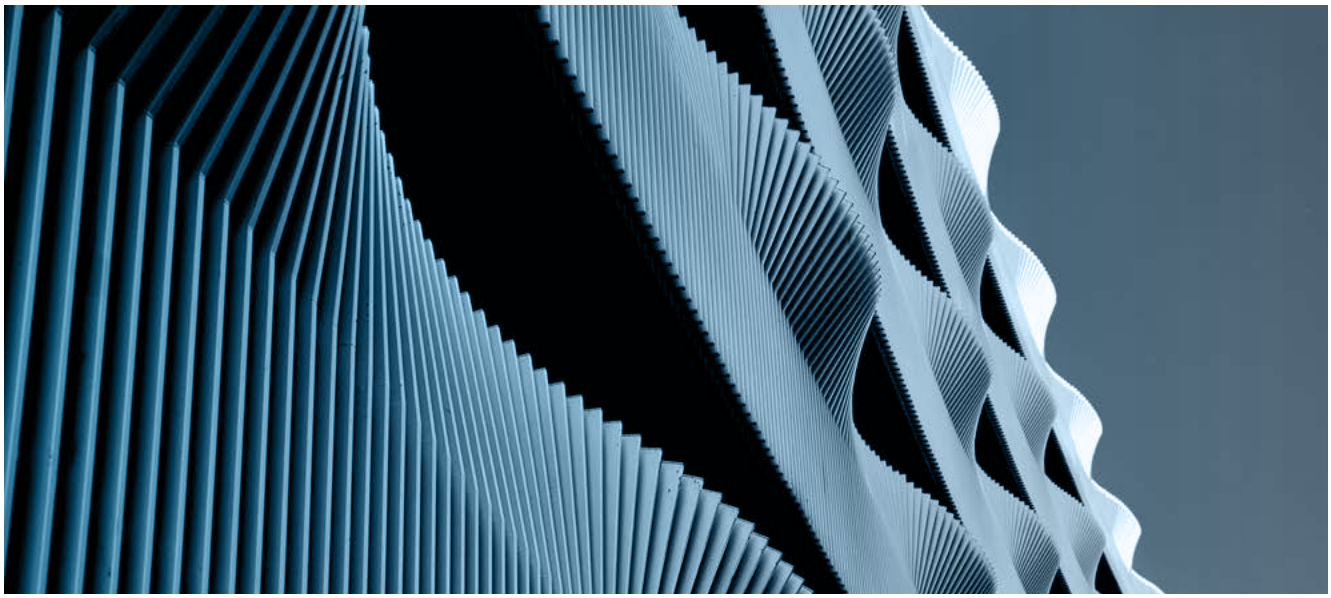
Рассрочка платежа как инструмент защиты от рисков

Эксперты отмечают, что в связи с общим ростом рискового потенциала активов, приобретаемых в период 2022-2024 гг., покупатели стали чаще настаивать на использовании механизма рассрочки платежа. В указанный период, среди прочего, сформировались предпосылки высоких титульных рисков, поэтому покупатели стали испытывать меньше комфорта при использовании «однотраншевых» механик расчетов. В условиях, когда даже при положительном исходе судебного спора «технические» риски неоплаты оставались высокими, а наличие у продавца ликвидности на соответствующий момент в будущем не гарантировано, покупатели предпочитали использовать механику рассрочки в целях **удержания части цены** в течение определенного срока, зарезервированной на случай предъявления претензий в связи с материализацией рисков.

В такой ситуации рассрочка платежа фактически выступает **инструментом обеспечения** денежных обязательств продавца по уплате покупателю компенсации за риски. При этом покупатель может зачесть удерживаемую сумму против встречных требований к продавцу.

Также рассрочка платежа может быть связана не рисками, а с особенностями используемой механики корректировок цены или сочетать оба подхода («страховка» от рисков и корректировка). Часть цены может быть «привязана» к дате составления отчетности в рамках механики completion accounts или факту выполнения таргетом КПЭ при использования механики earn-out.

О практике такого применения механизма рассрочки в сделках M&A рассказал **Александр Шалаев**, партнер юридической фирмы E L W I.





ELWI

Александр Шалаев

Партнер юридической фирмы ELWI

Рассрочка уплаты цены используется в качестве альтернативного способа обеспечения обязательств продавца **при отсутствии удовлетворяющих требования покупателя гарантов / поручителей.**

В известной нам практике срок рассрочки уплаты цены составлял **от нескольких месяцев до одного года** и был связан с определенными обстоятельствами, влияющими на корректировку цены (например, с завершением расчетов в рамках процедуры completion accounts, сроком для выполнения каких-либо условий, которые влияли на уплату части покупной цены), или наиболее вероятным сроком обнаружения очевидных «болячек» приобретенного актива.

Сумма удержания составляла от 15 до 30% покупной цены. При этом, в рамках конструкции удержания части цены покупатель имел право производить **зачет встречных требований** по компенсации убытков и потерь против соответствующих обязательств по уплате части цены».

Рассрочка как фактор управления Стоимостью финансирования

Многие покупатели, однако, в период 2022-2024 гг. были вынуждены настаивать на рассрочке платежа по причине отсутствия на момент закрытия сделки всей необходимой суммы сделки. При этом в условиях роста ключевой ставки они либо испытывали затруднения в привлечении полного объема финансирования (например, на рынке банковских кредитов), либо не видели в этом экономической целесообразности, стремясь перенести часть платежа на будущее в ожидании снижения уровня ключевой ставки. Также рассрочка могла позволить покупателю выиграть время на «улучшение» качества актива (за счет equity-инвестиций и оптимизации операционных потоков, настройки системы корпоративного управления, привнесения экспертизы внутренней команды и т.п.), что могло повысить шансы на привлечение в ближайшем будущем более дешевого стороннего финансирования для целей проекта.

«Одномоментные» механики расчетов

В период 2022-2024 гг. механики одномоментных расчетов, обеспечивающих синхронизацию передачи титула на актив и оплаты, были очень востребованы как в рамках сделок-«выходов», так и во внутрироссийских сделках. В указанный период в связи с высоким уровнем неопределенности во всех ценовых сегментах рынка M&A преобладал тренд на использование более простых механик (фиксированная цена или упрощенный формат locked box) там, где у сторон **не было серьезных разногласий по оценке.** Такие механики определения и фиксации цены сами по себе не предполагают отсрочки платежа, и, если стороны не согласовали оплату траншами, продавец будет настаивать на «одномоментных» расчетах.

Если же у сторон были существенные расхождения по оценке и в сделках применялись соответствующие механики ценообразования, например, earn-out, то инструментарий синхронизации расчетов применялся в отношении **первой части** уплачиваемой цены.

Одномоментная механика расчета позволяет продавцу избежать рисков, связанных с неплатежеспособностью покупателя. Особенно это актуально в ситуациях, когда покупателем актива выступает вновь созданная SPV, компания с сезонным характером деятельности, физические лица и т.п.

О ситуациях, в которых использование одномоментных механик расчетов считается стандартной практикой, рассказал **Александр Колосков**, старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL.



VERBA LEGAL

Александр Колосков

Старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL

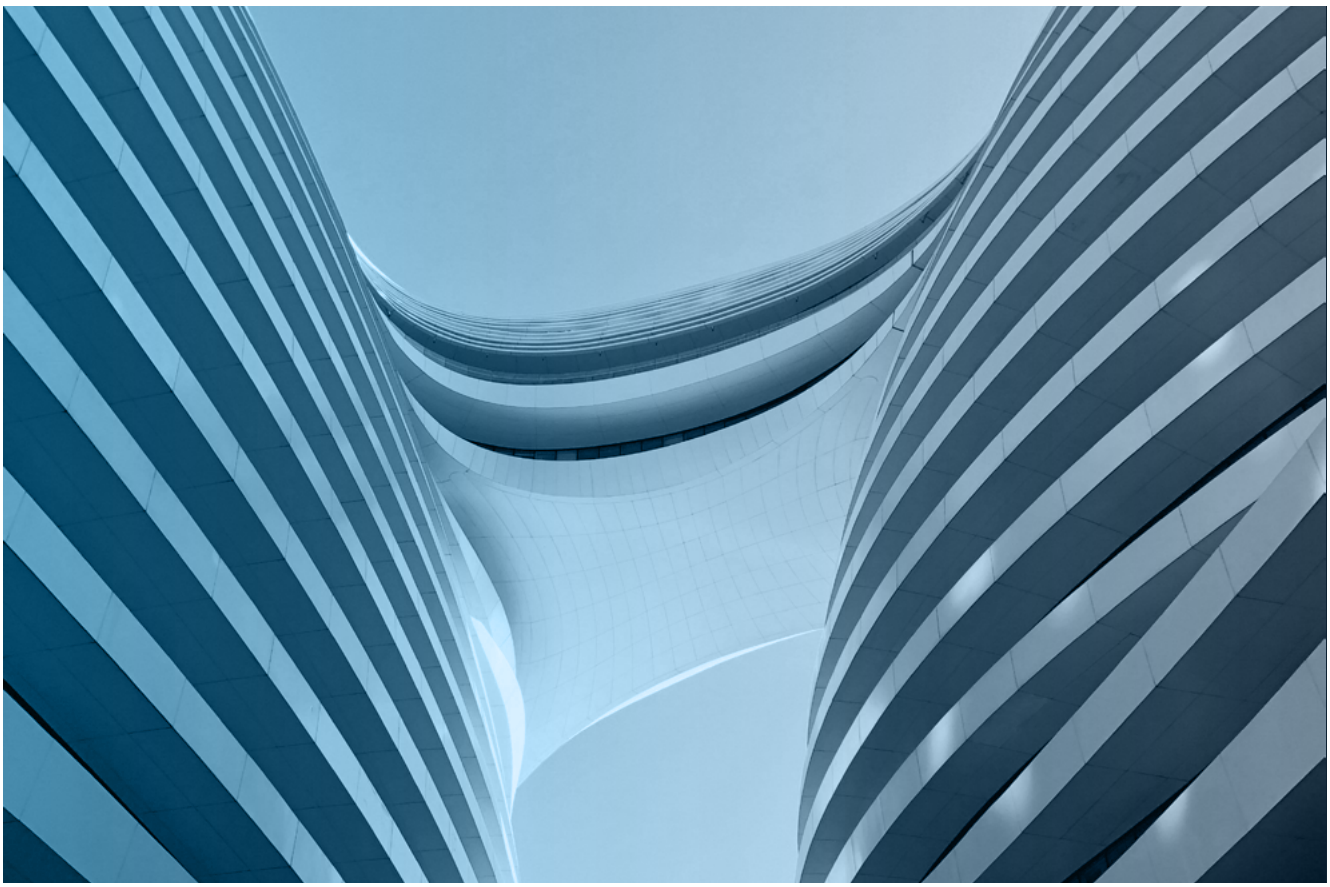
Одномоментные механики расчета часто оказываются востребованными в сделках, в которых формальным приобретателем актива выступает обособленная от группы покупателя структура, созданная покупателем специально под сделку (SPV).

В подобных SPV зачастую отсутствует собственный капитал, и, кроме того, они имеют непрозрачную организационную и корпоративную структуру. В таких случаях продавцы неизбежно ищут способы минимизации рисков дефолта со стороны «технических» покупателей, а также рисков невозможности исполнения судебных решений о взыскании денежных средств.

Как правило, продавцы настаивают либо на предоставлении обеспечения со стороны каких-либо наиболее платежеспособных участников группы лиц покупателя, либо на использовании одномоментных механик расчетов.

По нашей практике, наиболее популярной одномоментной механикой расчетов является аккредитив, который позволяет осуществить оплату после поставки.

В то же время практика последних лет показала, что одномоментные механики расчета стали активно внедряться, например, в практику работы держателей реестров акционеров (регистраторов), например, использование счетов эскроу для совершения операций с акциями. В данном случае регистратор депонирует отчуждаемые ценные бумаги и затем совершает операции по их дальнейшему переводу по предоставлению согласованных сторонами документов (например, по предоставлению платежного поручения.



При структурировании расчетов по сделке важными факторами являются уровень доверия между сторонами и срок между датой передачи титула (и подтверждения этого факта) и датой платежа. Поскольку большинство сделок M&A совершается в отношении долей в ООО, при высоком уровне доверия между сторонами покупатели нередко выражают готовность совершить платеж в дату нотариального заверения сделки. Однако в ряде случаев покупатель соглашается на оплату только при подтверждении передачи титула. В таких ситуациях становятся востребованными механики «безопасных» расчетов (например, с использованием эскроу или аккредитива). В случае, когда оплата существенной части цены «переносится» на будущее и связывается с наступлением определенных обстоятельств или подтверждением расчетных КПЭ, одномоментныхе механики расчетов с вовлечением «третьей стороны» также являются очень востребованными.

Инструменты «одномоментных» расчетов

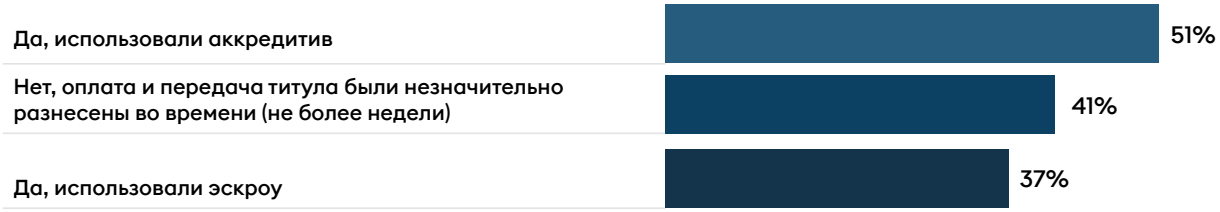
Как показали результаты опросов, среди механик «безопасных» расчетов наиболее востребованным форматом в период 2022-2024 гг. являлся **аккредитив**. Также существенная доля респондентов **(37%)** отметила, что в целях обеспечения «одномоментности» расчетов использовали инструментарий **эскроу**.

Несмотря на высокую популярность аккредитивов, их практическое применение связано с рядом сложностей (KYC-процедуры, дополнительные расходы на открытие и обслуживание, ограниченная готовность ряда банков открывать аккредитивы до подписания ключевых транзакционных документов). Об особенностях использования аккредитивов в сделках M&A рассказала **Айта Адучиева**, старший юрист юридической фирмы ALUMNI Partners.

#Результаты_опросов

Использовали ли Вы при закрытии сделок по приобретению компаний «одномоментные» механики расчетов?

ТОП-3 ответов:



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

#Мнение_экспертов



ALUMNI PARTNERS

Айта Адучиева

Старший юрист Корпоративной практики / M&A юридической фирмы ALUMNI Partners

В указанный период аккредитив использовался в нашей практике довольно часто, примерно **в трети всех заключенных сделок**. С практической точки зрения, его использование осложняется необходимостью прохождения KYC-процедур, а также тем, что стороны несут расходы на его открытие и обслуживание.

Кроме того, банки, как правило, отказываются открывать аккредитив **до подписания обязывающей документации** по сделке (например, в нашей практике только один банк соглашался открыть аккредитив в день нотариального удостоверения ДКП доли в уставном капитале ООО, но до его подписания сторонами). Соответственно данный инструмент в основном применялся в сделках с акциями, в опционных конструкциях или в сделках с предварительным договором. При использовании аккредитива сторонам важно четко и однозначно сформулировать условия его раскрытия с подробным указанием требований к подтверждающим документам, которые могут быть объективно оценены сотрудниками банка.

Неденежные формы расчетов по сделкам M&A

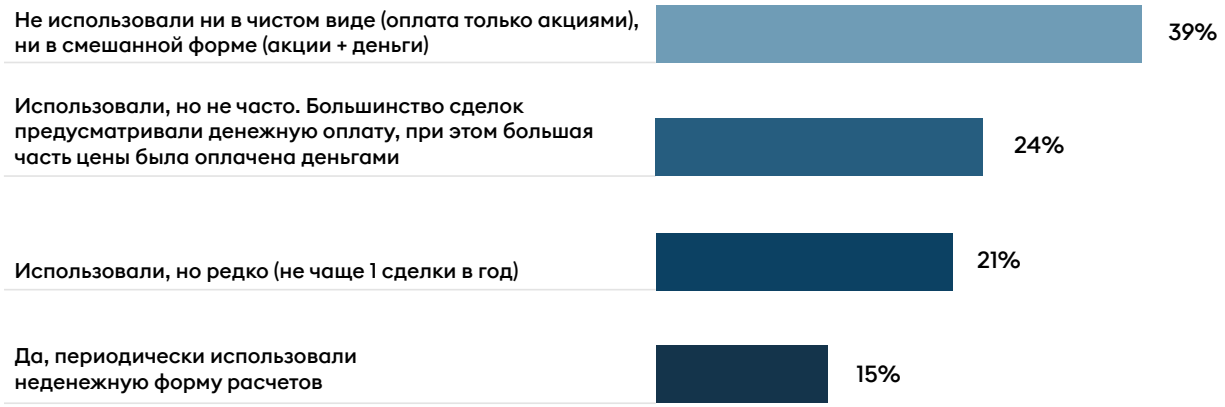
В условиях высокой стоимости финансирования становятся актуальными вопросы об использовании альтернативных форматов расчетов, например, безденежных механик, не требующих привлечения больших объемов ликвидности. Как показали результаты опросов, в период 2022-2024 гг. в сделках M&A преобладали денежные формы расчетов. Большинство респондентов не сталкивались с неденежными формами расчетов в указанном периоде, либо использовали их эпизодически, преимущественно в рамках смешанной формы оплаты.

Использование неденежных форм оплаты существенно затрудняет как процесс оценки приобретаемого и «встречного» активов, так и юридического структурирования, включая необходимость проведения due diligence актива, выступающего предметом платежа, синхронизацию механизмов распределения рисков и согласование размеров взаимного ограничения ответственности сторон. Также, в связи с невысокой популярностью неденежных механик расчетов по сделкам M&A, на сегодняшний день по этим вопросам отсутствует судебная практика, что привносит дополнительный элемент неопределенности при структурировании подобного рода механик оплаты.

Обычно неденежные формы расчетов используются при наличии у продавца стратегических мотивов совместного развития ряда активов, участвующих в периметре сделки, и объединении ресурсов с покупателем. В первую очередь, такие проекты предполагают синергетический потенциал активов продавца и покупателя, представляющий собой более высокое (чем сумма, которую продавец мог бы получить «сейчас» при денежной форме расчетов), но отложенное вознаграждение в случае реализации синергий в будущем.

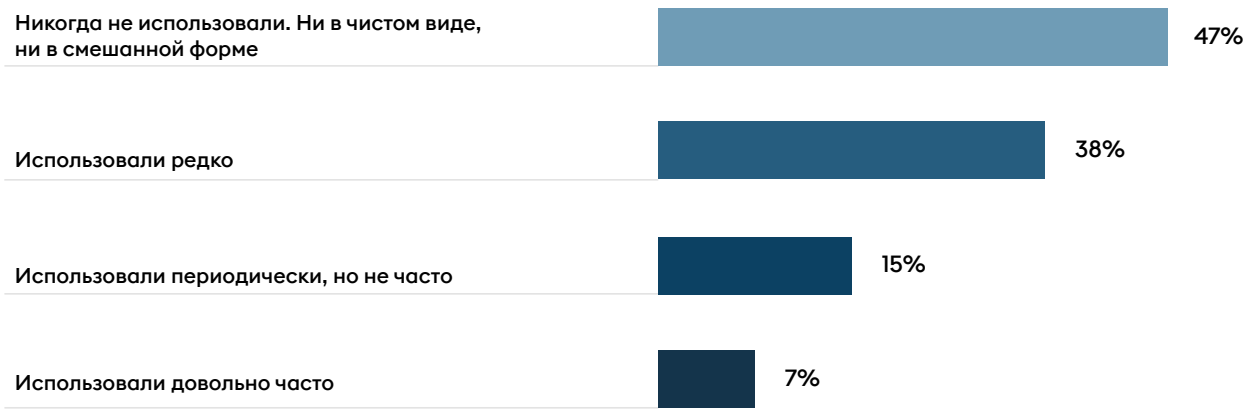
#Результаты_опросов

Использовали ли Вы неденежные формы расчетов по сделкам M&A в 2022-2024 гг.?



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Как часто в сделках 2022-2024 гг. оплата была структурирована в неденежной форме?



По данным Блиц-опроса юридических M&A-команд

Мы попросили ведущих экспертов рынка рассказать о практике использования неденежных форм расчетов, причинах их невысокой популярности и перспективах развития.

#Мнение_экспертов



L·G·S LEGAL SERVICES

Максим Левинсон

Управляющий партнер LGS Legal Services



L·G·S LEGAL SERVICES

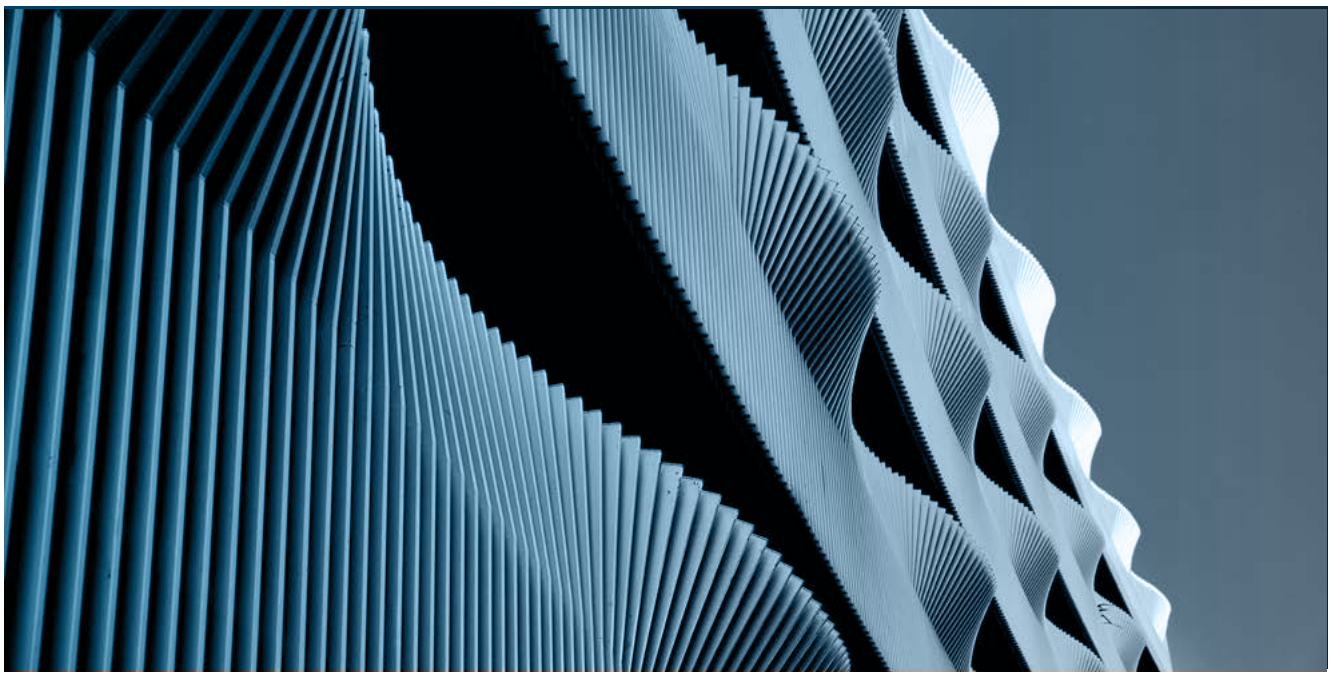
Александр Иванов

Юрист LGS Legal Services

В нашей практике оплата всей или части покупной цены акциями встречалась либо при **создании совместных предприятий,** либо при использовании **в качестве средства платежа** высоколиквидных акций публичных компаний.

В случае оплаты акциями / долями непубличных компаний обе стороны M&A сделки несут риск несоответствия реальной стоимости приобретенных акций их оценке, основанной на полученных заверениях. Это обстоятельство усложняет механизмы возмещения убытков при наличии у обеих сторон взаимных требований, основанных на нарушении заверений об обстоятельствах и / или возмещении имущественных потерь, особенно если стороны предусматривают возмещение в неденежной форме, т.е. в виде перераспределения долей взаимного участия в капиталах соответствующих компаний.

Взаимное участие сторон в капитале непубличных компаний-таргетов и управление ими также усложняет применение таких механизмов ограничения ответственности как право продавца на защиту покупателя / таргета от исков третьих лиц и обязанность митигировать убытки.



#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Екатерина Ситникова

Советник юридической фирмы VERBA LEGAL

Сделки с неденежными расчетами не являются распространенной практикой. По нашему опыту большинство сделок с неденежной формой расчетов предполагали обмен акциями / долями в рамках внутригрупповых историй либо в рамках создания совместных предприятий.

Как правило, при принятии решения о продаже бизнеса, продавец желает получить высоколиквидные активы для их реинвестирования в иные проекты либо для использования в личных целях. Аналогично, в случае привлечения третьих лиц в капитал компании (в том числе через cash-in), наиболее актуальными являются высоколиквидные ресурсы, которые могут быть немедленно использованы для реализации проектов компании или для реструктуризации ее текущей задолженности.

Неденежные расчеты связаны с дополнительными рисками и затратами продавца, который должен будет предпринять ряд действий для последующей реализации полученных активов и нести расходы по их администрированию до продажи. Даже в случае получения высоколиквидных неденежных активов (например, акций ПАО), их мгновенная реализация на рынке может быть затруднительна и потенциально несет риск потери в цене между датой получения акций по сделке и датой последующей реализации на рынке.

Исключения составляют случаи, когда продавец непосредственно заинтересован в активах, которые имеются у покупателя (например, продавец планирует войти в бизнес покупателя либо у него есть широкая экспертиза в реализации / управлении активами, которые предлагаются покупателем в рамках неденежных расчетов). Однако как указывали ранее, данные совпадения интересов на рынке крайне редки.

Следует отметить, что в отдельных секторах (например, в сфере жилой или коммерческой недвижимости) неденежные формы расчетов встречаются чаще и являются привычной формой платежей, особенно в рамках структурирования сделок в формате СП.

#Мнение_экспертов



A101

Анатолий Клинков

Директор по взаимодействию
С инвесторами, A101

Если мы покупаем проект вместе с юридическим лицом (то есть по сути осуществляем сделку M&A), то мы рассматриваем использование таких инструментов, как рассрочки по оплате и партнерское «неденежное» участие, когда расчеты происходят в течении срока реализации проекта путем передачи части помещений.

Влияние регуляторный среды на процедуры рассчетов

Говоря об особенностях использования механик расчетов в сделках M&A периода 2022–2024 гг., нельзя не отметить возросшее влияние на подходы к структурированию платежей новых **регуляторных факторов.** Особую актуальность эти вопросы приобрели при совершении сделок M&A с иностранным элементом, в том числе сделок-«выходов», а также при приобретении активов, деятельность которых связана с международными расчетами или с внешнеэкономической деятельностью.

О факторах влияния нового регулирования на форматы структурирования расчетов и процессы проведения платежных транзакций по сделкам M&A рассказали эксперты из юридической фирмы VERBA LEGAL.

#Мнение_экспертов



VERBA LEGAL

Татьяна Невеева

Управляющий партнер юридической фирмы VERBA LEGAL

Мы встречались с задержками исполнения со стороны банков в случаях, когда стороной обязательства было дочернее общество недружественного иностранца, зарегистрированное в России. Хотя в Указе № 95 было прямо сделано исключение из его применения к таким лицам, банк ожидал разъяснения ЦБ РФ.

В течение всего анализируемого периода структурирование платежа в сделках с иностранным элементом требовало каждый раз обращения к контрмерам. Одновременно в случае валютного платежа особое внимание уделялось маршруту движения денежных средств, т.к. в случае наличия в цепочке банка-корреспондента, включенного в один из санкционных списков, следовало учитывать риск блокировки платежа.



VERBA LEGAL

Дарья Кирюшина

Юрист юридической фирмы VERBA LEGAL

В рамках сделок-«выходов» в сфере расчетов достаточно ярко проявилась разнонаправленность интересов продавцов-иностранцев и российских финансовых регуляторов.

Как правило, с учетом требований по дисконту и иных ограничений в рамках сделок-«выходов», иностранные продавцы были заинтересованы как можно скорее выйти из российского бизнеса с одномоментным получением денежных средств, чтобы, в том числе, не нести риски, связанные с судебной защиты требований к покупателям в Российской Федерации в случае ненадлежащего исполнения обязательств по уплате отложенной части покупной цены.

При этом, ЦБ РФ и Минфин были заинтересованы в контроле покупки валюты на внутреннем рынке. Так в декабре 2022 г. были установлены «рекомендации» Подкомиссии по рассрочке платежей по сделке в 1-2 года либо по добровольному направлению федеральный бюджет денежных средств. В июле 2023 г. рассрочка была включена в рекомендации Подкомиссии к одобрению сделок-«выходов» уже как условие перевода денежных средств по сделке на зарубежные счета продавцов. При этом, из рекомендаций исчез период рассрочки, что позволяло сторонам «творчески» подходить к данному сроку. Помимо этого, с лета 2023 г. действовал лимит покупки валюты на российском рынке для сделок с нерезидентами в размере 1 миллиарда долларов.

4.2 Обеспечение исполнения обязательств в сделках M&A

В 2022-2024 гг. центральное место на переговорах по сделкам, помимо цены и механизмов расчетов, занимали вопросы, связанные с обеспечением денежных обязательств сторон. На стороне покупателя обязательства по оплате отложенной части цены обычно обеспечивались с помощью механик «безопасных» расчетов, таких как эскроу и аккредитив. Однако в этот период, с учетом высокого рискового потенциала многих активов, особую актуальность приобрели вопросы, связанные с обеспечением возможности продавца в будущем выплатить покупателю денежную компенсацию (например, сумму присужденных убытков) в случае материализации исторических рисков, связанных с деятельностью актива.

Вопросы обеспечения были особенно актуальными для внутрироссийских сделок. В сегменте сделок-«выходов» преобладали «одномоментные» механики платежей, с «однотраншевой» структурой расчетов. При этом иностранные продавцы не предоставляли покупателям каких-либо инструментов компенсации рисков в будущем. Поэтому в обеспечении не возникало необходимости, а продавцы в любом случае были не готовы его предоставить с учетом высокого дисконта к цене.

В сделках с участием российских игроков ситуация принципиально отличалась. Если структура сделки предполагала корректировку цены после закрытия сделки, но покупатель соглашался выплатить большую часть цены «авансом», покупатели настаивали на обеспечении продавцом возврата соответствующей части цены на случай, если корректировка цены окажется «отрицательной».

Более подробно о форматах обеспечения обязательств в зависимости от типа сделки рассказала **Анастасия Духина,** старший юрист практики «Корпоративное право / M&A» SEAMLESS Legal.

#Мнение_экспертов



seamless LEGAL

Анастасия Духина

Старший юрист практики
«Корпоративное право / M&A» SEAMLESS Legal

По нашим наблюдениям, наличие и особенно удовлетворение требований покупателей об обеспечении очень сильно зависит от типа сделки и «соотношения сил» между сторонами.

В классических exit-сделках с недружественными продавцами активы, как правило, продаются по принципу «as is», и покупатель, если действительно хочет получить актив, вынужден принимать практически все сопутствующие риски на себя без какого-либо обеспечения со стороны продавца. Более того, ответственность продавца в таких сделках, как правило, сильно ограничена, поэтому покупателю не приходится рассчитывать даже на частичное возмещение своих убытков в случае материализации рисков.

В сделках, где обе стороны – **российские или из дружественных юрисдикций ситуация иная.** В таких сделках в нашей практике продавцы довольно часто предоставляли **хотя бы одно обеспечение** – чаще всего **поручительство бенефициара** или **гарантию головной компании группы**, а в некоторых случаях покупатель получал несколько вариантов обеспечения в зависимости от количества и материальности выявленных рисков (например, поручительство нескольких лиц со стороны продавца и залог какого-то дополнительного актива).

О ситуациях, когда предоставление продавцом обеспечения обязательств по сделке M&A является обычной практикой рассказал **Александр Шалаев,** партнер юридической фирмы E L W I.

#Мнение_экспертов



E L W I

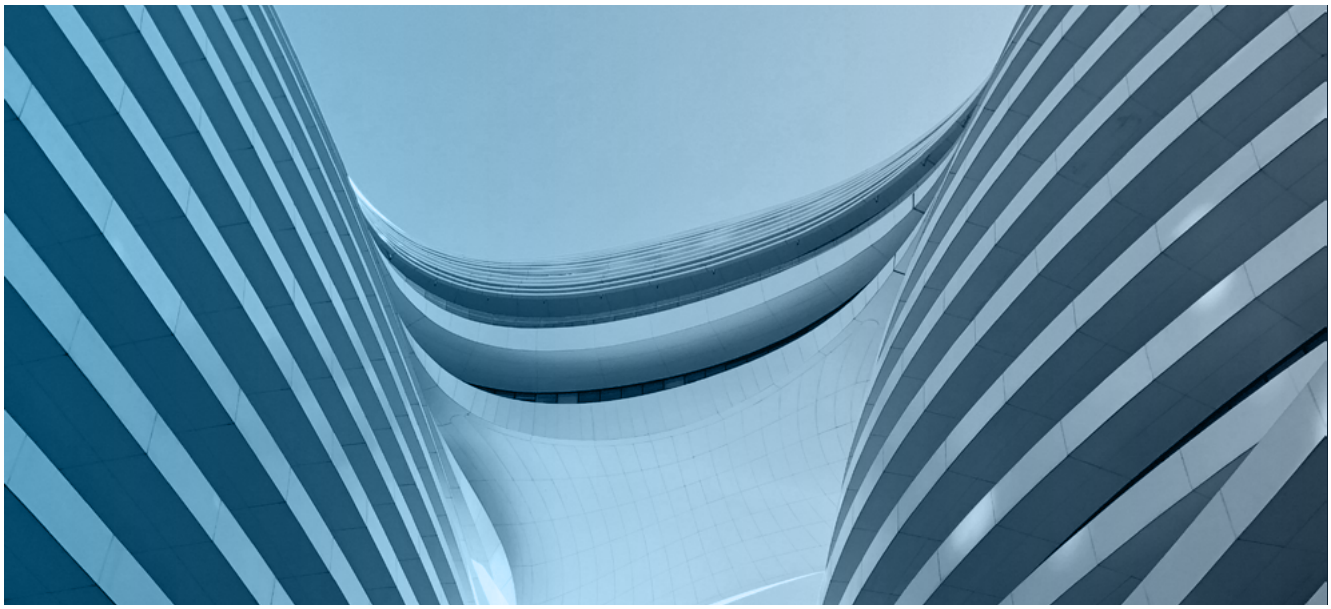
Александр Шалаев

Партнер юридической фирмы E L W I

Покупатели предусматривают предоставление обеспечения выполнения продавцом своих обязательств по компенсации убытков и возмещению потерь в качестве **одного из базовых условий** в сделках по продаже единственного существенного актива продавца или в сделках с участием продавцов-физических лиц.

В некоторых случаях при использовании отложенных механик оплаты покупатели соглашаются предоставить продавцу комфорт и выплатить «авансом» полную сумму цены на основе предполагаемых расчетов будущих КПЭ или иных параметров, с которыми связана корректировка цены. В таких ситуациях покупатели нередко просят продавца обеспечить возврат части цены в случае «отрицательного» расчета корректировки цены в будущем. О практике использования обеспечения обязательств продавца в сделках, предусматривающих механику earn-out, рассказал **Андрей Липин** старший юрист юридической фирмы ККМП.

«Предоставление обеспечения исполнения обязательств в период 2022–2024 гг. стало одним из ключевых вопросов переговоров по внутрироссийским сделкам M&A»



#Мнение_экспертов



KKMP LEGAL

Андрей Липин

Старший юрист юридической фирмы ККМП

На сделках, предусматривающих отложенную выплату определенной части покупной цены, стандартным механизмом защиты покупателя на случай недостоверности заверений продавца, наступления оснований возмещения потерь или нарушения продавцом обязательств из договора является удержание соответствующих сумм покупателем из отложенной выплаты в формате зачета. Это удобно для покупателя, поскольку эффективно позволяет получить денежную компенсацию от продавца, не прибегая к инициированию претензионной процедуры и последующего судебного или арбитражного разбирательства – бремя проактивных действий в этом случае переносится на продавца. Для продавца же, напротив, это создает риск оппортунистического поведения покупателя.

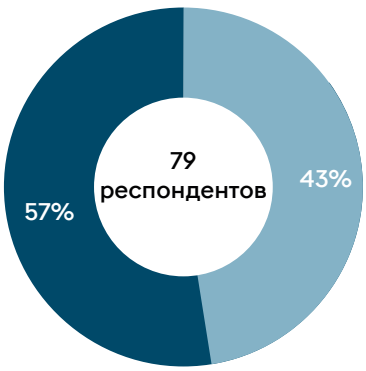
Отметим, что удержание как способ защиты покупателя чаще всего применяется в сделках, предусматривающих earn-out, который по своей сути и есть разновидность отложенного платежа. В то же время, как показывает практика, earn-out необязательно фактически выплачивается в отложенном порядке. Так, на одной из сделок, которые мы сопровождали, в силу определенных причин earn-out был выплачен продавцу в максимально возможном размере на закрытии, вместе с базовой покупной ценой, и далее, в зависимости от достижения компанией согласованных финансовых и операционных показателей, мог подлежать полному или частичному возврату покупателю, т.е. по сути был выплачен авансом. В этом случае удержание будет уже очевидно невозможно, однако у покупателя, скорее всего, возникнет резонное желание иметь возможность применить некий его аналог, поскольку, с коммерческой точки зрения, деньги еще как бы не заслужены продавцом.

В такой ситуации на помощь покупателю могут прийти, например, обеспечительные механизмы с участием третьей стороны банка: сумма earn-out на закрытии перечисляется не на обычный счет продавца, а на счет эскроу или залоговый счет, с которого допустимы раскрытия в соответствующих суммах в пользу покупателя при возникновении у него требований к продавцу в связи со сделкой (например, при нарушении продавцом заверений). По окончании периода, за который тестируется выполнение согласованных показателей деятельности компании, к которым привязан earn-out, и определения причитающегося в итоге продавцу размера earn-out он переводится продавцу на его обычный счет, а остаток со счета эскроу или залогового счета возвращается покупателю.

В период 2022–2024 гг. увеличилось число случаев использования обеспечения денежных обязательств продавца в качестве инструмента управления отдаленными рисками, связанными с деятельностью актива.

#Результаты_опросов

Наиболее острые переговорные вопросы по сделкам M&A периода 2022–2024 гг.



57% респондентов одной из ключевых проблем переговоров по сделкам M&A отметили вопросы, связанные с неготовностью многих продавцов обеспечить компенсацию отдаленных рисков актива.

По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Переговорные условия, балансирующие цену сделки



В 2022-2024 гг. вопросы предоставления продавцом обеспечения существенно влияли на цену сделки: если продавец на это не соглашался – **35%** покупателей настаивали на снижении цены актива.

По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Как видно из результатов опросов, многие покупатели активов были обеспокоены тем, будет ли у продавца реальная возможность компенсировать сумму рисков, которые не были учтены в цене актива, но подтвердились по итогам due diligence или были раскрыты продавцом дополнительно.

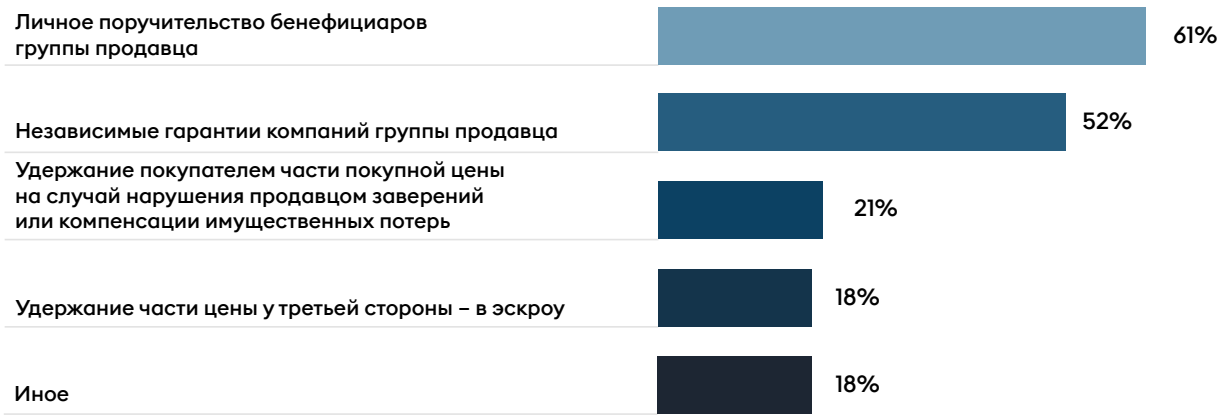
В условиях макроэкономической нестабильности покупателям было важно получить от продавцов гарантии того, что они сохранят достаточный уровень платежеспособности и ликвидности в течение согласованного сторонами периода для предъявления претензий в связи с наличием в активе исторических рисков.

Формы обеспечения исполнения обязательств продавца

Как показывают результаты опросов, наиболее часто в указанный период в сделках M&A использовались такие виды обеспечения как **личные поручительства бенефициаров и независимые гарантии.** Данные инструменты как правило покрывают все денежные обязательства продавца, связанные с активом. Механизмы, предусматривающие удержание части цены у покупателя или третьей стороны (эскроу-агента), в этот период, в целом, были менее популярны, но относительно часто встречались именно в целях управления отдаленными рисками актива, основания для которых возникли до передачи продавцом контроля покупателю.

#Результаты_опросов

Наиболее востребованные формы обеспечения обязательств продавца по компенсации убытков по сделкам в 2022–2024 гг.



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

#Мнение_экспертов



E L W I

Александр Шалаев

Партнер юридической фирмы E L W I

Как правило, мы не часто встречаемся с обеспечением в виде банковских гарантий с учетом их стоимости и ограничений, которые не подходят сторонам сделки (сумма и срок). В нашей практике наиболее распространенными видами обеспечения являются поручительства и независимые гарантии аффилированных компаний продавцов, которые способны отвечать по требованиям покупателя. Такие гарантии и поручительства обычно покрывают все обязательства продавца в пределах согласованного лимита в течение их возможного срока действия.

В рамках данного исследования мы попросили M&A-экспертов рассказать об альтернативных способах обеспечения исполнения обязательств. Об использовании залога цифровых финансовых активов (ЦФА) в качестве инструмента обеспечения исполнения продавцом обязательств в сделок M&A, рассказал Максим Новиков, Руководитель Правового направления M&A практики ООО «РВБ» (объединенная компания Russ и Wildberries).

#Мнение_экспертов



RWB

Максим Новиков

Руководитель Правового направления
M&A практики ООО «РВБ»
(объединенная компания Russ и Wildberries)[67]

Стоит отметить, что практически в каждой сделке M&A используется тот или иной дополнительный механизм обеспечения исполнения обязательств со стороны продавцов. Помимо традиционных способов обеспечения обязательств (личное поручительство, независимая гарантия и залог активов) покупатели все чаще используют инновационные инструменты, которые позволяют «не замораживать» на длительный срок денежные средства, уплачиваемые в качестве покупной цены, что качественно отличает такие способы обеспечения с учетом высокой ключевой ставки ЦБ РФ. В связи с введением в гражданский оборот цифровых финансовых активов («**ЦФА**») появилась возможность использования ЦФА в качестве объекта залога и в качестве способа обеспечения договорных обязательств сторон.

Так, эмитент (аффилированное лицо со стороны покупателя) выпускает на соответствующей платформе ЦФА, объем которых ограничивается ценой основной сделки (ДКП долей или акций). Продавец в данном случае будет выступать инвестором в соответствующие ЦФА, по сути возвращая в распоряжение покупателя по основной сделке денежные средства или их часть, уплаченные в качестве покупной цены, он же и будет залогодателем по договору залога, а покупатель становится залогодержателем. В договоре залога стороны детально описывают обеспеченные залогом обязательства, а также процесс обращения взыскания на ЦФА в случае неисполнения залогодателем своих обязательств по основному договору. Если нарушение все-таки произошло, то залогодержатель отправляет оператору заявление о переводе активов на его кошелек и право собственности на ЦФА автоматически переходит покупателю.

67 До мая 2025 г.: Руководитель управления сопровождения сделок по слияниям и приобретениям X5 Group.

05 Особенности переговорного процесса по транзакционным условиям

Авторы текста: Алёна Кучер, Валериан Мамагеишвили, Татьяна Невеева, Александр Колосков, Дарья Кирюшина



- Условия, прямо или косвенно влияющие на цену, остаются ключевыми в переговорах; разногласия по ним являются основной причиной срыва сделок.
- Ключевыми неценовыми условиями для покупателя являются инструменты защиты по договору; несмотря на негативную судебную практику, заверения об обстоятельствах остаются наиболее распространенным инструментом защиты покупателя.
- Наиболее чувствительными неценовыми условиями для продавца являются положения об ограничении ответственности; по ним сформировались определенные рыночные стандарты.
- Подвижным в переговорах остается вопрос определения лимита ответственности продавца – покупатели настаивают на том, чтобы общий лимит ответственности включал не только cash-out, но и общую сумму инвестиций.
- Российское законодательство не всегда обеспечивает достаточную надежность соблюдения договоренностей сторон M&A-сделок, что приводит к обсуждению дополнительных уровней защиты в документации.
- По многим вопросам стороны ведут переговоры по модели англо-правовых сделок, не учитывая специфику российских инструментов и тенденций правоприменения.

Внешние факторы, определяющие исследуемый период в некоторой степени повлияли на баланс позиций сторон в переговорном процессе и его динамику. Существенные различия сложились в переговорных практиках по сделкам-«выходам» и внутренним российским сделкам, заключаемым на рыночных условиях. В сделках-«выходах» прослеживалась отчетливая асимметрия в переговорных позициях сторон ввиду того, что иностранные продавцы стремились как можно быстрее покинуть российский рынок, закладывая все риски покупателя в «дисконт» в покупной цене. Процесс согласования условий по внутренним российским сделкам M&A в значительной степени остался прежним, требуя длительного и тщательного согласования всех существенных для сторон условий.

Первостепенное значение в рамках переговоров все так же отводится вопросам согласования **покупной цены и ценовым условиям**. Отсутствие компромисса по этим вопросам является наиболее частым deal breaker вне зависимости от стадии сделки. Стремление сторон искать компромиссы в этом вопросе прослеживается в многообразии подходов к определению покупной цены, а также в возможности согласовывать более выгодные неценовые условия взамен на уступки по ценовым параметрам. Помимо привычных механик определения покупной цены, на сделках чаще встречаются более сложные механики, которые позволяют учитывать интересы обеих сторон (earn-out, многоэтапные сделки, рассрочки платежа и прочие), что позволяет преодолевать противоречия по ценовым вопросам.

Отдельное место в переговорном процессе занимают **механизмы защиты покупателя**. Несмотря на текущие тенденции в судебной практике, заверения об обстоятельствах по-прежнему остаются наиболее часто используемыми и имеющими широкое применение на практике. Обязательства по возмещению имущественных потерь также являются одним из ключевых вопросов в переговорах. Покупатели все чаще настаивают на использовании конструкции воз-

мещения имущественных потерь, расширяя ее сферу применения в сделках, в связи с отсутствием необходимости соблюдения стандарта должной осмотрительности. Продавцы стараются придерживаться традиционного взгляда на возмещение имущественных потерь как на инструмент для покрытия специфических рисков покупателя.

Ключевым инструментом защиты продавца, в свою очередь, являются **положения об ограничении ответственности**. Несмотря на определенные рыночные стандарты в этом вопросе, переговоры по отдельным аспектам ограничения ответственности вызывают особо длительные дискуссии. В сделках по российскому праву стандартные англо-правовые правила ограничения ответственности структурируются с использованием различных юридических механик, предусмотренных законодательством. Отсутствие четких ответов по важнейшим вопросам в части ограничения ответственности в судебной практике вызывает разнообразие способов структурирования и дополнительного обеспечения положений об ограничении ответственности продавца, которые варьируются от сделки к сделке.

5.1. Особенности переговорного процесса в период 2022–2024 гг.

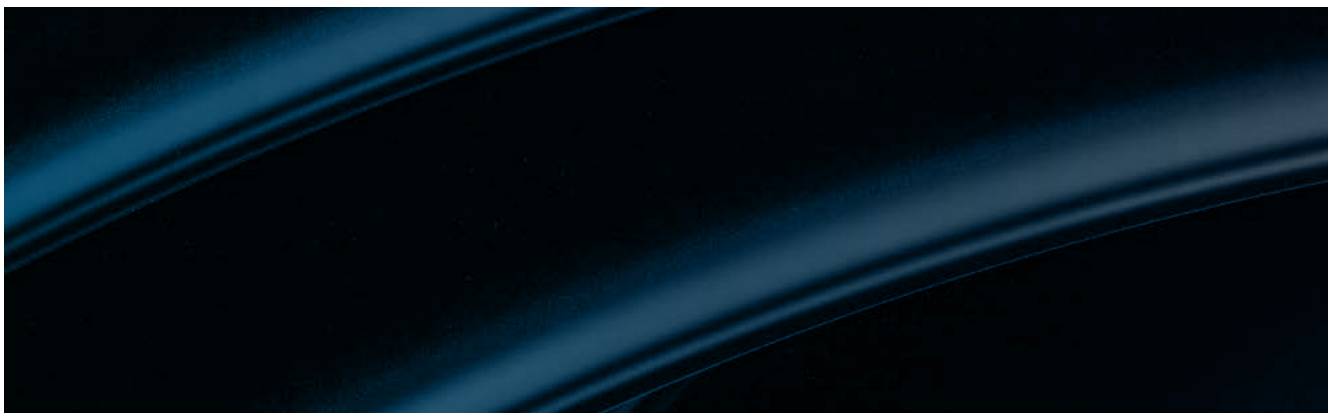
В целом, за период 2022–2024 гг. в рамках переговорного процесса подходы сторон к обсуждаемым условиям **по внутренним российским сделкам** не претерпели существенных изменений. Ключевыми вопросами, которые сопровождаются длительным согласованием сторон, по-прежнему являются условия о цене актива. Интенсивность переговоров по этим условиям особенно заметна на фоне «разрыва» ожиданий по оценкам покупателей и продавцов, что создает почву для обсуждения особых конструкций для достижения компромисса.

Наряду с ценовыми условиями стороны уделяют особое внимание неценовым условиям сделки, которые имеют косвенное влияние на покупную цену: например, условия о защитных механизмах покупателя и об ограничении ответственности продавца. После выявления конкретного риска покупатель может как настоять на уменьшении цены, так и предложить покрыть выявленный риск договорными защитами. Продавец, в свою очередь, будет стремиться ограничить свою ответственность за риск понятными рамками.

В этом отношении внутренние российские сделки отличаются от сделок-«выходов», в которых можно проследить иную стандартную переговорную модель. Стороны таких сделок исходят из следующих вводных: покупатель получает цену с дисконтом (которого не было бы в стандартных условиях). В связи с этим продавец стремится максимально ограничить свою ответственность по договору, оперируя аргументом о том, что дисконт, заложенный в цену, учитывает потенциальные риски покупателя. Основные проблемы, требующие внимания сторон таких сделок, возникают скорее в связи с санкционными требованиями, получением регуляторных согласований и проведением расчетов.

Вместе с тем подходы сторон в рамках переговорного процесса по российским сделкам все же подверглись определенным изменениям. **Контрсанкционные требования, осложнение привлечения финансирования, санкционное давление (косвенно влияющее и на российских участников сделок)** и иные факторы, влияющие на рынок M&A, скорректировали переговорные стратегии сторон.

Более подробно о том, какие специфические факторы влияли на переговорный процесс в 2022–2024 гг., рассказал **Константин Орлов**, советник юридической фирмы Stonebridge Legal.





STONEBRIDGE LEGAL

Константин Орлов

Советник юридической фирмы
Stonebridge Legal

В 2022–2024 гг. переговорный процесс по сделкам в сфере M&A усложняли следующие факторы:

1. **Санкционное давление**. Сторонам приходится учитывать действующие и потенциальные санкции при согласовании условий о прекращении сделки, уступке прав по договору, передаче акций (долей) и последующей передаче приобретаемого актива.

2. **Платежи и расчеты.** Учитывая разрешительный подход международных банков к проведению платежей, сторонам необходимо согласовать механизм распределения ответственности (и оказания содействия друг другу) в ситуации, когда платеж «завис» в банковской системе, не позволяя сторонам завершить расчеты по сделке.

3. **Продажа** «as is»**.** Стали чаще встречаться требования продавцов о продаже актива на условии «as is», что приводит к необходимости согласования исключений и особенностей ограничения ответственности продавца.

4. **Контрсанкционное регулирование в России.** Получение согласия на передачу акций (долей), содержание такого согласия и орган, его выдающий, являются ключевыми при структурировании условия о закрытии сделки и обязанностей сторон до закрытия.

5. **Использование наименования.** В сделках по выходу иностранных участников важным становится согласование момента отказа от использования старого наименования по отношению к дате регистрации перехода акций (долей).

Период в целом ознаменовался **ускорением общих сроков совершения сделок**. Причем это распространяется не только на сделки-«выходы», в рамках которых целью продавца является быстрая продажа бизнеса с возможностью отчитаться о прекращении связей с Россией. Тенденция ускорения коснулась также и внутренних сделок. На фоне общей неопределенности стороны стремятся закрыть сделку как можно скорее, чтобы изменившиеся внешние факторы не могли повлиять на «экономику» сделки.

Ведущие эксперты M&A поделились с нами своим видением особенностей переговорного процесса в исследуемый период.





E L W I

Сергей Чапаев

Партнер юридической фирмы E L W I

Особенности периода были наиболее заметны в сделках по «выходу» иностранных инвесторов в силу структуры собственности и связанных с ней подходами к распределению ресурсов между российским и зарубежным контурами. В частности, такие подходы выражались в необходимости заключения довольно экзотических «двусторонних» transitional services agreements, услуги по которым оказывались не только со стороны группы продавца в отношении таргета в течение определенного времени после закрытия сделки (что довольно привычно), но и со стороны российского таргета в отношении группы продавца. Как правило, это было связано с глубокой степенью интеграции российского контура в глобальную IT-инфраструктуру группы продавца или же относительно значительными излишними вычислительными возможностями таргета, эффективно заменить которые в сжатые сроки до закрытия сделки было проблематично.

Кроме того, набор разрешений, требуемых для сделки со стороны иностранных регуляторов, зачастую оказывался значительно шире изначально предполагаемого, т.к. диктовался не только личным законом продавца, но и «домашними» юрисдикциями членов советов директоров вовлеченных в сделку компаний в группе продавца.



Melling Voitishkin &Partners

Сергей Крохалев

Партнер юридической фирмы Melling, Voitishkin & Partners

Среди особенностей переговоров по сделкам в 2022–2024 гг. можно отметить сокращение их сроков, что делает весь процесс более активным и напряженным.

Санкционные риски значительно повлияли на структурирование даже внутрироссийских сделок. Так, в прошлое ушло английское право, стороны находятся в поиске новых юрисдикций для создания холдинговых компаний, арбитража и регулирования документов по сделкам.

Кроме того, приобрели актуальность такие ранее экзотические инструменты, как закрытые паевые инвестиционные фонды (ЗПИФы) и договоры инвестиционного товарищества (ДИТы).

5.2 Переговоры и уступки сторон по ценовым и неценовым условиям

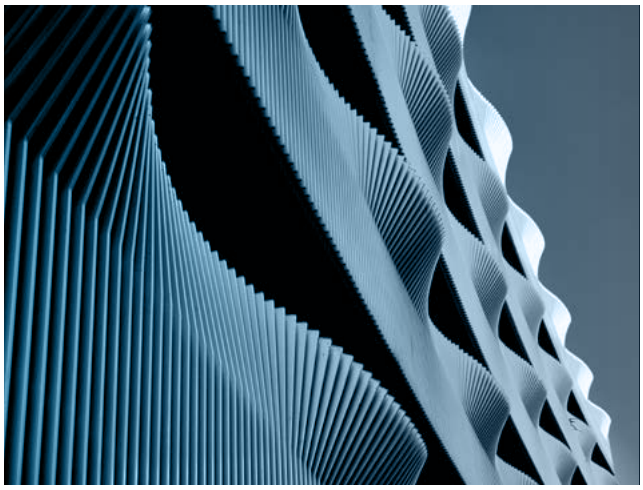
Ценовые условия, то есть те, которые прямо влияют на покупную цену, являются ключевым предметом обсуждения коммерческих команд сторон. Если стороны не могут достичь договоренности по цене, переговоры заходят в тупик и, как правило, заканчиваются. «Разрыв» в ожиданиях сторон по цене может возникать как в силу разной оценки стоимости компании, так и в разной оценке выявленных рисков. Так, для продавца бизнеса риски таргета кажутся «нормальными», т.к. они ему хорошо знакомы. Бизнес живет с рисками и воспринимает их нормой. Однако для покупателей (особенно для серийных покупателей) каждый выявленный риск должен быть соразмерно отражен в покупной цене либо должен быть покрыт через договорные инструменты защиты. Позиция покупателей ужесточается и за счет дороговизны финансирования.

Хоть продавцы проявляют высокую резистентность, риски с высокой долей материализации нередко закладываются в покупной цене: **22%** респондентов Опроса по аспектам due diligence отметили, что в случае выявления существенных неустранимых рисков они настаивают на вычете их суммы из покупной цены. «В нашей практике мы неоднократно сталкивались с ситуацией, когда продавец готов был пойти на уступки в отношении стоимости сделки в обмен на ограничение объема заверений, гарантий и indemnities, которые потенциально могли в течение нескольких лет нивелировать более высокую сумму сделки», – комментирует итоги опроса **Константин Южаков**, вице-президент, инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory.

#Результаты_опросов



По данным Опроса по аспектам due diligence



«Неценовые условия, направленные на защиту покупателя (заверения об обстоятельствах, возмещение имущественных потерь и прочее), зачастую обсуждаются в свете ценовых условий, так как по таким защитам покупатель может взыскать убытки и потери с продавца, тем самым получив часть покупной цены обратно. В эту же категорию попадают и условия, связанные с ограничением ответственности продавца. Эти положения юридически ограничивают покупателя во взыскании убытков и потерь, уменьшая объем его требований. Таким образом, юридические защиты покупателя и продавца опосредованно влияют на коммерческие договоренности по цене».

Есть и другие важные неценовые факторы, которые определяют возможность сторон договориться. Коллеги из **Salute Advisory** поделились с нами мнением о том, какие неценовые факторы могут повлиять на продавца и его оценку предложения покупателя.



SALUTE ADVISORY

Константин Южаков

Вице-президент инвестиционно-банковского консультанта Salute Advisory

Неценовые факторы повышения конкурентоспособности предложения о покупке бизнеса

Когда акционеры планируют продать бизнес или долю в компании, при выборе потенциального покупателя главным фактором, конечно, является оценка стоимости актива – возможность акционеров получить как можно большую сумму сделки. Однако для покупателя возможность предложить самую высокую цену часто ограничена – как экономической целесообразностью, так и регуляторными нормами (например, согласование оценки в Правительственной комиссии при сделках с иностранцами).

В результате покупателю часто приходится использовать неценовые факторы, которые позволяют сделать предложение привлекательным даже при не самой высокой оценке:

1. **Скорость движения по сделке.** Мы намеренно приводим этот фактор первым, поскольку такой простой фактор, как готовность двигаться по сделке в рамках жестких сроков в большинстве случаев ценится очень высоко. Чем в более ограниченные сроки проведения due diligence, получения согласований и проведения оплаты покупатель готов принять, чем быстрее «мяч уходит» от покупателя к продавцу, тем выше комфорт для продавца.

2. **Ограниченность заверений и гарантий продавца.** В нашей практике Продавец часто готов заключить сделку по меньшей оценке, но не брать на себя риск потенциальной ответственности в случае нарушения заверений в течение нескольких лет после сделки.

3. **Внесение задатка.** Внесение задатка в размере 10-20% от стоимости сделки, который остается за продавцом в случае расторжения сделки по вине покупателя, сигнализирует о серьезности намерений интересанта и создает для продавца дополнительный комфорт. Даже в ситуациях, когда продавец не мог воспользоваться полученным задатком (например, иностранный акционер не мог вывести задаток за российский периметр), высоко ценится готовность покупателя понести потери в случае расторжения сделки.

4. **Принятие валютного риска.** В сделках с иностранцами, а также в отраслях, зависящих от валютных курсов (экспортеры, портовая инфраструктура и т.п.) важным фактором является готовность покупателя зафиксировать стоимость сделки в предпочтительной для продавца валюте, особенно если между подписанием и закрытием сделки имеется существенный временной лаг.

5. **Безденежная сделка / asset deal.** В ряде ситуаций (например, в финансовом секторе) сделка может быть существенно упрощена в случае готовности покупателя произвести обмен ликвидными активами и уменьшить/исключить денежную составляющую. Аналогично, в капиталоемких отраслях может быть предпочтительна возможность забрать интересующий покупателя имущественный комплекс (основные средства, запасы и т.п.) и перевести персонал вместо покупки юридического лица, требующей более сложного структурирования.

6. **Финансирование сделки за счет собственных средств.** Предложение о приобретении за счет собственных средств покупателя всегда является более выигрышным, поскольку исключается риск неполучения или задержки получения финансирования от банка. Зачастую «собственные средства» могут поступать за счет привлечения покупателем финансирования для других активов за периметром сделки, например, кредитов на пополнение оборотного капитала и т.п.

7. **Проработанная стратегия развития актива.** Глубоко проработанный план развития компании в случае приобретения подтверждает как серьезность намерений покупателя, так и обоснованность предложенной стоимости

сделки, что создает дополнительный комфорт для продавца.

Использование данных приемов регулярно встречается в нашей практике, в том числе в ряде сделок, закрытых при участии Salute Advisory в 2023–2024 гг. Возможность пойти навстречу продавцу, не увеличивая стоимость сделки, может обеспечить успешное закрытие сделки как в открытом конкурентном процессе (auction sale), так и при прямых переговорах продавца с отдельными интересантами.

О некоторых условиях сделок, которые порой являются критическими для продавцов, рассказала **Анастасия Чапурина**, старший юрист практики корпоративного права / M&A юридической фирмы SEAMLESS Legal.

#Мнение_экспертов



seamless LEGAL

Анастасия Чапурина

Старший юрист практики
«Корпоративное право / M&A» SEAMLESS Legal

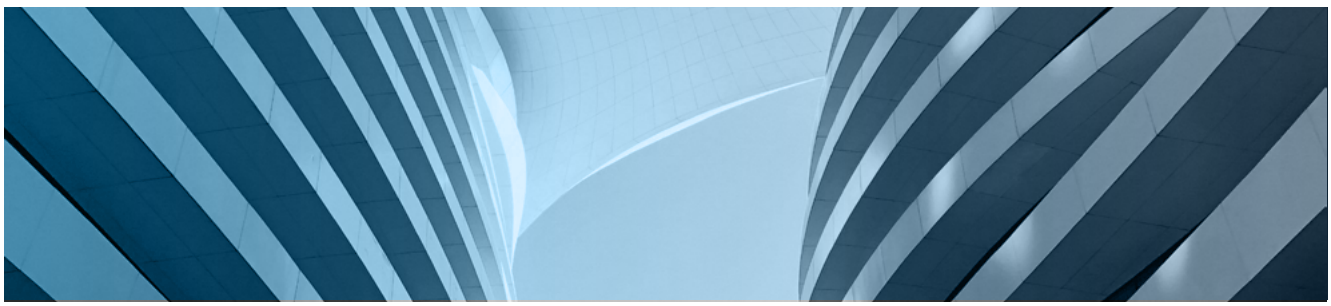
Основываясь на нашей текущей практике, действительно можно заметить тенденцию, когда продавцы настаивают на митигации «исторических» рисков, возникших в период их владения. Например, это может быть защита представителей топ-менеджмента от требований по возмещению убытков, причиненных приобретаемому обществу их действиями. Также, особенно в случае продажи «проблемной» компании, продавцы достаточно часто просят защиту от привлечения к субсидиарной ответственности в случае банкротства продаваемого общества.

Структурирование такой защиты, в основном, происходит через включение обязательства группы покупателя не предъявлять требования подобного рода. Также включаются отдельные положения о компенсации потерь (убытков) продавцов и иных защищенных лиц в случае предъявления такого требования (достаточно часто используется indemnity по английскому праву).

В свою очередь, для покупателя (если такое обязательство в принципе является приемлемым) важно обезопасить себя от несения ответственности за предъявление таких требований к группе продавца или топ-менеджменту третьими лицами, включая назначенных конкурсных управляющих и государственные органы.

В переговорном процессе **все условия (ценовые и неценовые) взаимосвязаны**, и стороны часто смотрят на них системно. В рамках обсуждений каждая сторона отстаивает позицию в свою пользу по тем или иным вопросам. С учетом системной взаимосвязи условий сторона может сдать наименее важную для себя позицию в процессе «расторговки» в обмен на выгодную для себя позицию по более важному вопросу. Для достижения согласия сторон по тексту договора необходимо, чтобы стороны находили компромиссы и шли на уступки. В противном случае переговоры не увенчаются успехом.

О ключевых рисках срыва сделки, а также о возможных инструментах разрешения разногласий сторон рассказал **Александр Венгранович**, начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк».





СОВКОМБАНК

Александр Венгранович

Управляющий директор – начальник управления слияний и поглощений ПАО «Совкомбанк»

Главный риск срыва сделки – неспособность сторон согласовать механизмы защиты от макроэкономической и политической нестабильности. Например, отказ от сделки может произойти на этапе согласования условий эскроу или earn-out.

Для целей разрешения разногласия сторон по условиям сделки наиболее эффективными подходами мы считаем гибкие условия оплаты (например, привязка к будущим финансовым показателям), страхование сделок (W&I insurance) для снижения рисков по репрезентациям и гарантиям, поэтапное закрытие (например, через опционы или call/put-права), использование независимых оценщиков для арбитража в спорах о цене.

В рамках исследования мы спросили участников, какие уступки в их опыте сопровождения сделок на стороне покупателя оказались наиболее чувствительными. С результатами можно ознакомиться ниже.

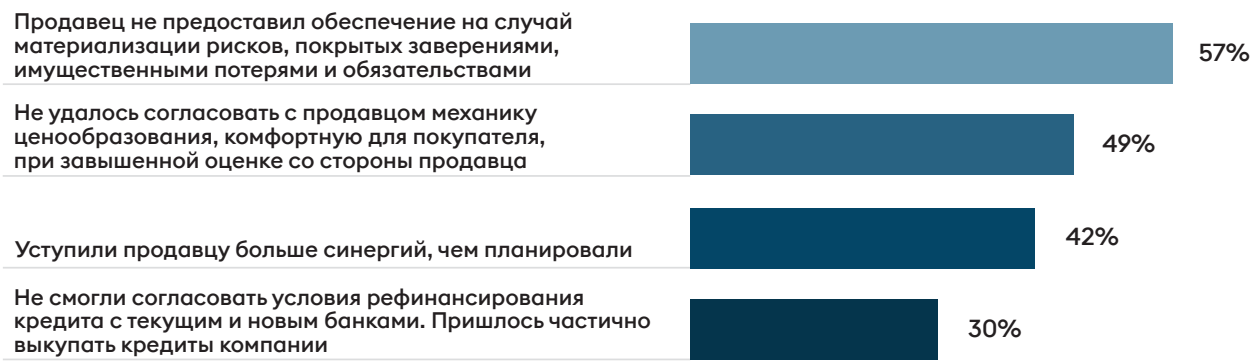
Обеспечение исполнения обязательств продавца для покупателя является ключевым вопросом на переговорах, что подтверждается результатами опроса выше. Даже имея существенный пакет транзакционных защит, покупатель может остаться с проблемным активом и без какой-либо компенсации, если взыскивать с продавца окажется нечего. Смежная логика работает и в сделках с множественностью продавцов – покупатель зачастую настаивает на солидарной ответственности продавцов.

Вторым по популярности вопросом, выбранным респондентами в качестве проблемного, является согласование механики определения и корректировки покупной цены, когда у сторон есть расхождение по оценке таргета.

Нередко в переговорах возникает спор в связи с тем, что продавец исходит из оптимистичной оценки компании, в то время как покупатель привязывается к фактическим и подтвержденным финансовым показателям. Коллеги из LEVEL Legal Services поделились с нами своим опытом того, какие вопросы вызывают споры на переговорах.

#Результаты_опросов

Какие уступки продавцам оказались наиболее существенными / чувствительными для покупателей?



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков



LEVEL Legal Services

Леонид Эрвиц

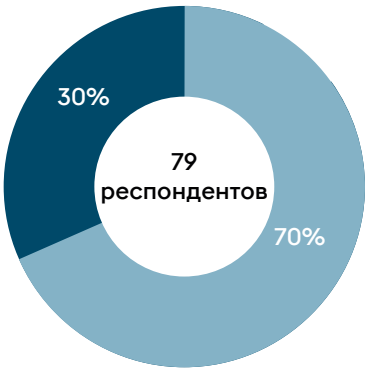
Управляющий партнер юридической фирмы LEVEL Legal Services, глава корпоративной практики

В период, охватываемый исследованием, в нашей практике был интересный кейс, в рамках которого особенно ожесточенные споры при согласовании условий сделки вызвали следующие вопросы, при разрешении которых покупателю пришлось пойти на уступки продавцам (продавалась доля владения близкая к 100%, но при этом в сделке было более 10 продавцов):

- удалось согласовать концентрацию всех бизнес-заверений и обязательств о возмещении имущественных потерь только на тех продавцах, которые через личное участие в органах управления (должность генерального директора и / или члена совета директоров компании-цели) оказывали непосредственное влияние на бизнес-процессы, с распределением между ними ответственности пропорционально их долям владения в уставном капитале компании-цели. При этом изначально покупатель настаивал на том, чтобы все продавцы предоставляли бизнес-заверения / брали на себя обязательства о возмещении имущественных потерь по бизнес-вопросам (и отвечали бы солидарно).
- получилось сбалансировать в пользу продавцов механику корректировки покупной цены. В частности, удалось переформулировать положения о completion accounts таким образом, чтобы на итоговые цифры не могли недобросовестно повлиять не только продавцы до закрытия, но и покупатель после перехвата операционного управления. Также по настоянию продавцов в документах по сделке были закреплены механизмы, гарантирующие получение ключевым продавцами earn-out в ожидаемом размере в ситуации, в которой покупатель или аффилированные с ним лица недобросовестно содействуют тому, чтобы обстоятельства, обусловливающие выплату earn-out, не наступили, или чтобы целевые финансовые показатели компании оказались занижены для уплаты earn-out в уменьшенном размере.
- покупатель пошел продавцам навстречу в части утверждения условий мотивационной программы ключевых работников компании-цели, личный трудовой вклад которых является важным элементом для достижения компанией целевых финансовых показателей, обуславливающих уплату earn-out ключевым продавцам.

#Результаты_опросов

Ключевые неценовые условия для покупателя



30% респондентов одним из ключевых вопросов в рамках переговоров отметили возможность рефинансирования текущей задолженности таргета.



24% участников отметили важность согласования таргетом и продавцом изменений в условия мотивации.

По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Не все неценовые условия имеют прямую корреляцию с покупной ценой (ее уменьшением). В некоторых случаях для покупателя может иметь принципиальное значение определенная характеристика бизнеса, на базе которой покупатель оценивает компанию. К примеру, у покупателя может быть запрос изменить систему мотивации в отношении работников и менеджмента таргета. Риск увольнения со стороны ключевых работников таргета не имеет прямого денежного отражения на покупной цене, но может быть существенным с точки зрения бизнеса.

Как показано выше, примерно треть респондентов Опроса широкого круга M&A-игроков отметили в качестве ключевого условия для покупателя возможность рефинансирования долга таргета. Проблема заключается в том, что в связи со сменой контроля в отношении таргета у банков (кредиторов таргета) может возникнуть право на досрочный возврат кредита. Если банки отказываются взаимодействовать с таргетом после перехода контроля к покупателю, то долг придется погасить после закрытия.

Это может существенно увеличить расходы покупателя по сделке в связи с необходимостью предоставить финансирование таргету на погашение кредита.

5.3 Переговоры по ключевым транзакционным защитам сторон

Особое значение для сторон имеет комплекс мер защиты (в случае покупателя) и объем потенциальной ответственности по сделке (в случае продавца). Так как данные условия косвенно влияют на итоговую цену, они обсуждаются сторонами особенно тщательно – от коммерческих переговоров до юридико-технической проработки.

В ходе исследования мы попросили участников отметить неценовые условия сделок, которые могут влиять на изменение покупной цены. Итоги опроса приведены на графике ниже.

В подразделах настоящего раздела описаны отдельные проблемные вопросы по тем или иным инструментам, которые возникают в рамках переговорного процесса.

#Результаты_опросов

Какие условия сделок (помимо цены) приобретатели считают влияющими на цену?



По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

5.3.1. Уступка прав по заверениям об обстоятельствах

Если покупатель приобретает актив с намерением перепродать его потенциальному заинтересованному лицу, в рамках переговоров по второй сделке может встать вопрос об уступке заверений об обстоятельствах по первоначальному договору. Позиция и аргументация покупателя по первоначальной сделке, который намерен перепродать актив, заключается в том, что он владеет активом непродолжительное время и может предоставить гарантии только за период своего владения активом. Целостность же и качественные характеристики актива за предыдущие периоды должны быть гарантированы первоначальным продавцом актива.

Поскольку приведенная ситуация является достаточно специфической, уступка прав по заверениям об обстоятельствах встречается редко, что подтверждают результаты Блиц-опроса юридических M&A-команд: подавляющее большинство респондентов (**80%**) ответили, что им не приходилось структурировать уступку / передачу прав продавца перепродаваемого актива по первоначальному договору новому покупателю. В рамках исследования мы попросили участников, которые все же сталкивались с необходимостью уступки заверений, ответить, какова была их стратегия в переговорном процессе, и как были структурированы договоренности сторон. Результаты Блиц-опроса юридических M&A-команд приведены ниже:

1. **38%** респондентов ответили, что они не просили продавца об уступке заверений по первоначальному договору, хотя необходимость в этом была. Респонденты посчитали, что механизм уступки прав по заверениям об обстоятельствах не проработан на практике. Поэтому, выступая на стороне покупателя по второй сделке, они настаивали на предоставлении заверений непосредственно продавцом по сделке с ними. При нарушении соответствующих заверений продавец должен отвечать перед покупателем. В свою очередь, продавец может взыскать убытки с предыдущих владельцев бизнеса по договорам с ними. В целом, короткий период владения активом является риском продавца, но не покупателя.

2. **27%** респондентов отметили, что они не просили продавца об уступке заверений, так как предыдущими владельцами выступали физические лица. Участники не посчитали эффективным возможность требовать убытки с таких лиц.

3. **15%** респондентов на практике просили продавца уступить заверения. Для целей уступки требовали получения согласия продавца по первоначальному договору (изначального собственника бизнеса), иначе объем ответственности изначального продавца был бы ограничен убытками, доступными первоначальному покупателю бизнеса в рамках изначальной сделки по приобретению бизнеса.

В рамках данного исследования мы попросили экспертов рынка рассказать о том, какие аргументы они используют в переговорном процессе по вопросу уступки заверений.

#Мнение_экспертов



ВОСХОД
ЮРИДИЧЕСКАЯ ФИРМА

Евгений Чернявский

Сооснователь и партнер корпоративной практики юридической фирмы «Восход»

В нашей практике чаще встречается подход, при котором передача заверений и иных контрактных защит в ситуации перепродажи актива осуществляется посредством продажи компании-покупателя, участвовавшей в первоначальной сделке. В результате новый покупатель получает возможность предъявлять требования к первоначальным продавцам через эту компанию. Такой механизм, в частности, позволяет избежать сложностей, связанных с уступкой требований и переводом обязательств по первоначальному договору купли-продажи, что, как правило, требует согласия со стороны первоначальных продавцов



KKMP LEGAL

Валериан Мамагеишвили

Старший юрист юридической фирмы KKMP

По вопросу уступки заверений / требований по заверениям из первоначального договора купли-продажи (ДКП 1) покупателем, который намеревается перепродать актив, в пользу заинтересованного лица по вторичному договору купли-продажи (ДКП 2), необходимо различать несколько ситуаций:

1. **Первая ситуация – уступка права требовать возмещения убытков и / или возврата цены.** Такая уступка однозначно допускается законодательством и судебной практикой, поскольку представляет собой фактически уступку денежного долга. При этом в таком случае цессионарий (покупатель по ДКП 2) будет требовать от лица, предоставившего заверения, только убытки, понесенные (или цену, уплаченную) цедентом (продавцом по ДКП 2, являющимся покупателем по ДКП 1), а не убытки или уплаченную цену покупателя по ДКП 2. Продавец по ДКП 2 не дает самостоятельно заверений покупателю, а только уступает ему свои права требования из нарушенных заверений по ДКП. Как мы понимаем, на практике такой сценарий мало интересен покупателю по ДКП 2, особенно с учетом возможного ограничения ответственности продавца по ДКП 1 и несопоставимости убытков покупателя по ДКП 1 с убытками покупателя по ДКП 2.

2. **Вторая ситуация – уступка именно заверений.** Поскольку последствием недостоверности заверения является обязательство возместить убытки, и заверение не представляет собой обязательство совершать какие-либо иные действия или воздержаться от их совершения, то, по сути, уступая заверение, покупатель по ДКП 1 уступает именно право на возмещение убытков и не может уступить ничего иного. В таком случае все возвращается к ситуации 1, описанной выше. С нашей точки зрения, невозможно уступить заверения так, чтобы покупатель по ДКП 2 мог требовать с продавца по ДКП 1 именно свои убытки, а не убытки покупателя по ДКП 1, поскольку продавец по ДКП 1 не заверял покупателя по ДКП 2 в достоверности информации и не брал на себя обязанность возместить именно его убытки.

Альтернативой могли бы выступать следующие конструкции:

a. **Включение в ДКП 1 положений о том, что ДКП 1 является договором в пользу третьего лица в части права полагаться на данные продавцом по ДКП 1 заверения.** С нашей точки зрения, такая конструкция потенциально возможна, но вызывает вопросы, поскольку природа заверений об обстоятельствах такова, что лицо, предоставившее их, отвечает за полагание реципиента заверений на их достоверность. В данной ситуации продавец по ДКП 1 не создавал такого полагания на стороне покупателя по ДКП 2 и про ДКП 2 в момент заключения ДКП 1 ни одна из сторон не знала. С практической точки зрения вряд ли продавец по ДКП 1 согласится на такой подход из-за существенной неопределенности.

b. **Предоставление заверений продавцом по ДКП 1 как третьим лицом при заключении ДКП 2.** Этот вариант представляется наиболее чистым с правовой точки зрения, но проблематичным с практической точки зрения, так как потребует волеизъявления продавца по ДКП 1 при заключении ДКП 2. Более того, вряд ли продавец по ДКП 1 предоставит заверения, актуальные на момент заключения ДКП 2.

c. Альтернативным и **более эффективным**, с практической точки зрения, способом является **структурирование отношений через SPV**. Покупатель учреждает SPV, которая выступает покупателем по ДКП 1. Далее участник SPV продает саму SPV вместе с таргетом, а также с правами и обязанностями по ДКП 1 другому покупателю по ДКП 2. Соответственно, проблем с уступкой и объемом уступаемых требований не возникают.

5.3.2 Ограничение объема заверений знанием продавца

В большинстве M&A-сделок ряд заверений, предоставляемых продавцом по договору, ограничены оговоркой о знании продавца. Это означает, что если продавец не знал о том, что заверение недостоверно, покупатель не сможет получить компенсацию. При этом договор может предусматривать различные категории знания: как фактическое знание конкретных лиц, так и вмененное знание, которым продавец обладает или должен обладать при совершении дополнительных действий.

Когда продавцом по сделке выступает юридическое лицо, стороны должны согласовать наполнение «знания продавца». Основная проблема заключается в отсутствии законодательного регулирования данной категории, а в судебной практике для каждого случая применяются различные стандарты и подходы к толкованию.

Учитывая указанную неопределенность в части регулирования знания юридического лица, в рамках исследования мы спросили участников опроса, что должно включаться в понятие «знание продавца» и можно ли, по их мнению, скорректировать его объем для целей квалификации заверений соглашением сторон. Результаты Блиц-опроса юридических M&A-команд приведены ниже:

#Результаты_опросов

Что включается в объем «знаний» покупателя или продавца, которые являются юридическими лицами?



По данным Блиц-опроса юридических M&A-команд

По итогам переговоров в договоре фиксируется понимание сторон относительно «знания продавца». Обычно в эту категорию включается фактическое и / или предполагаемое знание ключевых менеджеров и работников продавца и таргета, но итоговая редакция договора сильно зависит от переговорных возможностей каждой из сторон. Чем более точно и широко определено «знание продавца», тем более выгодная позиция будет у покупателя в рамках процесса по взысканию убытков за нарушенные заверения. Напротив, продавец будет стремиться сузить значение этого термина, ограничив объем соответствующих заверений знаниями конкретных лиц (к примеру, CEO продавца или таргета).

Мы попросили ведущих M&A-экспертов рассказать о специфике и особенностях подходов сторон на переговорах относительно ограничения объема заверений знанием продавца.



LEVEL Legal Services +

Игорь Костенников

Советник корпоративной практики
LEVEL Legal Services

В небольших сделках или в сделках, предметом которых выступает хорошо известный покупателю и / или прозрачный бизнес, стороны могут не придать данным моментам значение и не включить в договоре формулировки, характеризующие «знание» сторон.

Применительно к более сложным / крупным сделкам стороны зачастую вступают в жаркие споры по данным вопросам:

Покупатель обычно настаивает на максимально широком описании круга лиц на стороне продавца-юридического лица, которые могут быть «носителями осведомленности», с вовлечением в данный круг всех членов органов управления, внешних консультантов, инхаус-юристов и некоторых других категорий работников продавца, а также аналогичных лиц на уровне самой компании-цели.

В свою очередь, продавец стремится данный круг лиц максимально сузить. В большинстве случаев стороны достигают компромиссной формулировки (например, ограничивают круг выражающих «осведомленность» лиц генеральным директором продавца, его замами, главным бухгалтером и (в некоторых случаях) членами СД продавца; если в рамках сделки продается вся компания, менеджмент которой полностью подконтролен продавцу, то продавец также может согласиться с обоснованностью добавления в данный список всех или части аналогичных лиц на уровне компании-цели).



STONEBRIDGE LEGAL

Дмитрий Кажаев

Старший юрист Stonebridge Legal

Перечень лиц, чье знание принимается во внимание для установления фактического содержания какого-либо заверения («*осведомленные* лица»), зачастую ограничивается единоличным исполнительным органом целевой компании, отвечающим за хозяйственную деятельность целевой компании в целом, а также сотрудниками целевой компании, осуществляющими руководство направлениями деятельности целевой компании, в отношении которых предоставляется такое заверение. Дальнейшее расширение перечня «осведомленных лиц» за счет включения, например, конечных бенефициаров целевой компании является скорее избыточным, хотя и может, в конечном итоге, оказаться важным, исходя из политических и оптических соображений.

Вместе с тем, наибольшую сложность зачастую представляет собой согласование не перечня «осведомленных лиц», а в значительной степени отвечающей интересам покупателя презумпции, согласно которой «осведомленные лица» считаются знающими о несоответствии содержания заверения действительности не в силу наличия у них действительного знания о таком несоответствии, а просто в силу факта занятия ими соответствующих должностей (‘*imputed knowledge*’). Компромиссом по данному вопросу может стать использование более узкой презумпции, предполагающей, что – для целей рассматриваемых заверений – «осведомленные лица» считаются надлежащим образом опросившими (‘*having made due enquiries of*’) дополнительно согласованных сотрудников целевой компании, что, впрочем, фактически представляет собой расширение первоначально согласованного перечня «осведомленных лиц».

5.3.3 Ограничение объема заверений знанием покупателя и письмом о раскрытии

Знание покупателя об обстоятельствах, влекущих недостоверность заверений об обстоятельствах, ограничивает ответственность продавца. Если покупатель знал о недостоверности заверений, то он не может на них полагаться и, соответственно, получить защиту по ним.

В рамках переговоров стороны, по аналогии со «знанием продавца», согласовывают, знание о каком объеме информации будет вменяться покупателю, и в каком случае у покупателя не будет защиты в ситуации недостоверности заверений. Обычно это делается путем: (1) **определения стандарта раскрытия**, то есть в каких случаях покупатель будет считаться знающим о недостоверности заверений (к примеру, достаточно ли направления электронного письма с описанием рисков консультанту покупателя или необходимо формально раскрыть информацию в письме о раскрытии, подписанном покупателем); и (2) **определения перечня лиц, которые выступают «носителями знаний» покупателя.**

Продавец обычно настаивает на полном раскрытии информации и документов, содержащихся в комнате данных, подготовленной для целей проведения покупателем юридической, финансовой и, если применимо, иных проверок, а также стремится отнести к знанию покупателя всю общедоступную информацию о таргете и продавце. Покупатель, напротив, заинтересован в том, чтобы раскрываемая информация была зафиксирована в одном месте для упрощения проверки и четкого понимания, какие обстоятельства ограничивают полученные им заверения (к примеру, надлежащим раскрытием будет считаться только информация, включенная в письмо о раскрытии).

> «Специфика сделок, регулируемых российским правом (в отличие от сделок с применением английского права), заключается в применении судами высокого стандарта должной осмотрительности покупателя, который действует вне зависимости от соглашения сторон. Этот стандарт обязывает покупателя проверить достоверность заверений самостоятельно путем проведения due diligence и изучения публично доступной информации».

Таким образом, продавец по умолчанию является более защищенным с точки зрения правоприменения. Несмотря на сформировавшийся в судебной практике стандарт должной осмотрительности покупателя, стороны стремятся подробно регламентировать положения о стандарте должного раскрытия информации покупателю, а также правила ее раскрытия. Переговорные подходы по этому вопросу заимствованы из англо-правовых сделок и пока что остаются неизменными в отношении российских документов.





LEVEL Legal Services +

Игорь Костенников

Советник корпоративной практики
LEVEL Legal Services

Вопрос о квалификации «знания» покупателя о недостоверности заверений продавца обычно решается сторонами на уровне согласования «стандарта раскрытия». Продавцы обычно стремятся закрепить подход, согласно которому все раскрытые в рамках DD и переговоров по сделке документы и информация должны квалифицироваться как универсальные «источники осведомленности» покупателя о недостоверности заверений вне зависимости от того, кто данную информацию обрабатывал (менеджмент, рядовые работники, внешние консультанты покупателя и т.д.). При этом покупатели обычно выступают за закрепление более жесткого подхода, согласно которому раскрытыми для квалификации «знания» покупателя о недостоверности заверений должны рассматриваться только обстоятельства, непосредственно указанные в письме о раскрытии, подписанном от имени покупателя. Уклон в ту или иную сторону по данному вопросу в значительной степени зависит от переговорной «силы» сторон.

Стандартным инструментом, который используется продавцом для формализованного раскрытия информации, ограничивающим объем предоставляемых покупателю заверений, является **письмо о раскрытии**. Такое письмо регулируется условиями договора и обычно состоит из двух разделов: общего и специального раскрытия.

Мы попросили ведущих M&A-экспертов рассказать о письме о раскрытии и применимых к нему практиках в рамках переговоров.

#Мнение_экспертов



RWB

Максим Новиков

Руководитель Правового направления
M&A практики ООО «РВБ»
(объединенная компания Russ и Wildberries)[68]

Вопрос раскрытия информация и применения механизма disclosure letter зависит от того, какую стороны сделку вы представляете. Как правило, продавцы всеми доступными договорными средствами стараются ограничить свою ответственность, в том числе, путем использования широкого раскрытия информации об отчуждаемом бизнесе (general disclosure), которое лишает покупателя права на предъявление каких-либо требований в будущем в связи с раскрытыми обстоятельствами в отношении продаваемых активов.

Если говорить о стороне покупателя тех или иных активов, в транзакционной документации как правило используются оговорки sandbagging. Зачастую это связано с достаточно высокой ценой сделки и небольшим периодом времени, отведенным на проведение юридической проверки (due diligence) приобретаемого бизнеса в период до подписания и закрытия сделки. Вместе с тем продавец, наоборот, заинтересован в анти-сандбэггинге, т.е. в договорных положениях, которые запрещают покупателю предъявлять продавцу какие-либо требования из-за недостоверности заверений об обстоятельствах со стороны продавца, если информация о такой недостоверности была известна покупателю до закрытия сделки или могла быть известна из каких-либо публичных реестров (например, из ЕГРН или ЕГРЮЛ). В данном случае компромиссом в переговорах может стать ограничение ответственности продавцов исключительного конкретными раскрытыми дефектами продаваемого актива (specific disclosure) без ссылки на какие-либо общедоступные источники информации и публичные реестры.

68 До мая 2025 г.: Руководитель управления сопровождения сделок по слияниям и приобретениям X5 Group.



BETTER CHANCE
ЛУЧШИЙ ВЫБОР

Ксения Михайлова

Старший юрист BETTER CHANCE

Преимущественно, подход к предоставлению письма о раскрытии по российским сделкам остался неизменным – письма содержат как общую часть раскрытия (front-end), где описывается раскрываемая информация в общем виде (в том числе информация, содержащаяся в публичных реестрах), так и специальную, где раскрывается информация по конкретным вопросам (против определенных пунктов заверений об обстоятельствах).

Вторая часть приводится описанием конкретных фактов, а также может содержать ссылки на ряд документов, которые записываются на USB-носитель для предоставления покупателю. В большинстве сделок, мы видим, что письмо направляется покупателю в виде проекта за неделю – несколько дней до подписания основного договора, и стороны подписывают письмо о раскрытии одновременно с заключением основного договора (или инкорпорируют письмо в основной договор в качестве приложения к нему). При этом в последние годы письмо характеризуется раскрытием (то есть записью на USB-носитель) комнаты данных, однако зачастую только в той степени, в которой документы были изучены проектными командами / консультантами покупателя, проводившими комплексные проверки актива (а не сплошной выгрузкой виртуальной комнаты данных). С учетом того, что данный тренд наблюдается на российских сделках, покупателям становится сложнее находить аргументы против раскрытия продавцами документов из комнаты данных, особенно при изначальной кооперации продавцов, активно предоставляющих документы в рамках комплексных проверок по первоначальным и дополнительным запросам информации.

Письмо о раскрытии формально (в соответствии с условиями договора) предоставляется в дату подписания договора, но должно быть согласовано покупателем до этого момента. Для покупателя содержание письма о раскрытии может иметь критическое значение, так как оно фактически ограничивает часть защит, на которые покупатель рассчитывал в рамках переговорного процесса.

#Результаты_опросов



32% участников отметили, что объемное раскрытие продавца, может вызвать необходимость в снижении покупной цены.

По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

5.3.4 Повторение заверений и второе письмо о раскрытии

Если структура сделки предусматривает разрыв во времени между подписанием и закрытием, сторонам нужно решить, будут ли заверения продавца повторяться на дату закрытия. Если да, то в каком объеме, и может ли продавец совершить раскрытие против таких заверений. Покупатель обычно занимает однозначную позицию о необходимости повторения всех заверений продавца на дату закрытия, так как переход титула происходит именно в такую дату.

При согласовании данного подхода сторонам нужно определить, каким образом будет структурироваться повторение заверений, учитывая при этом, что в судебной практике встречается позиция о недопустимости предоставления заверений на будущее.

Учитывая указанную неопределенность в части регулирования предоставления заверений на будущее время, в рамках исследования мы спросили участников, каким образом они структурируют повторное предоставление заверений в дату закрытия на практике. Результаты Блиц-опроса юридических M&A-команд приведены ниже.

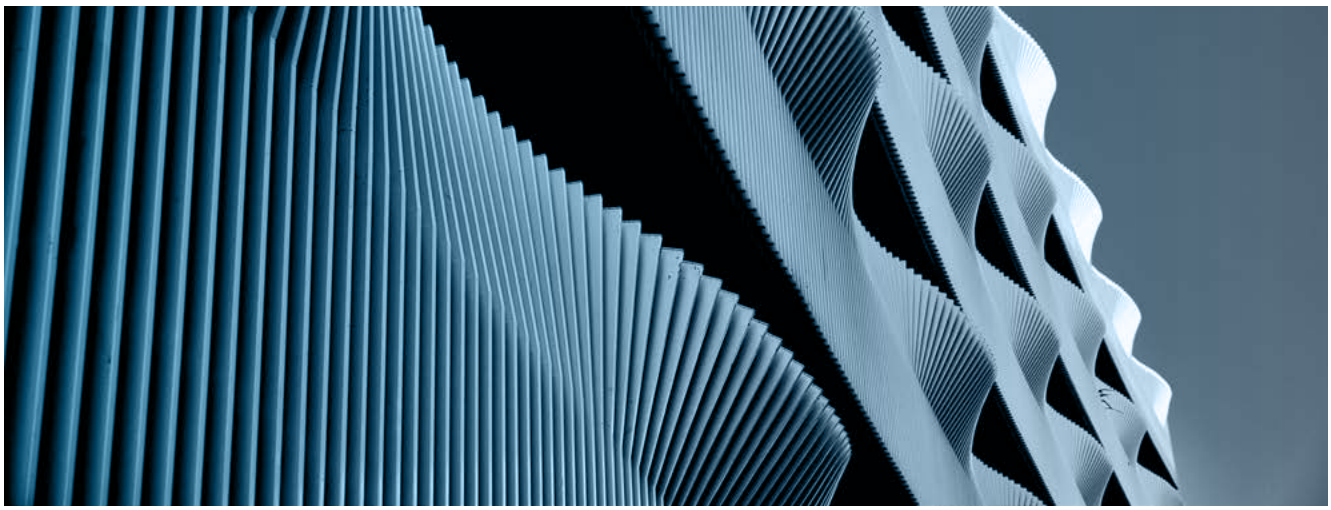
#Результаты_опросов

Каким образом Вы структурируете повторное предоставлении заверений продавца в дату закрытия при разрыве с датой подписания?



По данным Блиц-опроса юридических M&A-команд

Валериан Мамагеишвили, старший юрист юридической фирмы ККМП, поделился мнением в отношении проблемы структурирования заверений на будущее.





Валериан Мамагеишвили

Старший юрист юридической фирмы ККМП

Порой встречается недопонимание относительно того, что является «заверением на будущее». Сперва разберемся с ним. Так, если **на дату заключения договора** было предоставлено заверение относительно положений дел на эту дату (к примеру, отсутствие оснований для отзыва лицензии компании), но в будущем возникают обстоятельства, делающие данное заверение недостоверным (например, было предъявлено требование об отзыве лицензии, которое основано на обстоятельствах, существовавших на дату договора), то **это не является «заверением на будущее».** Это лишь отражает суть работы заверений: они предоставляются в дату заключения договора; при этом обстоятельства, которые влекут их недостоверность на эту дату, могут вскрываться позднее, в будущем.

Совершенно иная ситуация, если **заверение предоставляется на будущую дату об обстоятельствах, которые возникнут в будущем**. К примеру, прибыль компании по результатам следующего финансового года превысит X рублей. Это и есть «заверение на будущее». Оно не работает по принципу заверений. Оно может быть переквалифицировано в «обязательство предоставляющей стороны обеспечить» какой-то результат, при этом необходимо оценить, в целом, возможно ли исполнение такого обязательства, или оно невозможно в силу отсутствия контроля обязанного лица над уже проданной покупателю компанией.

Институт заверений, в целом, выполняет функцию защиты покупателя от исторических рисков, связанных с приобретаемым активом. Примерно так заверения работают по российскому закону (на прогнозы и планы защита не дается). Выполняя такую функцию, традиционно заверения смотрели «назад», а не «вперед».

На практике, если требуется заверение, которое должно быть дано в будущем (на дату закрытия), его можно структурировать следующим образом:

1. **Обязательство покупателя обеспечить достоверности заверений на определенную дату в будущем**. Однако следует обозначить проблемы с «обязательством обеспечить», которое недостаточно проработано в российской практике. Часто ссылка дается на ПП Пленума ВС РФ 2016 г. № 54, в котором отмечено, что из существа обязательства может вытекать, что сторона может нести ответственность за определенные обстоятельства, даже если она не могла на них повлиять, что дает аргумент в пользу возможности обеспечительных обязательств.

2. Обязательство сторон **подписать письмо / односторонний или двусторонний документ** (наиболее сильный и надежный инструмент), который будет содержать повторение / подтверждение достоверности заверений.

3. В законодательстве нет ограничений на то, чтобы сделка по предоставлению заверений ставилась в зависимость от внешнего обстоятельства, наступления условия (например, если привязаться к дате закрытия и считать заверения повторенными) или по истечении срока. Частный случай – указание в ДКП на то, что **заверения считаются предоставленными вновь на определенную дату** (к примеру, на дату закрытия, на дату регистрации).

Если заверения повторяются на дату закрытия, обычно продавец настаивает на праве **раскрыть информацию против таких заверений** за период с даты подписания до даты закрытия. Право раскрыть информацию до даты закрытия порождает необходимость обсуждения защит покупателя на случай раскрытия неприемлемых для него рисков (например, покупатель не ожидал каких-либо существенных ограничений в объеме заверений, но продавец раскрыл информацию против фундаментальных заверений). На этот случае покупатель будет требовать **право отказаться от сделки**, если раскрытие против заверений на дату закрытия будет неприемлемым для него. Согласование положений, связанных с повторением заверений, вторым письмом о раскрытии и защитами покупателя на случай неприемлемого раскрытия, существенно усложняют переговоры и удлиняют процесс согласования сделки.

5.3.5 Возмещение имущественных потерь

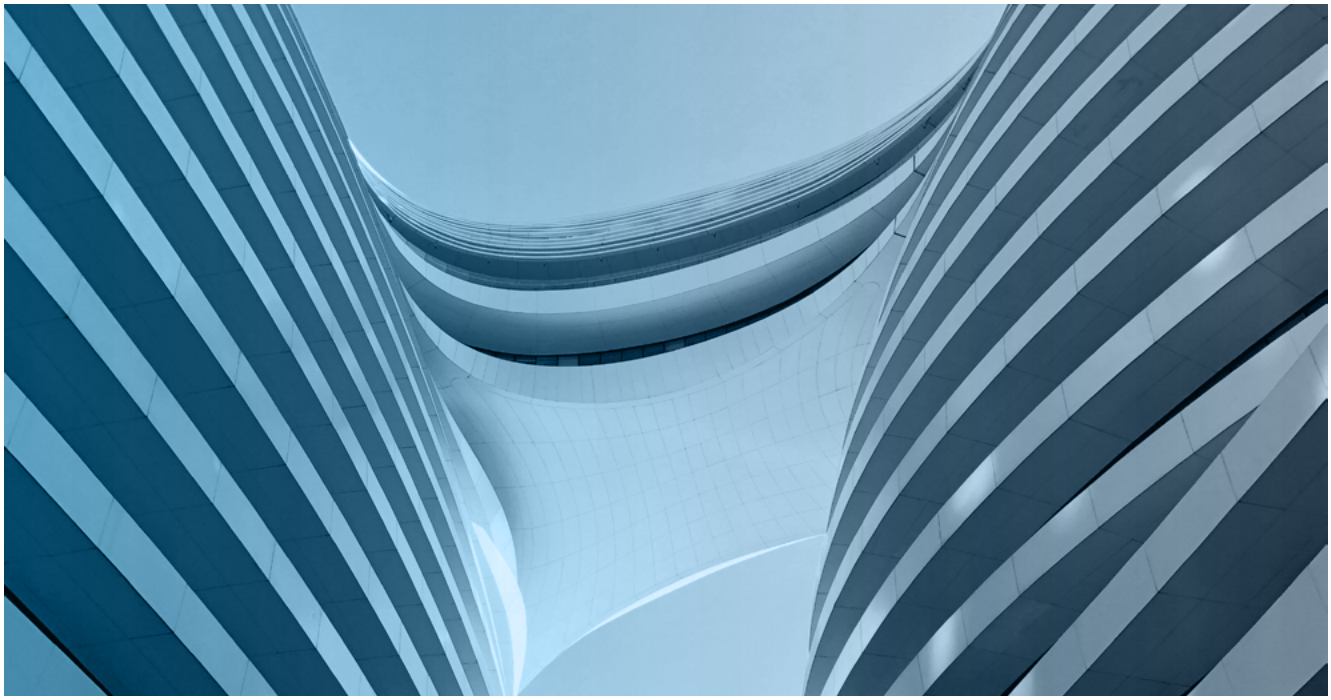
Заверения об обстоятельствах, несмотря на частоту их использования в транзакционных документах, не всегда могут быть подходящим способом покрытия рисков покупателя.

Так, например, если покупатель выявил в ходе due diligence допущенные продавцом или таргетом нарушения законодательства, которые с высокой степенью вероятности могут повлечь наложение денежных санкций на таргета, в переговорах встает вопрос о более надежном способе защиты, которым зачастую является возмещение имущественных потерь.

Позиции сторон при формулировании положений о возмещении потерь также разнонаправленные: покупатель стремится как можно шире и объемнее описать основания для возмещения, тогда как продавец, как правило, не готов возмещать потери в связи с гипотетическими рисками. Вместе с тем, в случае, если речь идет про сделки без дисконта, покупатель часто настаивает на том, что, приобретая актив за полную стоимость, любые риски, которые он может разумно предвидеть, исходя из результатов due diligence и структуры сделки, должны быть покрыты соответствующими защитами.

Мы попросили M&A-экспертов предоставить свои комментарии по ключевым проблемам, с которыми сталкиваются стороны в рамках переговоров по согласованию имущественных потерь.

«На практике заметно растет сфера применения инструмента возмещения имущественных потерь. Стандартным подходом является использование данного инструмента для покрытия известных рисков. Однако из-за ненадежности заверений об обстоятельствах на практике, покупатели по российским сделкам настаивают на использовании имущественных потерь, предоставляющих большую гибкость. Ключевыми преимуществами для покупателя являются отсутствие вмененного стандарта должной осмотрительности и возможность определения порядка расчета потерь».





STONEBRIDGE LEGAL

Константин Орлов

Советник юридической фирмы Stonebridge Legal

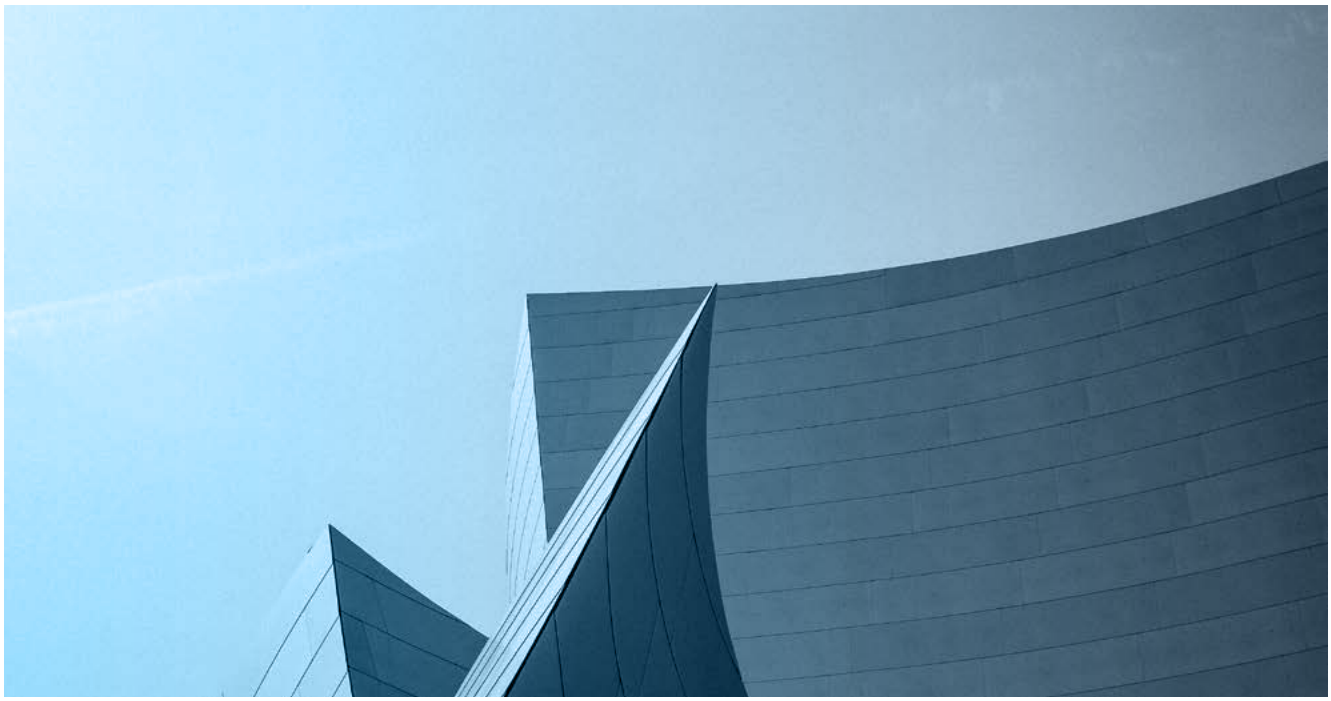
Сторонам бывает сложно согласовать условия о возмещении потерь, так как еще не выработался стандартный договорный подход к этому институту права. Юридические команды сторон зачастую по-разному понимают, как должен работать в договоре этот инструмент распределения рисков, тратя большие усилия и время на понимание позиций друг друга.

Прежде всего возникают сложности при определении самих имущественных потерь. Стороны понимают, как правило, что такие потери не должны быть равны убыткам. Однако, состав таких потерь сложно согласовать, когда речь идет об ответственности по разным основаниям (например, при утрате имущества, предъявлении требований третьих лиц или претензий государственных органов). Зачастую стороны не могут договориться о таком составе и соглашаются приравнять потери к убыткам, что выхолащивает силу обязательства о возмещении потерь.

Особую сложность вызывает применение обязательства о возмещении потерь к ответственности, возникшей в результате бездействия какой-либо стороны, как выступающей в качестве кредитора, так и в качестве должника по обязательству. Бывает трудно договориться о распределении ответственности за имущественные потери в зависимости от того, к периоду контроля бизнеса какой стороны они относятся.

Сроки такого периода зависят от действий регистрирующих органов и могут быть плавающими.

Определенные сложности возникают при применении условий об ограничении ответственности к обязательствам о возмещении потерь. Сторонам не всегда ясно, что нужен дифференцированный подход к различным основаниям ограничения от ответственности в зависимости от характера риска. Также, когда по условиям сделки необходимо получать согласие одной из сторон на действия по управлению бизнесом другой стороны, обстоятельства отказа в таком согласии могут, по мнению такой другой стороны, негативно влиять на ее возможности по минимизации или предотвращению имущественных потерь.





Алексей Хнальков

Старший юрист ККМП

В рамках сделок часто возникают сложности в согласовании сумм имущественных потерь в случае утраты прав таргета на тот или иной актив.

Например, позиция продавца может заключаться в том, что возмещается лишь восстановительная стоимость актива, т.е. сумма денежных средств, затраченная покупателем на восстановление текущего актива или приобретение / создание аналогичного объекта (хотя стоит оговориться, что это может быть неприменимо к отдельным объектам). Такой подход часто не соответствует интересам покупателя, т.к. утрата актива может существенным образом отразиться на денежных потоках компании и такие потери в денежном выражении

будут значительно превышать восстановительную стоимость. В качестве компромисса стороны могут, например, разделить последствия в зависимости от существенности тех или иных активов для бизнеса, а также согласовать взаимоприемлемую формулу расчета и подтверждения снижения денежных потоков (например, в виде сравнения упавших чистых продаж с историческими продажами).

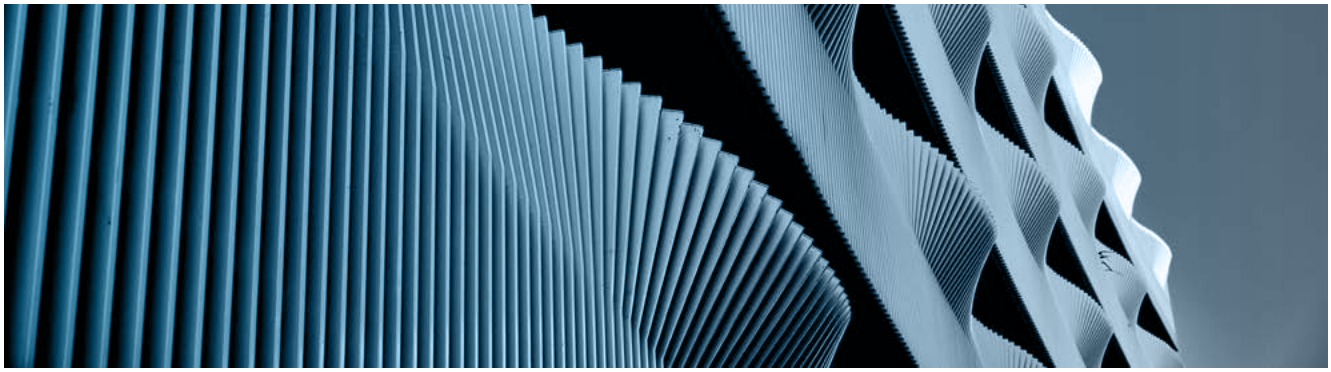
Другим интересным вопросом является согласование имущественных потерь при утрате титула на долю / актив по решению государственного органа по основаниям, формально не связанным с поведением какой-либо стороны сделки.

В рамках переговоров стороны уделяют по вышенное внимание так называемым **«триггерам»** – обстоятельствам для возникновения обязательств по возмещению имущественных потерь. Стороны сделок по российскому праву должны учитывать, что возмещение имущественных потерь не является мерой ответственности и не может быть связано с нарушением обязательства. В этой связи, зачастую в договорах триггеры формулируются в качестве внешних обстоятельств.

Встречной позицией продавца на предложение покупателя о включении в договор обязательств по возмещению имущественных потерь часто бывает предложение о предварительном просуживании требований. На практике это актуально, если речь идет о требованиях третьих лиц или государственных органов, которые в будущем могут быть предъявлены продавцу или таргету.

Вопрос просуживания требований, наравне с вопросом участия продавца в таком процессе, очень часто становится предметом ожесточенных споров сторон в переговорах.

Покупатель не заинтересован ждать окончания судебного процесса для получения возмещения от продавца, в то время как продавец, как правило, будет стараться максимально дистанцироваться от момента возникновения обязанности по возмещению, предлагая просуживание вплоть до кассационной инстанции.





ALUMNI PARTNERS

Анастасия Кудряшова

Советник корпоративной практики / M&A юридической фирмы ALUMNI Partners

Прежде всего стоит отметить, что распространенным стандартом является формулирование триггеров как внешних обстоятельств, которые повлекли или могут повлечь имущественные потери у покупателя. Требование третьего лица может быть таким триггером. Триггером может быть утрата права собственности на купленные акции по иску третьего лица. При этом стороны отдельно согласовывают процедуру, которая должна быть выполнена прежде, чем продавец может предъявить требование к покупателю о компенсации потерь, возникших вследствие наступления триггера (например, обязанность покупателя судиться с таким третьим лицом).

С точки зрения продавца приоритетным является, если можно так сказать, «максимальное усложнение процесса». Если обстоятельства возмещения потерь основаны на требованиях каких-либо третьих лиц и продавец не согласен с предъявленными требованиями, для него является важным возможность оспорить предъявленное требование. При этом продавцам, как правило, выгодно иметь как можно больше прав в рамках такого судебного процесса, вплоть до возможности самостоятельно участвовать в судебных разбирательствах на основании доверенности от покупателя или таргета.

Покупатели, наоборот, стараются максимально ограничить права продавца на участие в процессе, например, только правом предоставления консультаций и рекомендаций без обязанности покупателя следовать им. Это вызвано тем, что все-таки владельцем таргета уже является покупатель, и само ведение процесса, как, впрочем, и используемых при этом методов, может повлиять на бизнес в будущем, в том числе повлечь репутационные риски для покупателя и таргета. Покупатели также стараются максимально сократить процесс просуживания требований, установив максимально низкую инстанцию, после принятия решения которой можно предъявлять требования продавцу. В данном случае стороны, как правило, ведут дискуссию, должна ли это быть апелляционная инстанция или кассация.

Как правило, в обычной M&A-сделке обязанность возместить имущественные потери покупателя и / или таргетов берет на себя продавец. Однако в некоторых случаях возникает необходимость в предоставлении этого обязательства третьим лицом в качестве обеспечения. Это может быть продиктовано отсутствием субстантивного имущества у продавца-SPV или организационной формой продавца (к примеру, у ЗПИФов-продавцов может возникать проблема с предоставлением такого рода обязательств самостоятельно). Такая механика, как правило, встречает критику в рамках переговорного процесса, поскольку конструкция имущественных потерь предполагает, что только стороны обязательства могут заключить между собой соответствующее соглашение. В этом состоит отличие обязательства по возмещению имущественных потерь от заверений об обстоятельствах, которые могут быть предоставлены, например, бенефициаром компании-продавца.

В качестве альтернативы стороны могут использовать инструменты поручительства и гарантии. Однако на практике согласование поручительств и гарантий требует значительно больше переговорного времени, нежели чем согласование обязательств о возмещении имущественных потерь.

#Мнение_экспертов



NIKOLSKAYA consulting

Сергей Колобов

Советник юридической фирмы
Никольская Консалтинг

Чаще всего ситуация, когда третье лицо может быть вовлечено в сделку M&A возникает в ситуации, когда либо продавец, либо покупатель хотели бы дополнительно обеспечить исполнение соответствующей стороной обязательств по транзакционной документации (в случае с покупателем чаще всего это обязательство по уплате покупной цены (особенно, если предусмотрена рассрочка); в случае с продавцом – это длящиеся обязательства из заверений и / или возмещения потерь). С учетом этого третья сторона рассматривается скорее как поручитель, нежели как лицо, которое берет на себя прямое обязательство, в том числе, в форме возмещения потерь. Соответственно, на практике, когда речь идет об относительно стандартной M&A-сделке, предоставление третьей стороной обязательства по возмещению потерь является достаточно неконвенциональным подходом, и по нашему опыту практически не встречается. При этом дискуссия о принятии третьим лицом обязательств по возмещению потерь допустима в private equity сделках, где такое третье лицо является фаундером продаваемого бизнеса, соответственно, лицом, непосредственно участвовавшем в его создании и управлении.

В силу закона после взыскания потерь покупателем с продавца у последнего возникают регрессные требования к таргету. На практике покупатель настаивает на исключении в договоре возможности предъявления продавцом таких регрессных требований, к примеру, путем структурирования соответствующего обязательства продавца. В качестве дополнительного механизма защиты покупатели включают в договор автоматическую уступку таких требований покупателю.

5.3.6 Ограничение ответственности продавца

В рамках переговоров особенно важным для продавца является согласование широких ограничений ответственности по предъявляемым покупателем требованиям. Обычно положения об ограничении ответственности выделяются в отдельное приложение и вызывают длительные споры в рамках переговоров, так как фактически данные положения ограничивают покупателя в возможности предъявлять требования по договору.

#Результаты_опросов



39% респондентов отметили корреляцию между условиями ограничения ответственности и ценой сделки: чем больше ограничена ответственность, тем ниже должна быть цена.

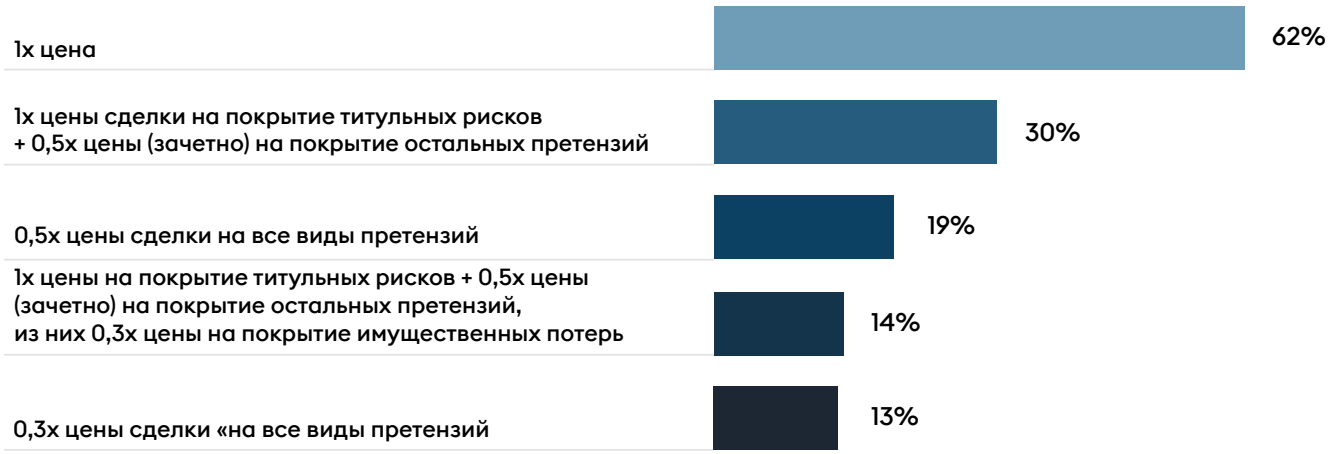
По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Данные положения включают множество ограничителей по требованиям покупателя (обязательства покупателя по митигированию убытков, льготный период на устранение соответствующих нарушений, процедура направления требований, порядок ведения споров с третьими лицами, de minimis/basket и пр.). Однако ключевыми из них являются ограничения по **общему лимиту ответственности** и по **сроку на заявление претензий** покупателя.

В ходе исследования мы попросили участников поделиться, какой **суммой, по их опыту, обычно ограничивается общий лимит ответственности продавца**. Итоги опроса приведены на графике ниже.

#Результаты_опросов

Какой общей суммой приобретатели обычно ограничивали ответственность продавцов в Ваших сделках?

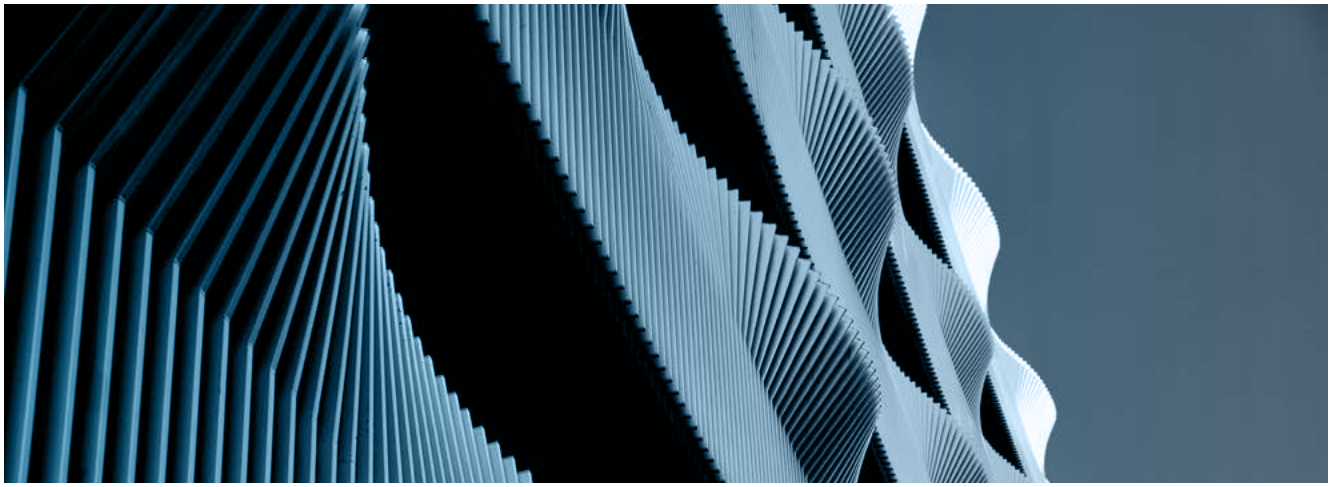


По данным Опроса широкого круга M&A-игроков

Наиболее часто **общий лимит ответственности по всем требованиям покупателя ограничивается общей суммой покупной цены** (так ответило большинстве респондентов в проведенном опросе).

При этом в переговорах возникает множество вопросов, по результатам обсуждения которых к общему лимиту ответственности могут быть добавлены условия и оговорки: (1) по различным категориям требований может быть предусмотрен различный лимит ответственности; (2) общий лимит ответственности может уменьшаться на сумму убытков и потерь, компенсированных покупателю, и налогов, уплаченных продавцом с покупной цены; (3) отдельные требования (например, по нераскрытым обязательствам или по утечкам; по обязательствам продавца, не связанным с заверениями и имущественными потерями) могут быть выведены из-под общего лимита, и в отношении них будет согласована неограниченная ответственность продавца.

Андрей Липин, старший юрист корпоративной практики ККМП, поделился мнением о ключевых наблюдениях в исследуемый период в части ограничения ответственности продавца.





ККМР LEGAL

Андрей Липин

Старший юрист корпоративной практики ККМП

Ограничение ответственности продавца в сделках M&A

Исходя из условий сделок, которые мы сопровождали в рассматриваемый период, количественные ограничения ответственности продавца мы могли бы усредненно описать следующим образом:

1. Максимальный размер ответственности продавца (cap)

Общий cap чаще всего устанавливается в размере 100% покупной цены (что логично, поскольку продавец совершенно точно не хотел бы отвечать в связи с продажей в большем размере, чем он выручил от такой продажи).

При этом зачастую в договоре предусматривается уточнение о том, что речь идет о 100% покупной цены, фактически полученной продавцом, что особенно актуально в случае с отложенной покупной ценой (или ее частью). В то же время, в отсутствие специальных оговорок об обратном в договоре, для покупателя это по сути означает, что продавец не отвечает за свои нарушения до получения встречного предоставления (например, продавец потенциально мог бы безнаказанно выйти из сделки до закрытия).

Стоить отметить, что cap в размере 100% покупной цены чаще всего применяется только к критическим претензиям покупателя (в первую очередь в отношении титула на продаваемые акции/долю, а также в связи с нарушением наиболее существенных заверений по бизнесу, например, по налогам или существенной недвижимости и интеллектуальной собственности приобретенной компании). Для остальных же претензий в связи с бизнесом компании обычно закладывается более низкий потолок (например, в размере 50% покупной цены).

Напротив, для отдельных претензий договор в порядке исключения может предусматривать, что они подлежат удовлетворению продавцом сверх cap (например, расходы покупателя в связи со сделкой в случае расторжения договора).

2. Минимальный совокупный размер предъявляемых требований (basket) и минимальный индивидуальный размер предъявляемого требования (de minimis)

Наиболее частым был размер basket в диапазоне 0,5-0,8% от покупной цены, а de minimis – 0,05-0,08% от покупной цены.

При этом нередко устанавливаются отдельные (пониженные или повышенные) de minimis и basket для некоторых видов претензий, а к некоторым они в принципе не применяются в порядке исключения (например, к претензиям по титулу).

Почти во всех случаях basket и de minimis были невычитаемыми, т.е. при их превышении подлежала удовлетворению вся сумма претензии (а не сумма претензии, за вычетом размера basket/de minimis).

3. Ограничение на взыскание отдельных видов убытков

Продавец как правило настаивает на исключении из состава подлежащих возмещению убытков упущенной выгоды, и на большинстве сделок такое исключение действительно предусматривается договором.

В этой связи необходимо различать упущенную выгоду покупателя и приобретенной компании в контексте недостоверности заверений продавца в отношении бизнеса. Так, упущенная выгода компании потенциально может формировать реальный ущерб покупателя и тем самым подлежать взысканию, несмотря на положение договора, исключающее возмещение упущенной выгоды: например, в результате нарушения заверения компания недополучает выручку по коммерческому контракту, из-за чего снижается

рыночная стоимость акций компании, приобретенных покупателем. И наоборот, при определенных обстоятельствах реальный ущерб компании мог бы быть упущенной выгодой покупателя: например, в результате нарушения заверения компания недополучила прибыль и не смогла выплатить покупателю дивиденды в ожидаемом размере. Это следует учитывать при формулировании в договоре ограничения на взыскание упущенной выгоды.

Лучшими практиками и опытом структурирования положений об ограничении ответственности продавцов в исследуемый период поделились коллеги из юридической фирмы **LGS Legal Services**.

#Мнение_экспертов



L·G·S LEGAL SERVICES

Максим Левинсон

Управляющий партнер юридической фирмы
LGS Legal Services



L·G·S LEGAL SERVICES

Александр Иванов

Юрист юридической фирмы
LGS Legal Services

В нашей практике в 2022-2024 гг. в существенных M&A-сделках (не связанных с «выходом иностранцев») стороны и их юридические консультанты, в целом, придерживались «классического» подхода к ограничению ответственности продавцов, превалировавшего в частных M&A-сделках, регулируемых английским правом.

В рамках такого подхода общая ответственность продавца ограничивалась суммой покупной цены, фактически полученной продавцом (с учетом корректировок), при этом устанавливались «предметные» суб-лимиты ответственности для различных видов претензий за нарушение заверений и обязательств по возмещению потерь: титульные, налоговые и прочие.

Предусматривались минимальный размер индивидуальной претензии (de minimis) и минимальный совокупный размер претензий (basket), при этом пороговые значения нередко устанавливались в более широких диапазонах, нежели это принято в англо-правовой M&A-документации.

Также ограничивались сроки на предъявление претензий к продавцу. Устанавливались временные лимиты (time limitations) (преимущественно, по модели ограничения ответственности символической суммой по истечении согласованного срока на предъявление претензий, нежели в качестве сроков на обнаружение недостатков товара).

Стороны также предусматривали право продавца на защиту (или участие в защите) покупателя и таргета от претензий третьих лиц. Это положения адаптировались к реалиям правоприменительной практики налоговых и иных гос. органов, а также подходам судов к участию третьих лиц в процессе.

Возмещение упущенной выгоды, как правило, исключалось, неустойки и «заранее оцененные убытки» в твердых суммах не предусматривались.

В рамках исследуемого периода выросло количество сделок, в рамках которых часть покупной цены структурируется как cash-in.

В таких сделках покупатель настаивает на том, чтобы общий лимит ответственности рассчитывался **исходя из покупной цены, уплачиваемой продавцу, а также части cash-in, так как экономически она также является элементом покупной цены.** По общему правилу, покупатели не принимают подход продавцов (которые стремятся ограничить лимит своей ответственности суммой покупной цены по договору, то есть только cash-out частью) и требуют рассчитывать лимит ответственности продавца, исходя из всех элементов внесенных инвестиций (включая часть cash-in, сумму акционерного займа покупателя и пр. элементы).

Вторым важнейшим ограничителем (после общего лимита) ответственности продавца является **срок предъявления требований покупателя**. Как и в случае с установлением лимитов ответственности, стороны сделки обычно устанавливают для разных категорий споров специальные сроки на предъявление требований. Мнением о распространенных на практике сроках на предъявление требований по сделкам поделился **Андрей Липин**, старший юрист корпоративной практики ККМП.

#Мнение_экспертов



KKMP LEGAL

Андрей Липин

Старший юрист юридической фирмы ККМП

На основе нашей собственной практики, стандартным можно было бы считать следующий порядок ограничения сроков ответственности продавца (сроков предъявления покупателем претензий продавцу, по истечении которых продавец не несет ответственности):

1. срок предъявления претензий покупателя к продавцу **по титулу** на приобретенные акции/долю и **по налогам** (например, в связи с нарушением заверения в отношении уплаты компанией всех налогов) обычно устанавливается в **3-4 года** с даты закрытия. При этом для налоговых требований иногда предусматривается возможность продления этого срока: если до его окончания была начата и не завершена налоговая проверка, то срок продляется до ее окончания, плюс небольшой запас в несколько месяцев (чтобы покупатель успел предъявить требование по окончании такой проверки).
2. в зависимости от специфики деятельности компании, нередко предусматривается **отдельный повышенный срок** (например, 2 года с даты закрытия) для предъявления отдельных претензий, относящихся к **важным аспектам бизнеса** (интеллектуальная собственность, ключевые работники и проч.).
3. допустимый срок предъявления всех **остальных претензий** покупателя к продавцу в связи со сделкой составляет как правило **один-полтора года с даты закрытия** (т.е. является заведомо меньше применимого срока исковой давности по закону).
4. кроме того, на некоторых сделках устанавливаются также сроки на предъявление продавцу **претензии после обнаружения** покупателем обстоятельств, лежащих в ее основе (например, **один месяц**), а также **сроки на инициирование** покупателем судебного или арбитражного **разбирательства** после предъявления требования продавцу (например, полгода).

Достигнув коммерческой договоренности по вопросам ограничения ответственности (в частности, по срокам и общим лимитам требований покупателя), стороны должны **выбрать юридическую форму, которая будет эффективно ограничивать ответственность продавца.**

«В сделках по российскому законодательству, учитывая консервативную судебную практику, продавцы могут быть обеспокоены тем, что положения, ограничивающие их ответственность и обязательства по возмещению потерь, могут не сработать в суде. К примеру, покупатель может действовать в обход таких положений договора, требуя компенсации полной суммы убытков/потерь, которая ему причитается по закону».

В рамках исследования мы спросили респондентов, каким образом они структурируют механизм ограничения ответственности, чтобы продавец получил комфорт по этому вопросу.

Итоги опроса приводятся ниже. Многие механики ограничения ответственности продавца, которые включаются в российские договоры, перенесены из практик по англо-правовым документам. Более того, переговоры часто ведутся с использованием тех же аргументов, что и в переговорах по английским документам. При этом российское право устанавливает ряд императивных требований, которые могут помешать продавцу воспользоваться согласованными защитами.

В отношении большинства конструкций по ограничению ответственности продавца в сделках M&A отсутствует какая-либо сложившаяся судебная практика.

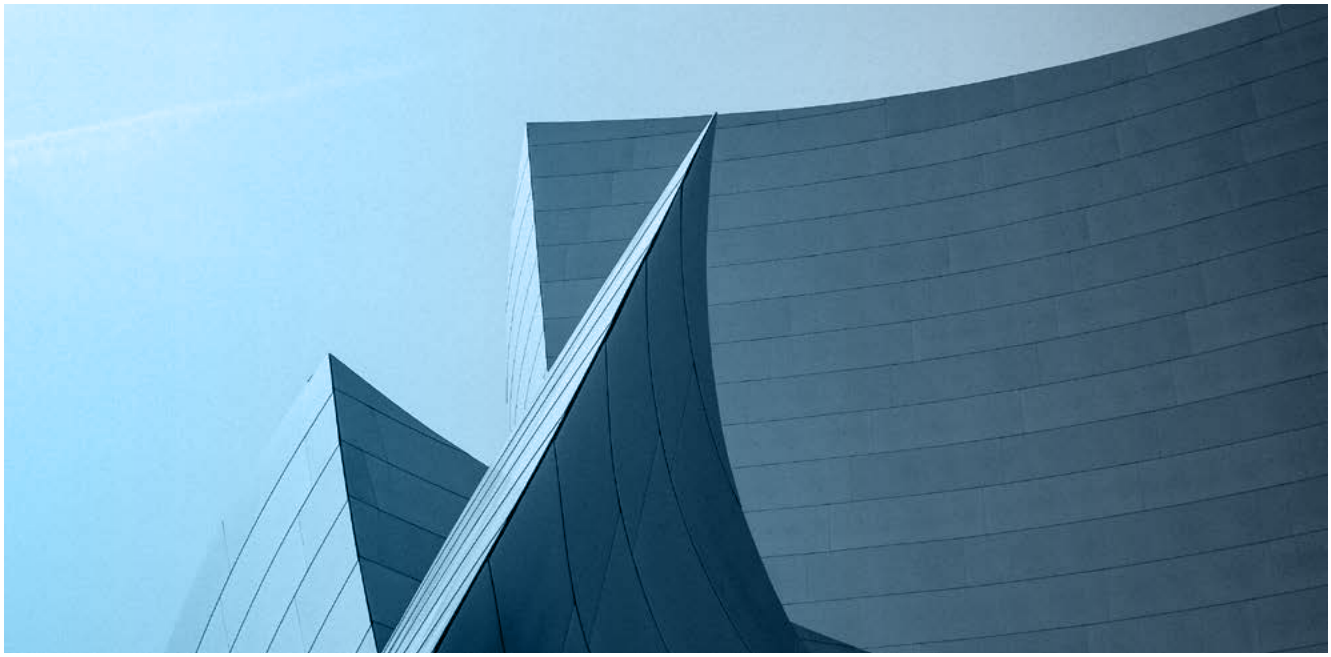
С учетом такой неопределенности продавцы стремятся усилить свою позицию за счет дополнительных защит, обеспечивающих эффективность положений об ограничении ответственности (ограничение суммой ответственности; обеспечение обязательством возместить имущественные потери; условное прекращение обязательств; различные комбинации неустоек, права на зачет и предоставление отступного и пр.).

#Результаты_опросов

Какая юридическая конструкция позволяет достичь эффективной защиты продавца при ограничении его ответственности?



По данным Блиц-опроса юридических M&A-команд



Приложение 1
Используемые термины

Если из контекста этого исследования прямо не следует иное, все указанные ниже слова и выражения, используемые в тексте исследования, имеют следующие значения:

«Банк России» или **«ЦБ РФ»** означает Центральный банк Российской Федерации.

«ГК РФ» означает Гражданский кодекс Российской Федерации.

«ЕГРЮЛ» означает Единый государственный реестр юридических лиц.

«Закон № 57-ФЗ» означает Федеральный закон от 29.04.2008 № 57-ФЗ «О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства».

«Закон № 160-ФЗ» означает Федеральный закон от 09.07.1999 № 160-ФЗ «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации».

«ЗПИФ» означает закрытый паевой инвестиционный фонд по смыслу Федерального закона от 29.11.2001 № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах».

«кв.» означает календарный квартал.

«КИК» означает контролируемые иностранные компании.

«КПЭ» означает ключевые показатели эффективности.

«ЛФ» означает личный фонд.

«MBO» или **«сделки MBO»** означает сделку по приобретению контролирующей доли в бизнесе его текущим менеджментом, обычно совершаемую с кредитным «плечом» (или *Management Buy-Out*).

«Минпромторг» означает Министерство промышленности и торговли Российской Федерации.

«Минфин» означает Министерство финансов Российской Федерации.

«МК» означает международную компанию.

«НК РФ» означает Налоговый кодекс Российской Федерации.

«П.» означает календарное полугодие.

«Подкомиссия» означает подкомиссию Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации, созданную в соответствии с Указами Президента Российской Федерации № 79 от 28.02.2022 г., № 81 от 01.03.2022 г. и Постановлением Правительства Российской Федерации № 295 от 06.03.2022 г.

«проверка бизнеса», или **«due diligence»**, или **«DD»** означает комплексную проверку бизнеса (включая финансовую, налоговую, юридическую).

«Сделка-«выход»» или **«выход»** (или аналогичные термины) означает сделку продажи иностранным собственником, созданным или действующим в недружественной юрисдикции, бизнеса в форме долей или акций российских компаний или имущественных комплексов, находящихся или зарегистрированных на территории Российской Федерации, в период с 01.03.2022 г. по настоящее время, в пользу российского приобретателя.

«СП» означает совместное предприятие.

«СФО» означает специализированное финансовое общество.

«таргет» означает приобретаемую компанию, бизнес, группу компаний в рамках сделки M&A.

«УК» означает управляющую компанию.

«УК РФ» означает Уголовный кодекс Российской Федерации.

«IPO» означает первичное публичное размещение акций (или *Initial Public Offering*).

«LBO» или **«сделка LBO»** означает сделку по приобретению внешним приобретателем контролирующей или существенной доли в бизнесе с кредитным «плечом» (или *Leveraged Buy-Out*).

«PE» или **«сделка PE»** означает сделку инвестирования частного капитала (или *Private Equity*).

«SPO» означает вторичное публичное размещение акций (или *Secondary Public Offering*).

«SPV» означает компанию специального назначения (или *Special Purpose Vehicle*).

«cash-in» или **«сделка cash-in»** означает сделку по внесению вклада в уставный и / или добавочный капитал компании, в результате которой происходит изменение структуры и величины акционерного капитала (equity).

«cash-out» или **«сделка cash-out»** означает сделку купли-продажи актива, долей или акций, стоимость которых покупатель выплачивает продавцу, и которая не приводит к изменению величины акционерного капитала (equity) компании.

«EBITDA» означает прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации (или *Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortisation*).

«equity-инвестиции» означает инвестиции, предоставляемые компании посредством сделки cash-in.

«IB» означает инвестиционно-банковский бизнес.

Мультипликаторы:

«EV/EBITDA» означает коэффициент, отражающий отношение стоимости компании (Enterprise Value, EV) к ее показателю прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (EBITDA) за определённый период, обычно за год.

«EV/Revenue» означает коэффициент, отражающий отношение стоимости компании (Enterprise Value, EV) к ее выручке (Revenue) за определённый период, обычно за год.

«P/B» означает коэффициент «Цена к балансовой стоимости» (Price-to-Book ratio), который рассчитывается как отношение рыночной капитализации компании к ее балансовой стоимости собственного капитала.

«P/E» означает коэффициент «Цена к прибыли» (Price-to-Earnings ratio), который представляет собой отношение рыночной стоимости компании (рыночной капитализации) к ее чистой прибыли за определенный период, обычно за год.

Для целей раздела 3 части 6 исследования:

«Механика» означает способ определения покупной цены в сделках M&A, ее фиксации в транзакционной документации и последующей корректировки.

«CA» или **«Completion Accounts»** означает Механику корректировки покупной цены на основе отчетности на дату закрытия, на базе сравнения фактических и прогнозных финансовых показателей таргета по состоянию на дату закрытия.

«EA» или **«Earn-out»** означает Механику, которая предполагает возможность выплаты продавцу части цены по истечении установленного периода времени в зависимости от достижения компанией согласованных сторонами показателей.

«FP» или **«Fixed Price»** означает Механику «фиксированной цены»: предполагает установление цены покупки бизнеса, согласованной обеими сторонами на момент подписания соглашения о купле-продаже. Цена остается неизменной независимо от финансового состояния целевой компании между подписанием и закрытием сделки.

«LB» или **«Locked Box»** означает Механику «закрытого периметра», которая фиксируется на дату оценки бизнеса, предшествую дате заключения сделки, и впоследствии может быть скорректировна только на сумму «утечек».

Для целей ссылки на онлайн-опросы:

«Блиц-опрос юридических M&A-команд» означает опрос по наиболее сложным аспектам юридического структурирования сделок M&A (уступки прав по заверениям об обстоятельствах, проблематике «осведомленности» сторон, принимающих и предоставляющих заверения, ограничению ответственности продавца и т.п.), состоящий из 7 вопросов, подробное описание которого приведено в Приложении 2 «Методология исследования».

«Опрос IB, финансовых и M&A-консультантов» означает онлайн-опрос по аспектам корпоративных финансов и юридического структурирования сделок M&A (механики корректировки покупной цены, особенности перепродажи активов, приобретенных у нерезидентов и т.п.) преимущественно на стороне продавцов, состоящий из 27 вопросов, подробное описание которого приведено в Приложении 2 «Методология исследования».

«Опрос широкого круга M&A-игроков» означает онлайн-опрос по аспектам корпоративных финансов, управления рисками, специфике переговорного процесса и юридического структурирования сделок M&A, состоящий из 32 вопросов, подробное описание которого приведено в Приложении 2 «Методология исследования».

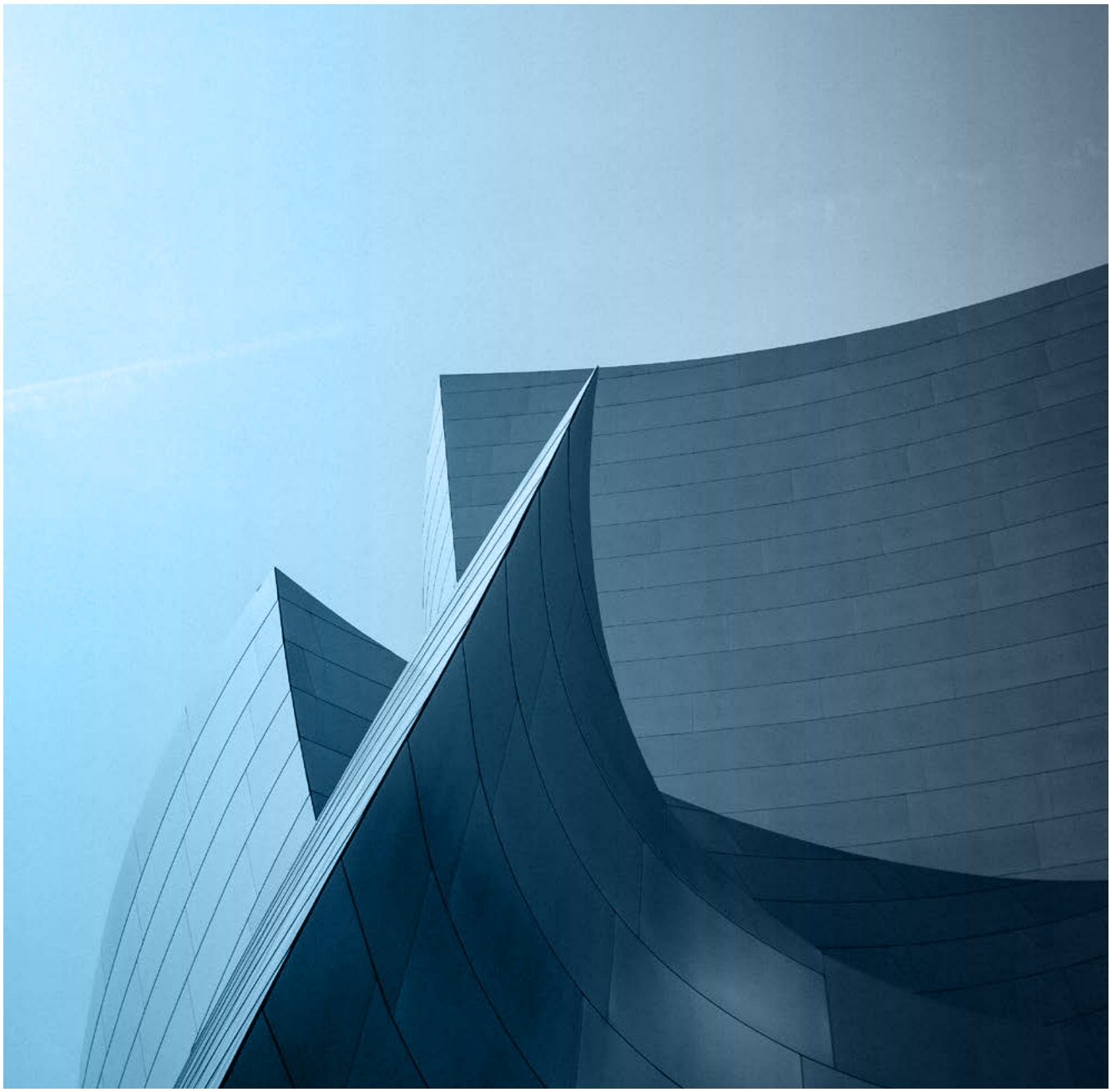
«Опрос индустриальных игроков» означает онлайн-опрос по аспектам корпоративных финансов, реструктуризации бизнеса и форматов владения активами, преобладающих видов M&A-активности, преимущественно на стороне индустриальных игроков, выступающих приобретателями активов, состоящий из 19 вопросов, подробное описание которого приведено в Приложении 2 «Методология исследования».

«Опрос юридических M&A-команд» означает онлайн-опрос по аспектам юридического структурирования сделок M&A, включая корректировки покупной цены, M&A-активности и преобладающим типам сделок в 2025 г., актуальным трендам структурирования сделок в 2025 г., проблемным вопросам, с которыми могут столкнуться M&A-игроки в процессе транзакционной работы в 2025 г., состоящий из 30 вопросов, подробное описание которого приведено в Приложении 2 «Методология исследования».

«Опрос по аспектам due diligence» означает онлайн-опрос по аспектам комплексной проверки бизнеса, состоящий из 15 вопросов, подробное описание которого приведено в Приложении 2 «Методология исследования».

«Опрос в профильных телеграм-каналах» означает онлайн-опросы, проведенные на базе телеграм-каналов представителей хэдлайнеров исследования, описание которых приведено в Приложении 2 «Методология исследования».

«Опрос по аспектам Tech M&A» означает онлайн-опрос по аспектам комплексной проверки ИТ-активов, митигации рисков и структурированию сделок приобретения ИТ-компаний и / или программных продуктов и сервисов, лежащих в основе технологических бизнесов, состоящий из 22 вопросов, подробное описание которого приведено в Приложении 2 «Методология исследования».



Приложение 2
Методология исследования

Для целей проведения данного исследовании были использованы следующие методы:

1. Онлайн-анкетирование (опросы)

В ходе исследования было проведено комплексное онлайн-анкетирование на анонимной основе, включающее 7 онлайн-опросов, посвященных различным аспектам сделок M&A. Описание онлайн-опросов и их целевой аудитории приведено далее.

2. Глубинные и блиц-интервью

При проведении исследования мы провели несколько интервью с разными экспертами рынка M&A, включая представителей IB, финансового сектора, индустриальных игроков, юридических M&A-практик и GR-консультантов, а также кросс-интервью среди представителей команд хэдлайнеров исследования.

3. Анализ статистических данных

В рамках исследования ведущие юридические M&A-консультанты предоставили обезличенные обобщенные данные: (i) о количестве сделок M&A, закрытых за период 2022-2024 гг., удовлетворяющих критериям исследования; (ii) об индустриях, в которые оперировали приобретаемые бизнесы; (iii) о ценовых диапазонах сделок; (iv) о видах механик корректировки цены, использованных в указанных сделках. Эти данные в обобщенном виде были приняты во внимание при подготовке раздела 3 части 6 исследования «Спецпроект | Механики определения и корректировки цены в сделках M&A».

4. Анализ данных внешних провайдеров

В ходе исследования мы использовали некоторые аналитические данные из ранее опубликованных материалов, принадлежащих внешним провайдерам. В частности, для целей раздела 1 части 1 «Краткий обзор рынка M&A в период 2022-2024 гг.» были использованы данные из отчетов, подготовленных инвестиционным банком Advance Capital.

Также в ходе исследования были использованы сведения, опубликованные на официальных сайтах Банка России, Московской биржи, Федеральной антимонопольной службы Российской Федерации Агентства инноваций Москвы.

Все ссылки на используемые материалы третьих лиц приведены в исследовании в качестве источника данных в соответствующих местах.

5. Онлайн-опросы

В ходе исследования были проведены следующие онлайн-опросы:

- Опрос широкого круга M&A-игроков;
- Опрос индустриальных игроков;
- Опрос по аспектам Tech M&A;
- Опрос IB, финансовых и M&A-консультантов;
- Опрос юридических M&A-команд;
- Блиц-опрос юридических M&A-команд;
- Опрос по аспектам due diligence.

5.1 Опрос широкого круга M&A-игроков

Фокус

Аспекты корпоративных финансов (методология оценки бизнеса, мотивы совершения сделок и т.п.), управления рисками, специфика переговорного процесса и юридического структурирования сделок M&A, - преимущественно на стороне приобретателей активов.

Целевая аудитория

Широкий круг участников рынка M&A различных направлений экспертизы, включая представителей инвестиционно-банковского бизнеса, финансового и M&A-консалтинга, юридических M&A-команд (консалтинг и инхаус), представителей M&A- и инвестиционных департаментов, а также департаментов стратегии индустриальных игроков, управляющих компаний инвестиционных фондов, family-офисов.

Формат

Смешанный.

Около 50% ответов получено в непубличном формате путем направления ссылки на онлайн-анкету закрытому кругу респондентов. Остальная часть ответов получена путем размещения ссылки на онлайн-анкету в открытом доступе, включая профильные телеграм-каналы и сайт Mergers.ru (публикация анкеты была сделана 23.12.2024).

Период проведения опроса:
26.11.2024 г. - 14.02.2025 г.

Количество вопросов: 32

Число респондентов: 79

5.2 Опрос индустриальных игроков

Фокус

Аспекты корпоративных финансов (методология оценки бизнеса, прогнозы динамики мультипликаторов, источники финансирования и т.п.), вопросы реструктуризации и форматов владения активами, преобладающих типов M&A-активности, – преимущественно на стороне индустриальных игроков, выступающих приобретателями активов.

Целевая аудитория

Представители различных индустрий, включая сектор TMT (подсекторы ИТ (ПО), ИТ (AI / ML), ИТ (облачные технологии), медиа), индустрию банковских и финансовых услуг, машиностроение, секторы тяжелой и легкой промышленности, FMCG, ритейл, сферу услуг, сельское хозяйство, фармацевтическую отрасль, сектор строительства и недвижимости.

Описание целевой аудитории приведено на графике ниже.



Формат

Закрытый.

100% ответов получено в непубличном формате путем направления ссылки на онлайн-анкету закрытому кругу респондентов.

Период проведения опроса:
10.02.2025 г. - 25.02.2025 г.

Количество вопросов: 19

Число респондентов: 33

5.3 Опрос по аспектам Tech M&A

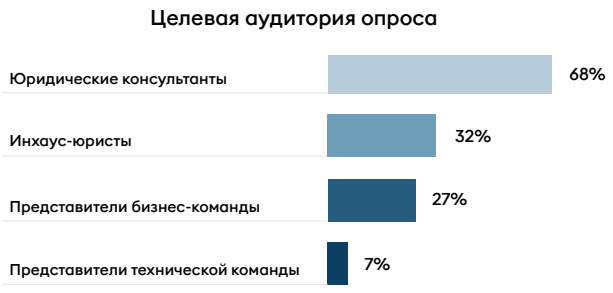
Фокус опроса

Аспекты комплексной проверки ИТ-активов, митигации рисков и структурирования сделок приобретения ИТ-компаний и / или программных продуктов и сервисов, лежащих в основе технологических бизнесов.

Целевая аудитория

Юридические и финансовые консультанты, инхаус-юристы и представители финансовых и бизнес команд ИТ-компаний, технические ИТ-специалисты, которые в течение анализируемого периода совершали различные форматы сделок с ИТ-бизнесами или привлекались к этим процессам в качестве внешних провайдеров услуг.

Описание целевой аудитории опроса приведено на графике ниже.



Формат

Смешанный.

Большая часть ответов получена в непубличном формате путем направления ссылки на онлайн-анкету закрытому кругу респондентов Остальные ответы получено путем размещения анкеты в открытом доступе, включая профильные телеграм-каналы и закрытые ИТ-группы.

Период проведения опроса:
27.11.2024 г. - 20.02.2025 г.

Количество вопросов: 22

Число респондентов: 41

5.4 Опрос IB, финансовых и M&A-консультантов

Фокус опроса

Аспекты корпоративных финансов (методология оценки бизнеса, динамика мультипликаторов, форматы инициирования сделок, способы финансирования сделок и т.п.) и юридического структурирования сделок M&A (механики корректировки покупной цены, особенности перепродажи активов, приобретенных у нерезидентов и т.п.), – преимущественно на стороне продавцов активов.

Целевая аудитория

Представители инвестиционно-банковского бизнеса, финансовых и M&A-консультантов, управляющих компаний инвестиционных структур и M&A-департаментов индустриальных игроков.

Описание целевой аудитории опроса приведено на графике ниже.

Целевая аудитория опроса



Формат

Закрытый.

100% ответов получено в непубличном формате путем направления ссылки на онлайн-анкету закрытому кругу респондентов.

Период проведения опроса:
22.01.2025 г. - 19.02.2025 г.

Количество вопросов: 27

Число респондентов: 45

5.5 Опрос юридических M&A-команд

Фокус опроса

Юридические аспекты структурирования сделок M&A, включая вопросы корректировки покупной цены, ожидания по M&A-активности и преобладающим типам сделок в 2025 г., актуальные тренды структурирования сделок в 2025 г., проблемные вопросы, с которыми могут столкнуться M&A-игроки в процессе работы по сделкам в 2025 г.

Целевая аудитория

Представители M&A-команд, практик рынков капитала и проектного финансирования ведущих юридических фирм, а также лидеры юридических M&A-функций индустриальных игроков и инвестиционных компаний.

Описание целевой аудитории опроса приведено на графике ниже.

Целевая аудитория опроса



Формат

Закрытый.

100% ответов получено в непубличном формате путем направления ссылки на онлайн-анкету закрытому кругу респондентов.

Период проведения опроса:
17.01.2024 г. - 12.03.2025 г.

Количество вопросов: 30

Число респондентов: 50

5.6 Блиц-опрос юридических M&A-команд

Фокус

Наиболее сложные вопросы юридического структурирования сделок M&A (уступка прав по заверениям об обстоятельствах, проблематика «осведомленности» сторон, принимающих и предоставляющих заверения, аспекты ограничения ответственности продавца и т.п.).

Целевая аудитория

Участники M&A-команд, практик рынков капитала и проектного финансирования юридических фирм и представители юридических M&A-функций индустриальных игроков и инвестиционных компаний.

Формат

Открытый.

100% ответов получено путем размещения ссылки на онлайн-анкету в открытом доступе, включая профильные телеграм-каналы.

Период проведения опроса:
11.12.2024 г. - 18.02.2025 г.

Количество вопросов: 7

Число респондентов: 55

5.7 Опрос по аспектам due diligence

Фокус

Аспекты юридической, финансовой, налоговой и других видов проверки бизнеса (новые типы рисков, изменения в подходах, сроках и объеме due diligence, категории рисков, которые в период 2022-2024 гг. стали чаще приводить к приостановке переговоров, актуальные подходы к митигации рисков и т.п.).

Целевая аудитория

Широкий круг участников, сопровождающих сделки M&A, включая индустриальных игроков и внешних консультантов.

Описание целевой аудитории опроса приведено на графике ниже.

Целевая аудитория опроса



Формат

Смешанный.

Большая часть ответов получена в непубличном формате путем направления ссылки на онлайн-анкету закрытому кругу респондентов. Остальная часть ответов получена путем размещения ссылки на онлайн-анкету в открытом доступе, включая профильные телеграм-каналы и закрытые M&A-сообщества.

Период проведения опроса:
20.02.2025 г. - 07.03.2025 г.

Количество вопросов: 15

Число респондентов: 58

6. Опросы в профильных телеграм-каналах

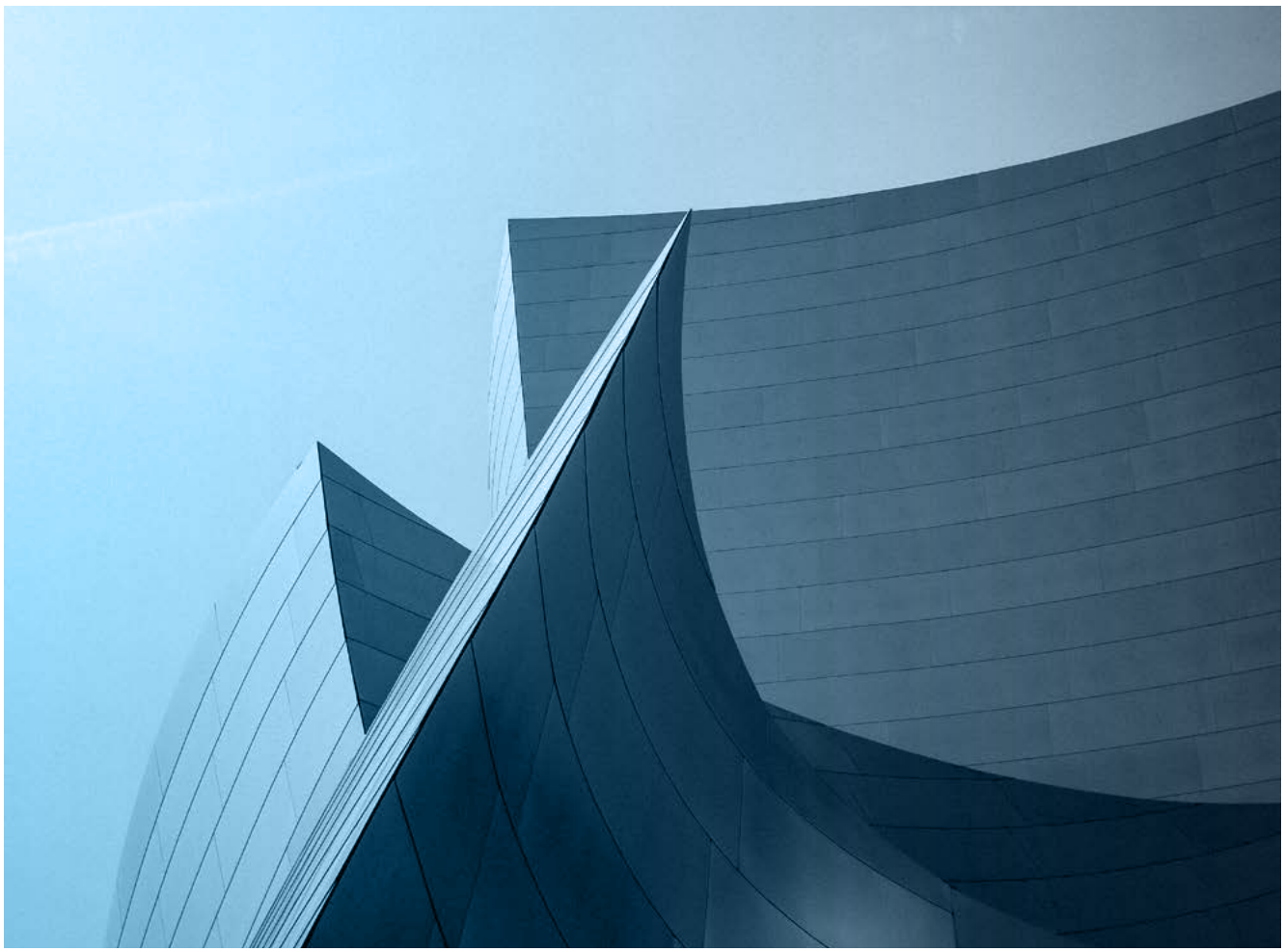
В качестве дополнительного метода исследования мы использовали опросы в телеграм-каналах представителей хэдлайнеров – личных телеграм-каналов **Анастасии Нерчинской** и **Валериана Мамагеишвили**, а также корпоративного телеграм-канала юридической фирмы **VERBA LEGAL**.

Ссылки на каналы приведены далее.

Телеграм-канал Анастасии Нерчинской M&A | IB, посвященный юридическим аспектам сделок M&A.

Телеграм-канал Валериана Мамагеишвили - VM&A, corporate, etc. | Валериан Мамагеишвили, посвященный вопросам сделок M&A и корпоративного права.

Телеграм-канал юридической фирмы VERBA LEGAL - M&A на Гоголевском, посвященный лучшими практиками и стратегиями в сопровождении сделок M&A.



Приложение 3
Корпоративные хэдлайнеры исследования

VERBA LEGAL

российская юридическая фирма
с более чем 20-летним опытом работы
и обширной международной экспертизой,
предоставляющая комплексное
правовое сопровождение крупному
бизнесу и частным клиентам.

Экспертиза и специализация:

- Более 15 направлений, включая корпоративное право и M&A, международный арбитраж и трансграничные споры, фармацевтика и здравоохранение, санкционное регулирование и комплаенс и др.
- Глубокая отраслевая экспертиза: АПК и сельское хозяйство, строительство и недвижимость, транспорт и логистика, энергетика и природные ресурсы и др.

Команда и опыт:

- Более 100 сотрудников VERBA LEGAL сопровождают крупнейшие регуляторные проекты «новой экономики», корпоративные сделки и прецедентные споры, в том числе трансграничные.
- 20 лет опыта по глобальным проектам в сочетании с глубоким пониманием российского права и локального рынка позволяют нам оказывать комплексную правовую поддержку и отстаивать интересы клиентов по самым сложным юридическим вопросам.
- Реализовано свыше 1700 масштабных проектов, среди клиентов – крупные российские и иностранные компании различных отраслей экономики, в том числе лидеры рейтингов Fortune Global 500, Forbes Global 2000, РБК 500 и др.

География присутствия:

- Развитие международного присутствия и представление интересов клиентов на зарубежных рынках является одним из ключевых направлений деятельности фирмы.
- Офисы представлены в Москве (Россия), Ташкенте (Узбекистан) и Мумбаи (Индия).
- Команда сопровождает проекты в более 30 юрисдикциях, среди которых Узбекистан, Индия, Китай (включая САО), Австрия, Бельгия, Великобритания, Германия, Ирландия, Кипр, Швейцария, Швеция, Катар, ОАЭ, Оман, офшорные юрисдикции (BVI, Каймановы острова, Сейшелы, Маврикий), Азербайджан, Казахстан, Киргизия, США, Африка и др.

Рейтинги и достижения:

- Партнеры и юристы VERBA LEGAL являются признанными экспертами и отмечены престижными международными и национальными рейтингами: Chambers Global, Chambers Europe, The Legal 500 EMEA, IFLR100, Who's Who Legal, Best Lawyers, Коммерсантъ, Право.ru-300 и др.

VERBA LEGAL



ТАТЬЯНА НЕВЕЕВА

Управляющий партнер юридической фирмы VERBA LEGAL



АЛЕКСАНДР РУДЯКОВ

Старший партнер юридической фирмы VERBA LEGAL



АЛЕКСАНДР ПАНОВ

Старший партнер юридической фирмы VERBA LEGAL



АЛЕКСАНДР КУЗНЕЦОВ

Партнер юридической фирмы VERBA LEGAL



ВЛАДИСЛАВ СКВОРЦОВ

Партнер юридической фирмы VERBA LEGAL



ЕВГЕНИЯ ЗАИНЧУКОВСКАЯ

Советник юридической фирмы VERBA LEGAL



АЛЕКСАНДР КОЛОСКОВ

Старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL



АНДРЕЙ ШЕПТИЙ

Старший юрист юридической фирмы VERBA LEGAL

VERBA LEGAL

Investment Arbitration Review

M&A на Гоголевском

Группа компаний Б1

одна из крупнейших консалтинговых компаний, присутствующая на российском рынке более 35 лет и предлагающая полный спектр профессиональных услуг, включая услуги в области аудита, налогообложения, права, сопровождения бизнеса, сделок, оценки, технологий и консалтинга.

Специализация:

Эксперты Группы компаний Б1 оказывают все виды услуг, связанных с ведением бизнеса:

- Наши аудиторские услуги – это высокое качество, строгая профессиональная этика, глубокие отраслевые знания и исключительный уровень обслуживания. Аудиторские команды Б1 служат общественным интересам, способствуя повышению доверия инвесторов к бизнесу.
- Услуги в области консалтинга, технологий и транзакций – это более 800 консультантов, обеспечивающих поддержку на всех этапах сделки и помогающих клиентам оптимизировать бизнес, управлять рисками, повышать операционную эффективность, внедрять инновации, защищать активы от киберугроз и выходить на новые рынки.
- Услуги в области налогов, права и сопровождения бизнеса – это высококлассные специалисты Б1 с огромным опытом консультирования по всем аспектам налогообложения и права, помогающие бизнесу преуспеть в эпоху перемен.

Наших экспертов отличают фундаментальные отраслевые компетенции и успешный опыт работы с широким спектром секторов экономики и типов бизнеса:

- ТЭК, финансовый и государственный секторы, недвижимость, инфраструктура, гостиничный бизнес и строительство, транспорт, розничная торговля и товары народного потребления, TMT, горнодобывающая, металлургическая, медико-биологическая и фармацевтическая отрасли, промышленное производство и автомобильный сектор;
- Сегмент быстрорастущих компаний;
- Сегмент компаний, планирующих проведение IPO;
- Сегмент иностранных компаний, работающих в России.

Команда и опыт:

- За более чем 35 лет работы в России мы объединили свыше 4000 специалистов, обладающих обширными знаниями и опытом реализации сложнейших проектов.
- Офисы Группы компаний Б1 расположены в 11 городах России: Москве, Владивостоке, Екатеринбурге, Казани, Краснодаре, Новосибирске, Ростове-на-Дону, Самаре, Санкт-Петербурге, Тольятти и Челябинске.
- Группа компаний Б1 заключила стратегические партнерства с компаниями в Узбекистане, Турции и ОАЭ для сопровождения наших клиентов, расширяющих свое присутствие.
- Мы помогаем клиентам находить новые решения, развивать и трансформировать бизнес, управляя финансовыми и человеческими ресурсами.

Лидерство в рейтингах:

- Группа компаний Б1 является абсолютным лидером на российском рынке аудиторских и сопутствующих услуг. Мы проводим аудит крупнейших государственных и частных компаний, и одиннадцатый год подряд нас называют самой крупной аудиторской группой по версии агентства RAEX[82].
- Мы – одни из лидеров по оказанию консультационных услуг в России. В 2025 году мы заняли второе место в списке крупнейших консалтинговых групп и компаний России по версии агентства RAEX.
- Наша компания третий год подряд сохраняет лидерство в рейтинге крупнейших оценочных групп и организаций по версии агентства RAEX.
- Наши юридические и налоговые услуги занимают самые высокие позиции в рейтинге «Коммерсантъ» «Лидеры рынка юридических услуг – 2025» по целому ряду направлений, а специалисты Б1 входят в число 300 юристов, наиболее рекомендуемых порталом «Право.ru».

82 Учтены награды, полученные до ребрендинга российской практики EY в 2022 году.

НОВЫЕ ВЫЗОВЫ
НОВЫЕ РЕШЕНИЯ



ЮЛИЯ ЗАГОРНОВА

Партнер Б1
Департамент консалтинга,
технологий и транзакций



ЕЛЕНА ЦАТУРОВА

Партнер Б1
Департамент консалтинга,
технологий и транзакций



ЛИЗА КОКОРЕВА

Партнер Б1
Департамент консалтинга,
технологий и транзакций



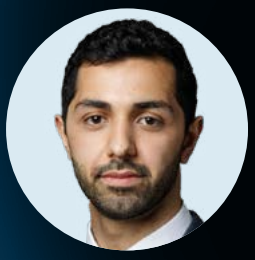
АЛЕКСАНДР ЧИЖОВ

Партнер Б1
Департамент налогов, права
и сопровождения бизнеса



АНТОН УСТИМЕНКО

Партнер Б1
Департамент аудиторских услуг



ФУАД АЛИЕВ

Директор
Департамент консалтинга,
технологий и транзакций



ПАВЕЛ АРАМА

Старший менеджер
Департамент консалтинга,
технологий и транзакций

Слияния /
поглощения и
реструктуризация
бизнеса

Группа
компаний Б1

Б1.
Налоги. Право

Кучер Кулешов Максименко и партнеры (ККМП)

независимая российская юридическая фирма, образованная бывшей командой московского офиса международного лидера юридического рынка – «Дебевойз энд Плимптон ЛЛП».

Высокая экспертиза:

- Мы сохранили ключевых юристов и все направления, и практики, созданные за **почти 30 лет деятельности** «Дебевойз энд Плимптон ЛЛП» в России. Наши клиенты продолжают работать с хорошо знакомой сплоченной командой, оказывающей юридические услуги мирового класса с соблюдением самых высоких профессиональных и этических стандартов.
- Сегодня наша команда насчитывает **более 40 юристов**, в том числе с квалификацией по праву иностранных юрисдикций, что позволяет оказывать юридическое сопровождение проектов любой сложности. Многие наши юристы обладают ученой степенью, а также отмечены индивидуальными рейтингами в качестве ведущих специалистов в России в сфере своей специализации.
- Только за 2024 и начало 2025 год наша команда успешно осуществила юридическое сопровождение проектов общей стоимостью **более 5 трлн рублей**.

Сопровождение проектов за рубежом:

- Команда ККМП сопровождает проекты в более чем 20 юрисдикциях, среди которых Китай, Сингапур, Турция, США, Бельгия, Швеция, Нидерланды, Люксембург, Кипр, Германия, Великобритания, Катар, ОАЭ, Казахстан и другие
- Укрепление глобального присутствия является одним из стратегических приоритетов ККМП. В ответ на растущий спрос клиентов московский офис ККМП открыл **практику китайского права** и установил партнерские отношения с ведущей китайской юридической фирмой «красного круга» Fangda Partners.
- По результатам масштабного **исследования российского юридического рынка** в Китае, проведенного аналитиками «Право.ru», ККМП заняла 1 место в категории «Корпоративное право/M&A», подтверждая свою экспертизу и востребованность на рынке.

Признание и достижения:

Высокий уровень профессионализма партнеров и юристов ККМП отмечен ведущими международными (IFLR1000, Legal500, Chambers & Partners) и национальными (Право-300, Коммерсант, Эксперт РА, Российская Газета) рейтингами.

- **1 Группа** в национальном рейтинге Право-300 в категории «Корпоративное право/Слияния и поглощения (high-market)»
- **1 Группа** в категории **«10 самых крупных сделок»** по версии Право.ru, 2024
- **2 место** в категории **«Лидеры по средней сумме сделок»** по версии Право.ru, 2024
- **Одна из ведущих фирм** в рамках сопровождения крупнейших корпоративных сделок за 2024 и начало 2025 года по версии Право.ru
- **Абсолютный лидер** по количеству рекомендованных юристов в одном из наиболее конкурентных направлений «Корпоративное право / Слияния и поглощения (high-market)» по версии Право-300

Принципы нашей работы:

- **БИЗНЕС-ПОДХОД:** Практические решения с учетом знания индустрии клиента и понимание его коммерческих задач
- **ИННОВАЦИОННОСТЬ:** Новаторский подход к структурированию и реализации проектов с опорой на передовые IT-технологии
- **ГЛОБАЛЬНОСТЬ:** Проверенная сеть локальных консультантов по всему миру, оказание услуг по праву нескольких юрисдикций
- **КАЧЕСТВО:** Высокий профессионализм, объединяющий академические знания с богатым практическим опытом, отмеченный ведущими юридическими рейтингами
- **ЭКСКЛЮЗИВНОСТЬ:** Персональный подход к каждому клиенту
- **ТРАДИЦИИ:** Соблюдение высоких стандартов и этики оказания юридических услуг

KKMP
LEGAL



АЛЁНА КУЧЕР

Старший партнер юридической фирмы ККМП

Alyona.Kucher@kkmp.legal



МАКСИМ КУЛЕШОВ

Управляющий партнер юридической фирмы ККМП

Maxim.Kuleshov@kkmp.legal



АННА МАКСИМЕНКО

Партнер юридической фирмы ККМП

Anna.Maximenko@kkmp.legal



АЛЕКСАНДР АНИЧКИН

Партнер юридической фирмы ККМП

Alexander.Anichkin@kkmp.legal



СТАНИСЛАВ ДОБШЕВИЧ

Партнер юридической фирмы ККМП

Stanislav.Dobshevich@kkmp.legal

Сайт ККМП

Telegram ККМП.connect

Информация о фирме

Обзор корпоративной практики

Приложение 4
Ограничение ответственности

Отказ от ответственности и использование данных исследования

1. Текст исследования не является рекламой, консультацией или рекомендацией

Настоящее исследование подготовлено исключительно в информационных целях, является информационным и аналитическим материалом, направленным на информирование о трендах на рынке M&A в 2022-2024 гг., выявленных на основании методологии исследования, указанной в Приложении 2 к настоящему исследованию, и не является рекламой, согласно пункту 3 части 2 статьи 2 Федерального закона «О рекламе»[83]. Ни само исследование, ни содержащиеся в нем текстовые и графические материалы, данные, утверждения, тезисы, статистические материалы, мнения, оценки, прогнозы, статистика или аналитика не должны и не могут рассматриваться как юридическая, налоговая, инвестиционная, финансовая, бухгалтерская или иная профессиональная консультация или рекомендация. Перед принятием каких-либо решений на основе информации из данного исследования рекомендуется обратиться к соответствующим квалифицированным специалистам.

2. Ограничение ответственности

Правообладатели, авторы, хедлайнеры (продюсеры), редакторы и участники исследования, авторы текста и комментариев, сотрудники, адвокаты и руководство компаний, фирм и адвокатских образований, участвующих в исследовании и опросах, цитируемые эксперты, редакторы, а также любые лица, связанные с самим исследованием и формированием его выводов, не несут ответственности за какие-либо решения, действия или бездействие читателей, основанные на содержании данного исследования. Все решения принимаются пользователями исследования самостоятельно на их собственный риск. Пользователи исследования не вправе полагаться на какие-либо данные исследования, в том числе, при принятии или обосновании каких-либо управленческих или иных деловых решений.

3. Цитаты и высказывания экспертов

Все цитаты и высказывания экспертов, представленные в исследовании, использованы с их согласия и отражают субъективное мнение указанных лиц (не могут рассматриваться в качестве позиции любых иных лиц (включая компании, фирмы и адвокатские образования)). Текст исследования отражает субъективное мнение его авторов. Правообладатели, авторы, хедлайнеры, участники и редакторы исследования не проводили независимую проверку мнений, фактов, прогнозов и утверждений, содержащихся в комментариях экспертов, и не несут ответственности за их точность или полноту.

4. Актуальность и точность информации

Информация, представленная в исследовании, основана на данных за период 2022–2024 гг. и отражает прогнозируемые тренды и тенденции на 2025 г., исходя из субъективного понимания авторов соответствующих вопросов. Несмотря на наше стремление предоставить актуальную и точную информацию, возможны ошибки или упущения. Мы не гарантируем полноту, надежность и точность информации, содержащейся в исследовании. Ничто в настоящем исследовании не является заверением или обязательством правообладателей исследования и ни при каких обстоятельствах не может быть истолковано в качестве какого-либо заверения или обязательства со стороны правообладателей исследования.

5. Отсутствие гарантии результатов

Какие-либо данные и прогнозы, представленные в настоящем исследовании, носят исключительно информационный характер и не являются гарантией будущих результатов или реализации прогнозируемых событий. Прошлые показатели не обязательно свидетельствуют о необходимости достижения прогнозируемых результатов. Прогнозы, включенные в настоящее исследование, основаны на текущих предположениях и могут изменяться вследствие изменений факторов, влияющих на результат. Мы не обязуемся уведомлять о дальнейших изменениях прогнозов, факторов, трендов и тенденций, описанных в исследовании.

83 Федеральный закон от 13.03.2006 г. N 38-ФЗ «О рекламе».

6. Ссылки на сторонние источники

Отчет может содержать ссылки на внешние источники и ресурсы. Мы не контролируем и не несем ответственности за содержание, политику конфиденциальности или практики сторонних источников.

7. Информация об авторском праве

Соправообладателями исследования являются Анастасия Нерчинская, Группа компаний Б1, ККМП, VERBA LEGAL.

(c) 2025 Анастасия Нерчинская, Группа компаний Б1, ККМП, VERBA LEGAL. Все права защищены.

Более подробная информация об авторском праве, а также правила цитирования каких-либо частей исследования приведены на странице 8 исследования.

8. Персональные данные

Настоящее исследование содержит упоминания физических лиц, включая фамилию, имя, отчество, должность и место работы. Все персональные данные, представленные в исследовании, используются исключительно с согласия соответствующих субъектов персональных данных и в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации, включая Федеральный закон от 27.07.2006 № 152-ФЗ «О персональных данных».

Персональные данные используются исключительно в информационных целях, в целях подготовки и публикации данного исследования, а также его обсуждения в профессиональной среде и не подлежат распространению за рамками указанных целей.

9. Отсутствие сравнения лиц, товаров и услуг в отчете

Фраза «Лучшие практики» в тексте настоящего исследования означает: по субъективном мнению соответствующих комментаторов, экспертов или авторов соответствующего текста.

Хештеги #Лучшие_практики и #Мнение_лидеров_рынка используются для удобства навигации читателей по тексту исследования и не предполагают какого-либо сравнения (или установления превосходства) каких-либо хозяйствующих субъектов и / или их товаров и услуг с (над) иными хозяйствующими субъектами и / или их товарами и услугами.

Комментарии под хештегами #Мнение_лидеров_рынка предоставлены представителями организаций, которые отмечаются среди лидеров соответствующих рынков в одном или в нескольких из следующих рейтингов: IFLR1000, Legal500, Chambers & Partners, Право-300, Коммерсант, Эксперт РА и / или Российская Газета.

10. Обратная связь

Мы приветствуем отзывы и комментарии пользователей исследования, однако не обязуемся учитывать их, в том числе в случае принятия нами решения об обновлении или пересмотре исследования. Обратная связь может быть направлена корпоративным хедлайнерам исследования. Централизованный сбор обратной связи читателей в рамках исследования не предусмотрен.

