

Аналитико-статистический обзор условий российских сделок слияния и поглощения 2022–2023 годов

Апрель 2024 года

The logo for Denuo, featuring the word "Denuo" in a white, sans-serif font. A small yellow diagonal slash is positioned above the letter 'e'.



Содержание

Предисловие.....	4
Методология.....	5
Авторские права.....	5
1. Структура сделки.....	6
2. Покупная цена	9
3. Предварительные условия до закрытия	13
4. Обязательства после закрытия	14
5. Комплексная проверка	16
6. Обязательства возмещения потерь / заверения об обстоятельствах.....	18
7. Ограничение ответственности продавца.....	21
8. Ограничение ответственности покупателя	25
9. Обеспечение исполнения обязательств	27
10. Обратные опционы	29
11. Применимое право	30
12. Разрешение споров	31
Авторы.....	33
Благодарности.....	33

Предисловие

Результаты 2022–2023 годов на российском рынке сделок слияния и поглощения (M&A) побили многолетние рекорды.¹ Только за последний год было проведено 536 сделок на сумму 50,59 млрд долл. США, что стало максимальным показателем с 2019 года. Средняя стоимость сделки составила 94,4 млн долл. США, а в восьми случаях стоимость одной транзакции превысила 1 млрд долл. США.

Консолидация различных сегментов российского рынка сделок M&A проходила на фоне роста активности государственных инвесторов, скупивших практически четверть компаний на рынке, и снижения числа сделок с инвесторами из недружественных стран. В 2024 году эксперты ожидают дальнейший рост российского рынка сделок M&A за счет расширения числа инвесторов из дружественных стран, развития широкого круга отраслей и редомициляции компаний в Россию.

Бум российского рынка сделок слияния и поглощения проходит на фоне рекордного снижения объема мирового рынка сделок M&A, который в 2023 году оказался ниже 3 трлн долл. США — наименьшего показателя с 2013 года.² Этому способствует сохраняющаяся геополитическая напряженность, экономическая неопределенность, рост процентных ставок и другие негативные факторы. Эксперты ожидают подъема мирового рынка сделок M&A в дальнейшем, однако этот подъем может начаться только во второй половине 2024 года или даже в 2025 году.

Будучи признанным лидером на российском рынке слияний и поглощений, мы решили проанализировать основные условия более полусотни закрытых нами сделок M&A на российском рынке в 2022–2023 годах, выделить основные тенденции при проведении транзакций и составить аналитико-статистический обзор условий сделок слияния и поглощения.

За 30 лет работы на рынке СНГ — 17 из которых в составе международной юридической фирмы DLA Piper — мы успешно реализовали тысячи значимых трансграничных и российских проектов. Наша команда уже седьмой год подряд возглавляет рейтинг юридических консультантов Mergers.ru по количеству закрытых сделок M&A на российском рынке. Мы также входим в десятку ведущих юридических консультантов по количеству закрытых сделок M&A в Центральной и Восточной Европе по результатам исследования международного информационно-аналитического агентства Mergermarket за 2023 год, став единственной юридической фирмой, работающей в России, которая удостоилась включения в рейтинг.



Константин Лузиньян
Управляющий партнер

¹ По данным российского информационного агентства АК&М [за 2022 год](#) и [за 2023 год](#).

² По данным за 2023 год американского [информационно-аналитического агентства Bloomberg](#), [Лондонской фондовой биржи](#) и британского [информационно-аналитического агентства Dealogic](#). На русском языке основные результаты исследований представлены в [статье газеты «Коммерсант»](#).

Методология

Наш аналитико-статистический обзор подготовлен по итогам анализа условий 53 сделок слияния и поглощения, сопровождаемых Denuo и подписанных или закрытых в 2022–2023 годах. В наш анализ не вошли сделки, по которым наш клиент в силу различных коммерческих причин вел переговоры о заключении юридически обязывающих документов по сделке, но в конечном итоге их не заключил (например, ввиду того, что победителем конкурса среди нескольких потенциальных покупателей было выбрано другое лицо или в связи с тем, что сделка была отменена). В тех случаях, когда мы оцениваем различные варианты отражения одного из условий транзакционной документации, мы оцениваем их в процентном отношении от общего количества сделок, в которых соответствующее условие предусмотрено.

Авторские права

Авторские права на данный аналитико-статистический обзор принадлежат Denuo. Воспроизведение и распространение обзора или его части без предварительного согласия Denuo разрешается с обязательной ссылкой на Denuo.

1. Структура сделки

Ситуацию на российском рынке сделок M&A в 2022–2023 годах можно назвать уникальной.

С одной стороны, геополитическая ситуация привела к небывалому количеству сделок M&A. Вместе с тем, эти сделки преимущественным образом были направлены на выход иностранных инвесторов с российского рынка и имели свои особенности как с коммерческой, так и с юридической точек зрения.

С учетом этого, мы условно разделили такие сделки на две большие группы:

- / «классические» сделки M&A, которые не были связаны с уходом иностранного бизнеса из России; и
- / сделки по выходу иностранных инвесторов из российского бизнеса, которые, в свою очередь, можно также разделить на сделки продажи бизнеса:
 - третьему лицу; и
 - текущему менеджменту (*management buy out*).

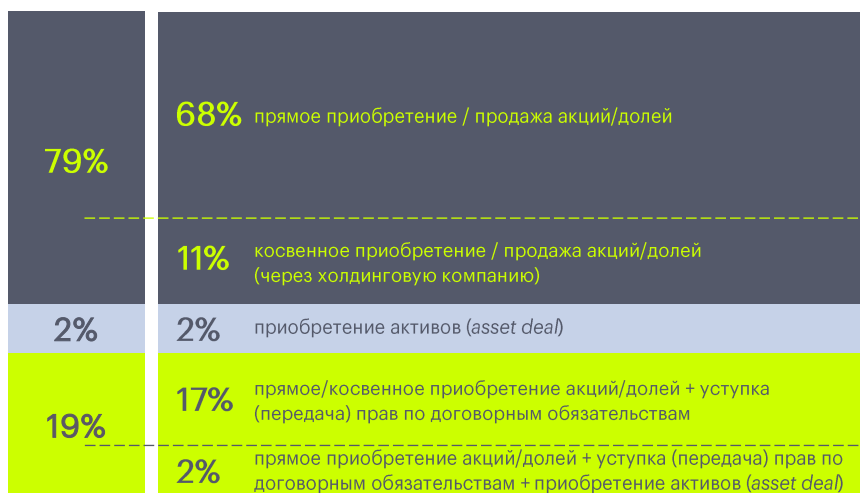
Как показывает наш опыт и, в целом, общий взгляд на рынок сделок M&A, более 70% сделок, совершенных в России в 2022–2023 годах, представляли собой именно сделки по выходу иностранных инвесторов, в то время как на «классические» сделки M&A приходилось чуть менее 30% сделок.

В частности, этот же вывод следует из нашего обзора рынка, который в графическом виде приведен ниже:



Мы также проанализировали структуру сделок и видим следующие результаты:

- / 79% сделок структурированы как прямое или косвенное (через холдинговую компанию) приобретение / продажа акций/долей;
- / 2% сделок структурированы как приобретение активов (*asset deal*);
- / 19% сделок имеют комбинированную структуру.



Мы как консультанты, занимавшиеся сопровождением большого количества M&A сделок в 2022–2023 годах, выделили для себя ряд их особенностей и тенденций как с точки зрения хронологии развития событий, так и с точки зрения структуры документации.




В первую очередь, к особенностям таких сделок относятся их условия и сроки совершения. В течение первых месяцев после событий февраля 2022 года мы видим целую волну так называемых быстрых сделок по выходу иностранцев, которые совершались по принципу «as is», когда актив продавался в том состоянии, в котором он был, без какой-либо специальной предпродажной подготовки и предоставления гарантий покупателю, а цена за его покупку, по сути, была абсолютно минимальной. Далее, по прошествии нескольких месяцев, по нашему опыту, сделки по выходу иностранных инвесторов стали немного более разнообразны с точки зрения и их коммерческих условий, и ценообразования. Но в любом случае инструменты защиты покупателя по таким сделками были значительно более скудные, чем в «классических» сделках M&A. Большую роль в процессе согласования подобных сделок сыграло новое на тот момент регулирование, направленное на необходимость получения согласия на сделку со стороны подкомиссии Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации.



В качестве одной из тенденций сделок M&A в 2022–2023 годах мы можем выделить возрастание количества сделок, совершенных в результате аукционов. В целом, совершение сделки M&A в результате аукциона, когда продавец проводит конкурс среди потенциальных покупателей актива, не является чем-то одиозным. Вместе с тем, конечно, ситуация на российском рынке сделок M&A в 2022–2023 годах, которая во многом сводилась к тому, что продавцы выбирали наиболее приемлемые и оптимальные для себя условия продажи бизнеса и, по сути, диктовали покупателям свои требования, привела к увеличению числа сделок, совершенных в рамках аукционов.

Отдельно хотелось бы отметить, что среди сделок по выходу иностранных инвесторов можно выделить не только сделки, которые направлены на продажу актива третьим лицам, но и сделки по продаже компании ее менеджменту (*management buy out*). Подобная структура сделок M&A, с одной стороны, не является уникальной и появилась задолго до 2022 года, но при обычных обстоятельствах встречается намного реже, нежели мы увидели в 2022–2023 годах. Как правило, данные сделки характеризуются еще более ограниченным объемом прав покупателей, нежели сделки по продаже актива третьему лицу, поскольку менеджмент сам хорошо знаком с компанией и принимал руководящие решения в отношении нее. В нашем аналитико-статистическом обзоре мы также подробно изучили условия данной категории сделок.

В заключение мы хотели бы отметить вопрос применимого права. До 2022 года мы наблюдали определенную тенденцию к тому, что сделки M&A стали чаще подчиняться российскому праву и, в целом, мы считаем, что данная тенденция будет усиливаться. Вместе с тем, сделки по выходу иностранных инвесторов, которые, как мы говорили выше, осуществлялись большей частью на условиях продавцов, были, как правило, подчинены наиболее комфортному для продавцов праву. С учетом этого, помимо английского права, традиционного для российского рынка сделок M&A, в 2022–2023 годах мы увидели большое разнообразие права, применимого к документам по сделкам по выходу иностранных инвесторов с российского рынка — немецкое, финское, французское и др. Однако мы рассматриваем данную тенденцию скорее, как остаточную, и вряд ли в ближайшей перспективе сделки M&A будут регулироваться иностранным правом, в том числе с учетом текущего санкционного режима, существенным образом ограничивающего для иностранных консультантов возможность работы и консультирования по российским сделкам.

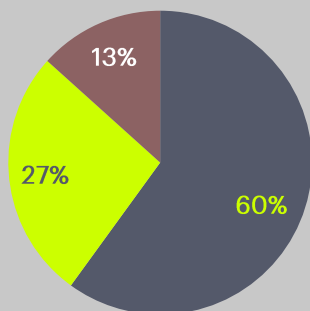
Ниже приведены наши дополнительные статистические наблюдения по структуре анализируемых сделок, включая:

-  прямое приобретение/продажа акций/долей
-  косвенное приобретение/продажа акций/долей (через холдинговую компанию)
-  приобретение активов (*asset deal*)

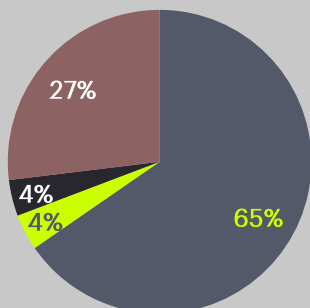
-  комбинированная структура: прямое/косвенное приобретение акций/долей + уступка (передача) прав по договорным обязательствам
-  комбинированная структура: прямое приобретение акций/долей + уступка (передача) прав по договорным обязательствам + приобретение активов (*asset deal*)

Форма сделки с точки зрения структуры по типам сделок

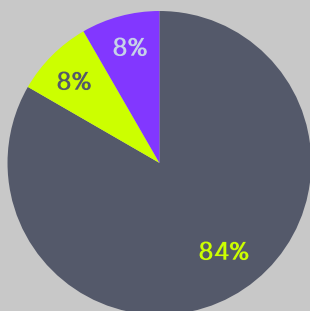
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом



2. Покупная цена

Покупная цена является одним из краеугольных условий в любой сделке M&A. Как правило, комплексную сделку M&A от внутригрупповой сделки по передаче («переброске») акций /долей отличает, прежде всего, наличие механизма корректировки покупной цены.

Существует большое разнообразие подобных видов корректировок, среди которых наиболее популярными являются:

- / корректировка в соответствии с механизмом «закрытого периметра» (*locked box*), когда покупная цена уменьшается на размер так называемых утечек (*leakages*);
- / корректировка на данные финансовой отчетности продаваемой компании (*completion accounts*); и
- / корректировка на заработанную прибыль (*earn out*).

В 2022–2023 годах мы наблюдали весьма парадоксальную ситуацию, когда подобные корректировки покупной цены либо отсутствуют, либо весьма существенным образом ограничены. Вместе с тем, это легко объясняется особенностью российского рынка сделок M&A этого периода, связанного со сделками по уходу иностранных

компаний. Данные сделки, как мы говорили выше, в целом характеризуются отсутствием большего количества традиционных гарантий для покупателя, в том числе в отношении качества актива, которые могли бы привести к корректировке покупной цены.

С учетом этого, наиболее популярным способом определения покупной цены в тот период была фиксированная покупная цена без какой-либо корректировки или корректировка на основе механизма утечек (*leakages*).

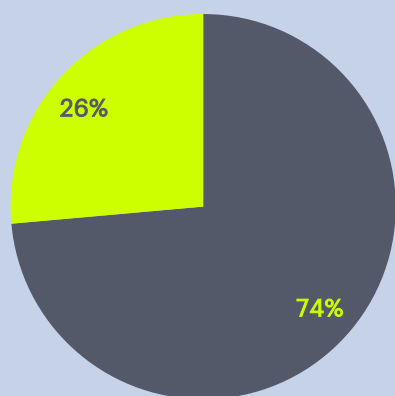
Большую роль в способе определения покупной цены также имеют требования к дисконту, устанавливаемые в рамках согласования сделки Правительственной комиссией. В соответствующем заявлении, как правило, указывается максимальная сумма сделки с учетом дисконта не менее 50% от оценки и возможной выплаты в бюджет добровольного взноса (*exit tax*).

Поэтому возможные корректировки в сделочной документации в любом случае должны быть ограничены какой-то максимальной суммой, чтобы успешно согласовать сделку с Правительственной комиссией.

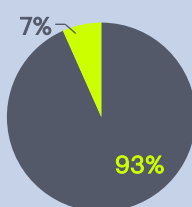
Ниже мы приводим наши основные статистические наблюдения в отношении покупной цены.

Базовый размер покупной цены (до корректировок)³

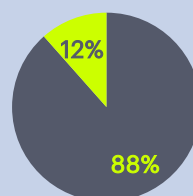
Все сделки



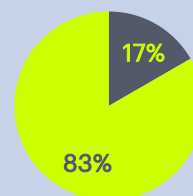
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом



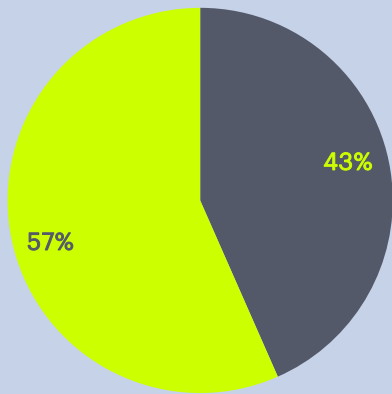
■ Реальный размер покупной цены

■ Номинальный размер покупной цены

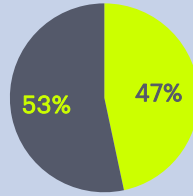
³ Разделение на реальную и номинальную стоимости сделок производилось на основании нашего понимания коммерческих договоренностей сторон исходя из того, что под номинальной стоимостью мы понимали любую сумму покупной цены, явно и с очевидностью свидетельствующую о том, что она являлась символической (например, 1 руб., 100 евро, 1 тыс. долл. США).

Наличие механизмов корректировки покупной цены

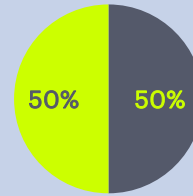
Все сделки



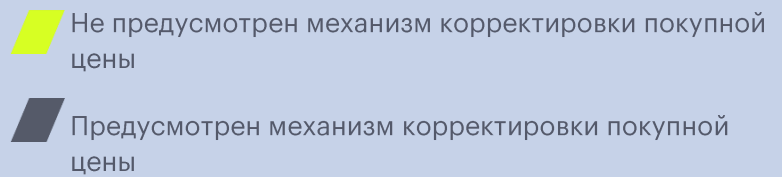
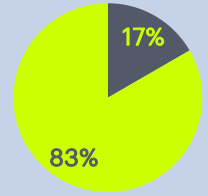
«Классические» внутренние сделки



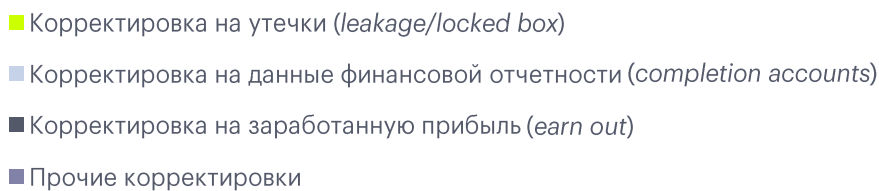
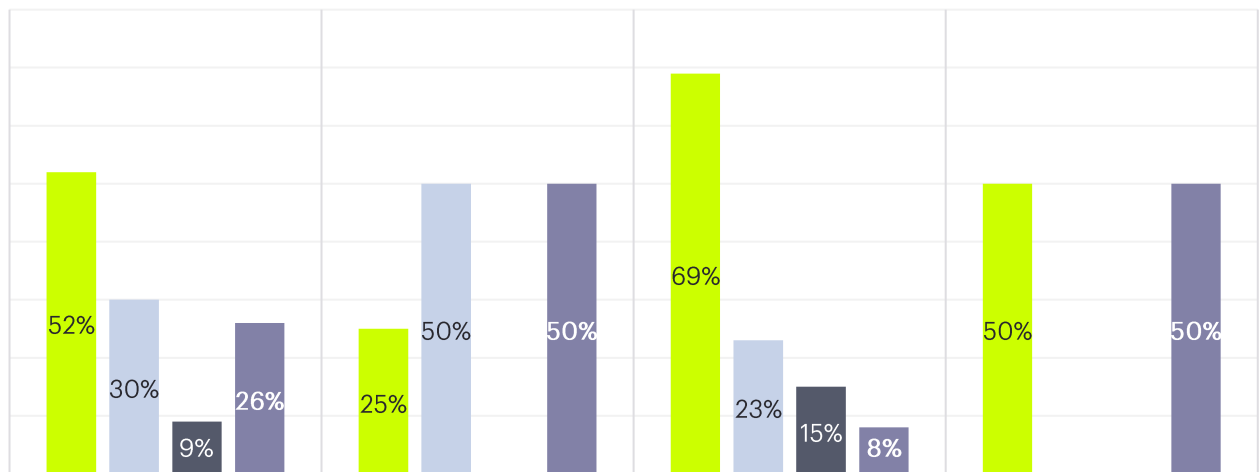
Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом

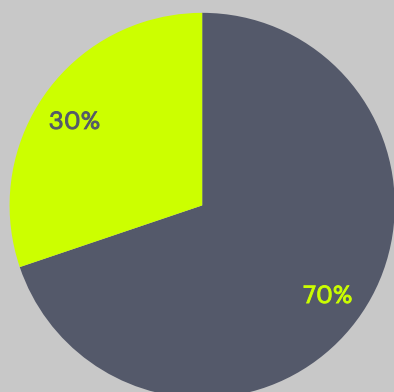


Механизмы корректировки покупной цены

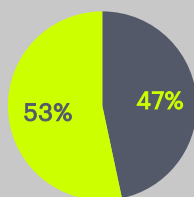


Уплата покупной цены несколькими траншами

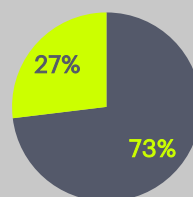
Все сделки



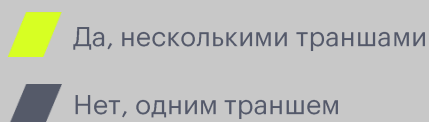
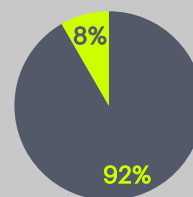
«Классические»
внутренние сделки



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам

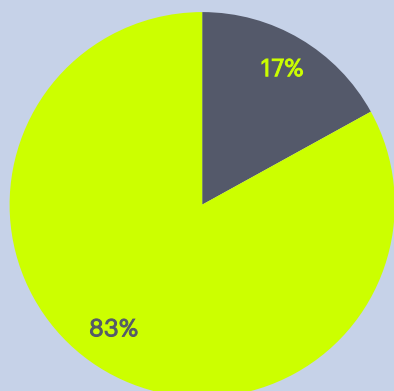


Выкуп компании
менеджментом

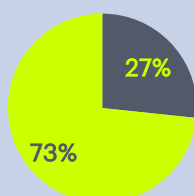


Предварительная уплата покупной цены (до закрытия сделки) всей или части покупной цены

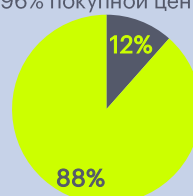
Все сделки
(в среднем 95,5% покупной цены)



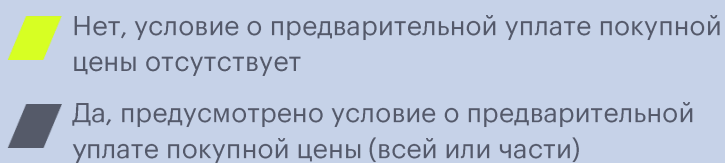
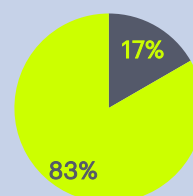
«Классические»
внутренние сделки
(в среднем
68% покупной цены)



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам
(в среднем
96% покупной цены)

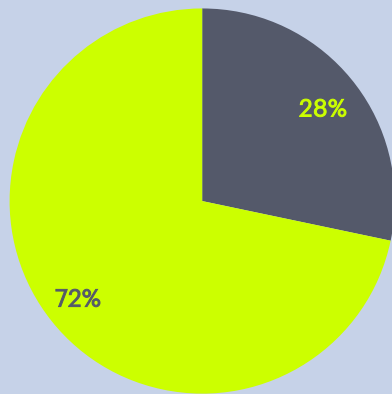


Выкуп компании
менеджментом
(100% покупной цены)

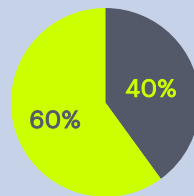


Уплата покупной цены в дату закрытия сделки (всей или части покупной цены)

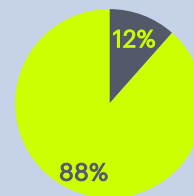
Все сделки
(в среднем 92% покупной цены)



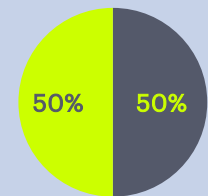
«Классические»
внутренние сделки
(в среднем
92,5% покупной цены)





Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам
(в среднем
90% покупной цены)



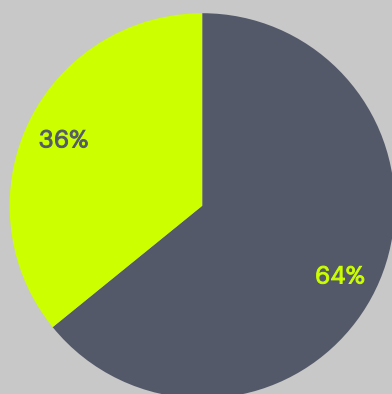
Выкуп компании
менеджментом
(100% покупной цены)



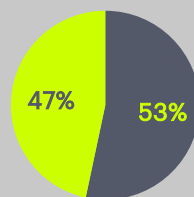
-  Нет, в дату закрытия покупная цена или ее часть не уплачиваются
-  Да, покупная цена или ее часть уплачиваются в дату закрытия

Отложенный платеж (после даты закрытия сделки) всей или части покупной цены

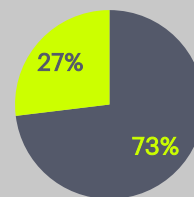
Все сделки
(в среднем 65% покупной цены)



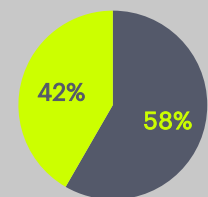
«Классические»
внутренние сделки
(в среднем
70% покупной цены)





Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам
(в среднем
35% покупной цены)



Выкуп компании
менеджментом
(100% покупной цены)



-  Нет, отложенный платеж после закрытия не предусмотрен
-  Да, после даты закрытия предусмотрен отложенный платеж всей или части покупной цены

3. Предварительные условия до закрытия

Традиционно все сделки M&A можно разделить на две большие группы:

- / сделки, по которым подписание документов и закрытие сделки (то есть совершение действий, направленных непосредственно на передачу актива), совершаются в один день; и
- / сделки, по которым момент подписания документов по сделке и дата ее закрытия разделяются во времени, и для того, чтобы закрытие сделки произошло, необходимо выполнить ряд предварительных или так называемых отлагательных условий.

Как правило, само по себе наличие в сделке предварительных или отлагательных условий никак не говорит о ней с точки зрения ее коммерческого характера, масштабности и значимости на рынке. Это, скорее, вопрос готовности продаваемого актива к продаже и необходимости получения регуляторных одобрений.

Применительно к сделкам, совершаемым в 2022–2023 годах, мы видим, что в

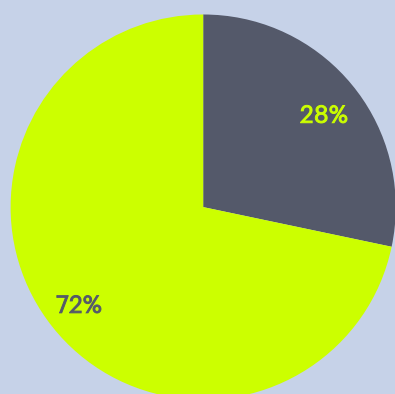
подавляющем большинстве случаев они были заключены при условии выполнения отлагательных условий. Такие отлагательные условия, как правило, были связаны с получением покупателем регуляторных одобрений и не были связаны с какими-либо действиями на стороне продавца (например, отлагательные условия, связанные с устранением определенных рисков, выявленных в ходе комплексной проверки).

В тех случаях, когда сделки по выходу иностранных инвесторов осуществлялись без отлагательных условий, это можно объяснить тем, что на дату совершения соответствующей сделки согласие могло не требоваться (например, сделки по покупке долей российских обществ с ограниченной ответственностью у «недружественных» нерезидентов-продавцов стали требовать согласия Подкомиссии только с момента принятия 8 сентября 2022 года Указа Президента РФ № 618).

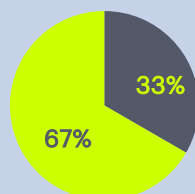
Ниже мы суммировали основные статистические данные по данному аспекту сделок M&A.

Наличие предварительных условий для закрытия сделки

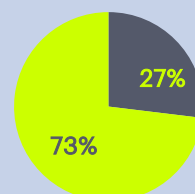
Все сделки



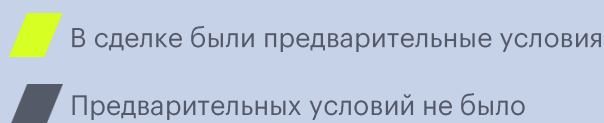
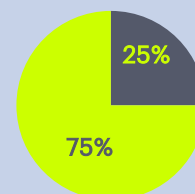
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом



4. Обязательства после закрытия

Коммерческие особенности той или иной сделки M&A могут предусматривать большое разнообразие обязательств сторон после закрытия сделки. Вместе с тем, традиционно можно выделить два классических обязательства сторон после закрытия сделки:

- / обязательство о неведении конкурирующей деятельности (*non-compete*); и
- / обязательство о непереманивании сотрудников (*non-solicitation*).

Вне зависимости от права, которому будут подчинены соответствующие документы по сделке, с юридической точки зрения эти

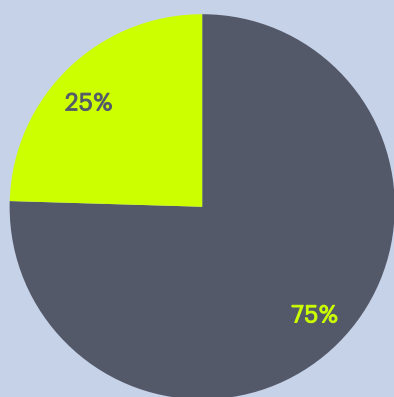
положения всегда являются весьма уязвимыми в контексте доказывания самого факта нарушения и, соответственно, размера ответственности виновной стороны.

Применительно к сделкам, совершаемым в 2022–2023 годах, данные условия не являются редкостью, вместе с тем, как показывает наш опыт и статистика ниже, их сложно назвать очень популярными.

В нашем аналитико-статистическом обзоре мы посмотрели на общие сроки данных обязательств и меры ответственности за их нарушение.

Обязательство о неведении конкурирующей деятельности (*non-compete*)

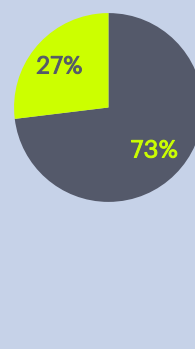
Все сделки
(со средним сроком
обязательства 4 года 4 месяца)



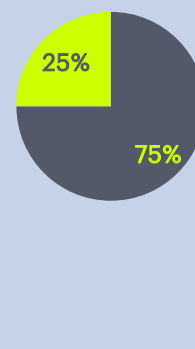
«Классические»
внутренние сделки
(со средним сроком
4 года 4 месяца)



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам
(со средним сроком
3 года 4 месяца)

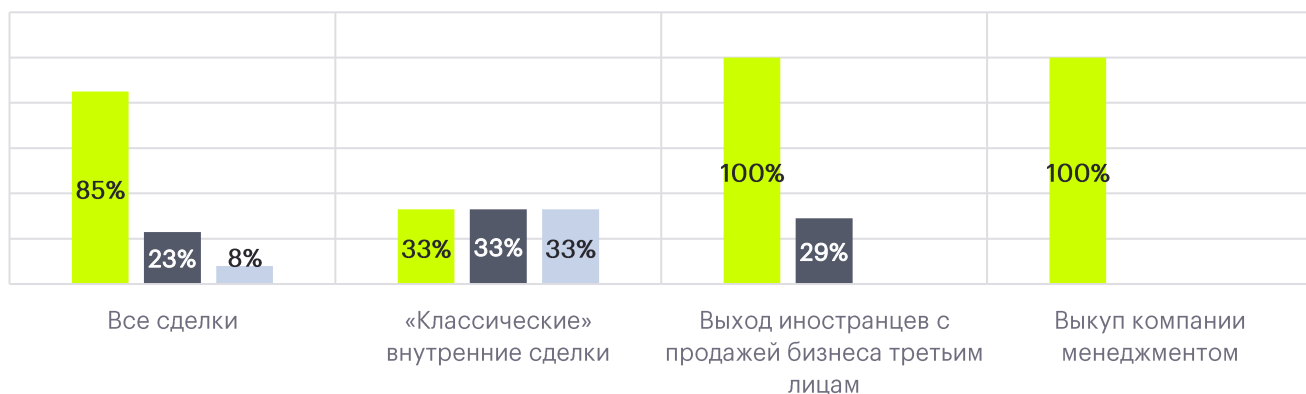


Выкуп компании
менеджментом
(со средним сроком
6 лет 7 месяцев)



■ Нет
■ Да

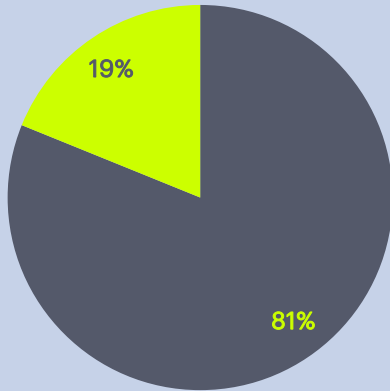
Меры ответственности за нарушение обязательств о неведении конкурирующей деятельности



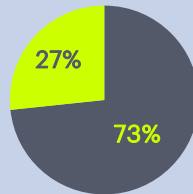
- Убытки/потери (в зависимости от согласованной юридической формы обязательства) без фиксированной суммы
- Штрафная неустойка (неустойка/фиксированные потери + убытки/потери без фиксированной суммы)
- Неустойка/фиксированный размер потерь (в зависимости от согласованной юридической формы обязательства)

Обязательство о непереманивании работников (*non-solicitation*)

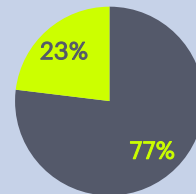
Все сделки
(со средним сроком
обязательства 3 года 4 месяца)



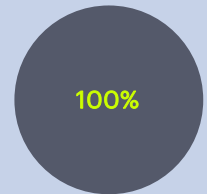
«Классические»
внутренние сделки
(со средним сроком
3 года 9 месяцев)



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам
(со средним сроком
3 года)

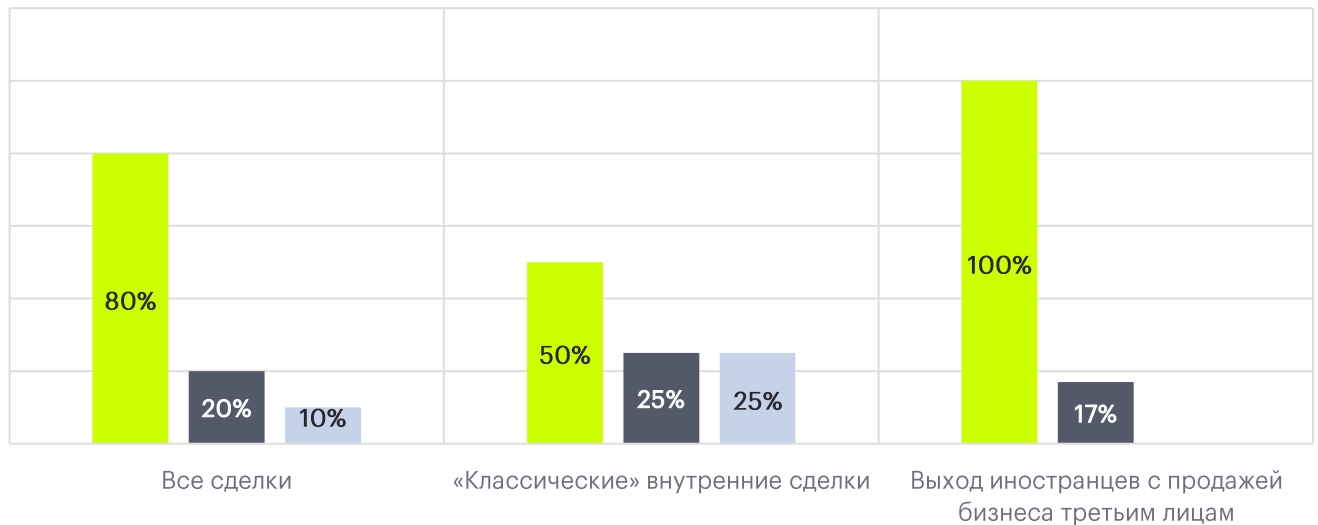


Выкуп компании
менеджментом



■ Нет
■ Да

Меры ответственности за нарушение обязательств о непереманивании работников (*non-solicitation*)



- Убытки/потери (в зависимости от согласованной юридической формы обязательства) без фиксированной суммы
- Штрафная неустойка (неустойка/фиксированные потери + убытки/потери без фиксированной суммы)
- Неустойка/фиксированный размер потерь (в зависимости от согласованной юридической формы обязательства)

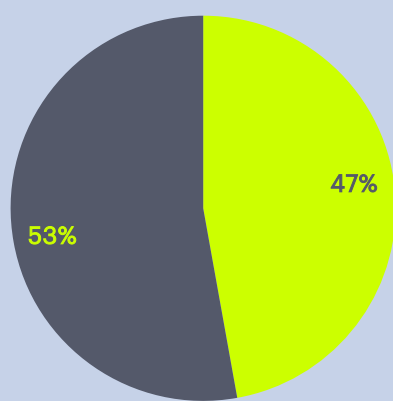
5. Комплексная проверка

Комплексная проверка является одним из ключевых элементов сделки M&A, который характерен для любого процесса приобретения бизнеса. И, скорее, исключением являются те случаи, когда покупатель

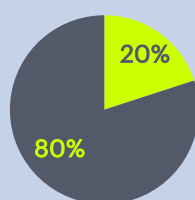
приобретает актив без его предварительной комплексной проверки. Этот вывод подтверждают и результаты нашего статистического исследования.

Проводилась ли комплексная проверка актива (*due diligence*)?

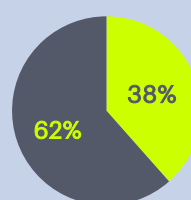
Все сделки



«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом



Вместе с тем, степень глубины и объем вопросов, покрываемых проверкой, различаются в зависимости от сделки и, как правило, определяются практикой лица, проводящего проверку, и обстоятельствами сделки.

Обычно подавляющее большинство комплексных проверок проводится покупателем, что выглядит логично — покупатель приобретает актив и сам решает, что необходимо проверить для того, чтобы принять коммерческое решение о том, чтобы идти в сделку, согласовать покупную цену или иные защитные механизмы.

Вместе с тем, в практике сделок M&A встречаются комплексные проверки, которые проводятся продавцом (*vendor due diligence*).

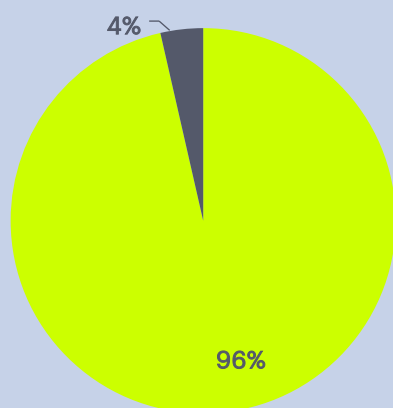
Традиционно подобного рода проверки проводятся в тех случаях, когда продавцы объявляют конкурс среди нескольких потенциальных покупателей по продаже своего бизнеса, где презентуют продаваемую компанию. Подобные отчеты о комплексной проверке имеют свою специфику и, как правило, не являются весьма глубокими по своему юридическому содержанию — продавец, презентуя бизнес, хочет показать его с наиболее выгодной точки зрения. Соответственно, далеко не всегда такая проверка позволяет покупателю иметь какое-либо объективное представление о том или ином аспекте деятельности компании.

На первый взгляд может показаться, что на российском рынке сделок M&A 2022–2023 годов с резко возросшим числом сделок, совершаемых в рамках аукционов среди нескольких потенциальных

покупателей, должно было возрасти и число комплексных проверок, которые проводятся продавцом (*vendor due diligence*), но это далеко не так, что подтверждают и наши статистические данные в этой части.

Кто проводил проверку

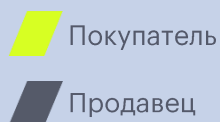
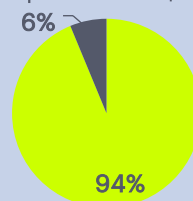
Все сделки



«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Сохранение более традиционного баланса между проведением проверки покупателем или, наоборот, продавцом, несмотря на рост сделок, совершаемых в рамках аукционов, легко объясним внешними

коммерческими обстоятельствами — продавцы были заинтересованы продать актив в состоянии «as is» в максимально короткие сроки и с наименьшими финансовыми расходами со своей стороны.

6. Обязательства возмещения потерь / заверения об обстоятельствах

Обязательства возмещения потерь (*indemnities*) и заверения об обстоятельствах (*warranties*) являются одними из ключевых механизмов защиты покупателя при приобретении бизнеса.

Процесс согласования данных инструментов определяется путем переговоров и зависит от особенностей каждой конкретной сделки. Вместе с тем, как правило, заверения об обстоятельствах (*warranties*) покрывают широкий перечень бизнес-вопросов, а обязательства возмещения потерь (*indemnities*) — более узкий круг наиболее важных моментов, к которым можно отнести вопросы титула на продаваемые акции/доли и ключевые для бизнеса активы, налоговые вопросы, вопросы надлежащей подготовки отчетности, а также конкретные риски, выявленные в ходе комплексной проверки.

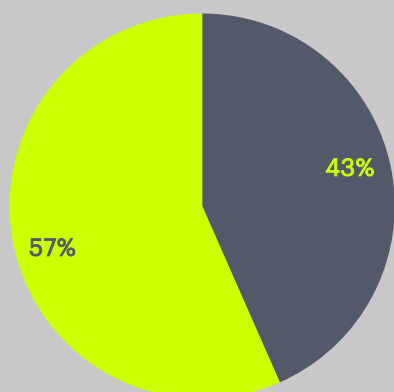
Волна сделок по выходу иностранных компаний из российского бизнеса внесла несколько иные правила — обычно продавец ограничивается предоставлением

минимального набора заверений об обстоятельствах и не готов предоставлять какие-либо обязательства возмещения потерь. Это связано главным образом с тем, что продавец продает бизнес в формате «as is» и считает покупную цену несколько заниженной по сравнению с покупной ценой, которая могла бы быть согласована в иной геополитической ситуации. Отдельно отметим, что в случаях продажи бизнеса в пользу менеджмента данный подход можно назвать логичным и в определенной мере обоснованным — менеджмент хорошо знаком с деятельностью компании и сам принимал участие в принятии операционных решений. Однако в случае продажи бизнеса третьему лицу, покупатель вряд ли согласится на подобное ограничение заверений об обстоятельствах и отсутствие механизма возмещения потерь.

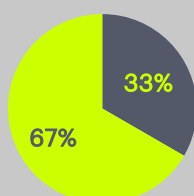
Ниже мы суммировали основные статистические данные по данному аспекту сделок M&A.

Предусмотрены ли в документах по сделке обязательства возмещения потерь (*indemnities*)?

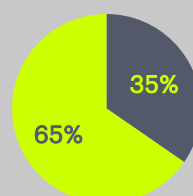
Все сделки



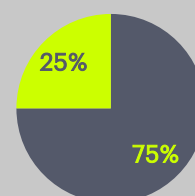
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам

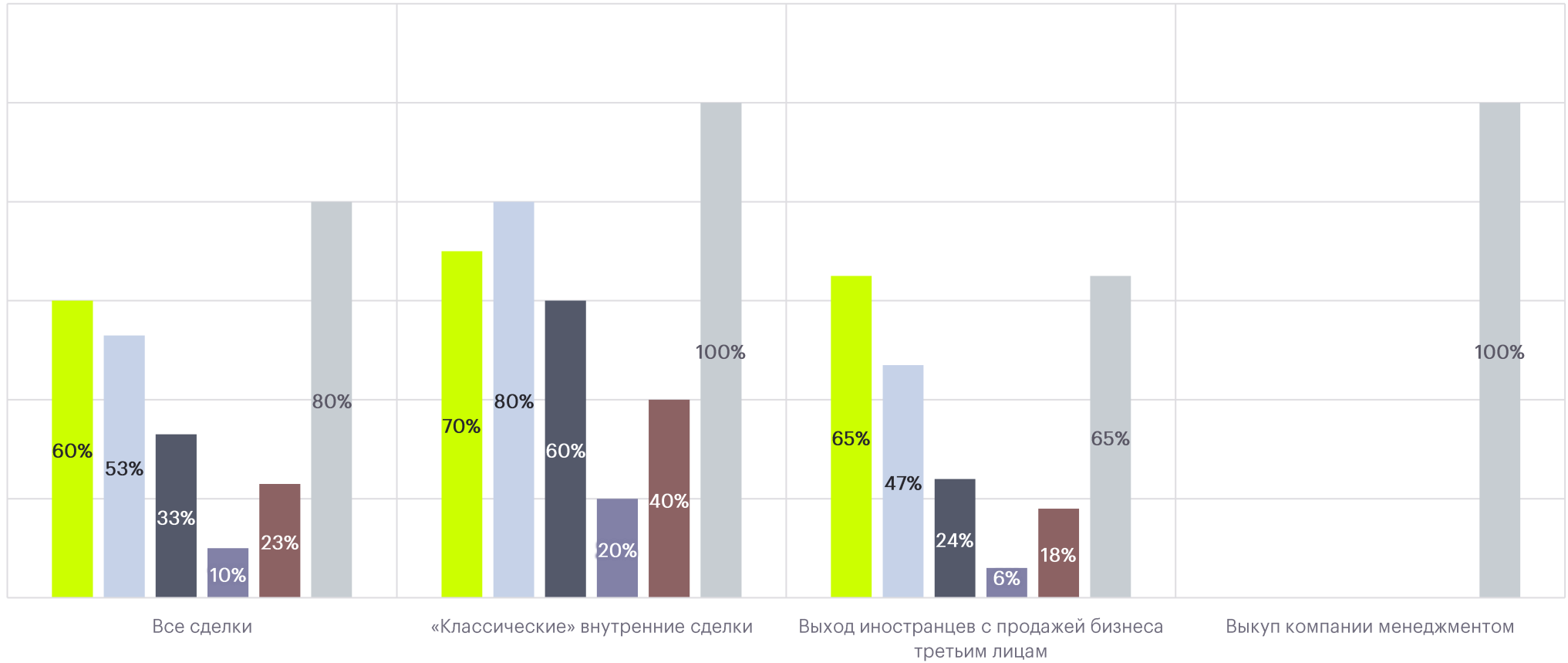


Выкуп компании менеджментом



Да, предусмотрено
Не предусмотрено

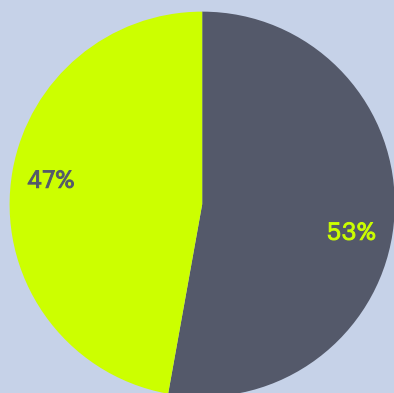
Какие вопросы покрывают обязательства возмещения потерь (*indemnities*)



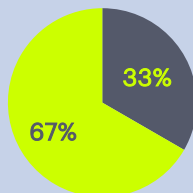
- Титул на акции / доли
- Налоговые вопросы
- Наличие обязательств, не отраженных в отчетности / забалансовых обязательств
- Утрата прав на лицензии / ключевые разрешения
- Утрата прав на ключевые активы (недвижимость, IP)
- Прочее

Предусмотрены ли в документах по сделке заверения об обстоятельствах (*warranties*) в отношении бизнес-вопросов?

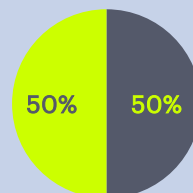
Все сделки



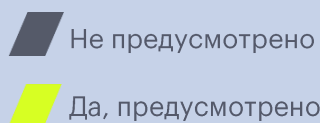
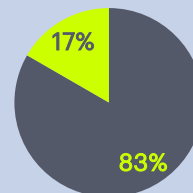
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам

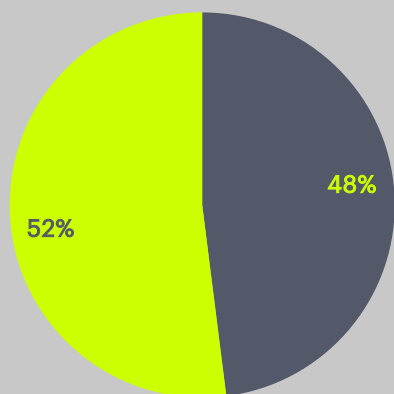


Выкуп компании менеджментом

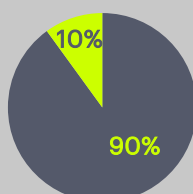


Какие сферы покрывают заверения об обстоятельствах (*warranties*) в отношении бизнес-вопросов?

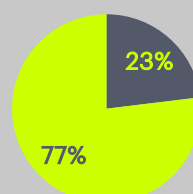
Все сделки



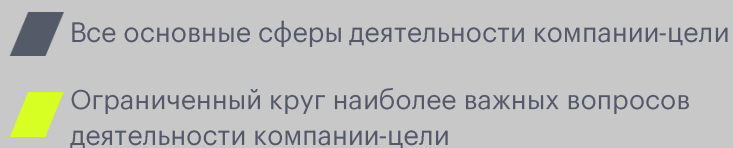
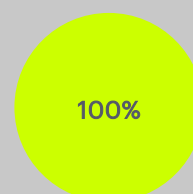
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом



7. Ограничение ответственности продавца

Положения по ограничению ответственности продавца тесно связаны с объемом обязательств продавца по документации, в которые главным образом включаются обязательства продавца в рамках возмещения потерь (*indemnities*) и заверений об обстоятельствах (*warranties*).

Традиционно способы ограничения ответственности продавца по сделкам M&A можно условно разделить на две большие группы:

1. Количественные ограничители, среди которых можно выделить:

- a. временные:
 - i. ограничение по сроку уведомления продавца о фактах и обстоятельствах, которые могут послужить основанием для направления к нему требования;
 - ii. ограничение по сроку инициирования судебного или арбитражного разбирательства после того, как материализовались основания для предъявления требования к продавцу; и
 - iii. ограничение периода времени после даты завершения сделки, в течение которого покупатель вправе предъявить какие-либо требования к продавцу (например, три года с даты завершения сделки);

b. денежные:

- i. установление минимальной суммы для каждого требования (*de minimis*);
- ii. установление минимальной суммы для группы требований (*basket*); и
- iii. установление максимальной суммы, которой ограничивается ответственность продавца по всем требованиям;

2. Качественные ограничители, например:

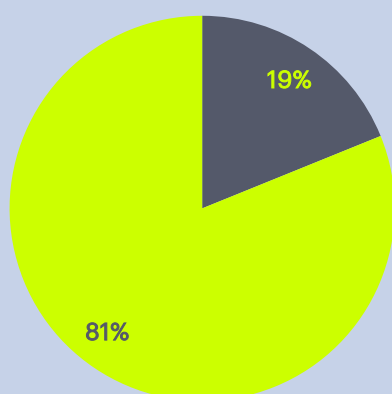
- a. подтверждение требований окончательным решением государственного органа;
- b. совместное ведение судебных разбирательств в связи с требованиями третьих лиц (*conduct of claims*);
- c. ограничение в связи с изменением применимого законодательства и учетной политики приобретаемой компании, действиями (бездействием) покупателя (его аффилированных лиц); и
- d. ограничение в отношении обстоятельств, раскрытых в письме о раскрытии информации, публичных источниках и т. д.

Для сделок по выходу иностранцев в 2022–2023 годах характерно максимальное ограничение ответственности продавца. В частности, мы видим весьма небольшие сроки предъявления требования и сниженные общие суммы ответственности.

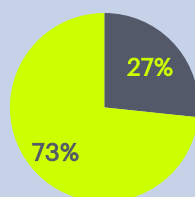
Ниже мы суммировали основные статистические данные по данному аспекту сделок M&A.

Совокупный максимальный лимит ответственности продавца

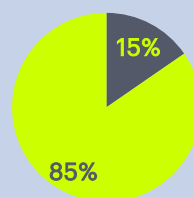
Все сделки
(в среднем 93% от суммы сделки)



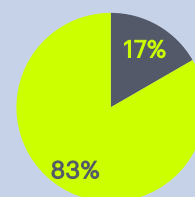
«Классические»
внутренние сделки
(100% от суммы сделки)



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам
(в среднем 87% от суммы
сделки)



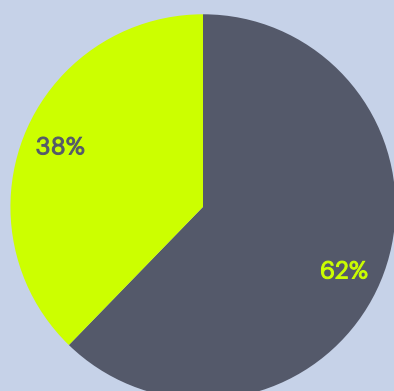
Выкуп компании
менеджментом
(100% от суммы сделки)



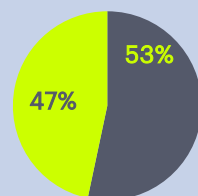
■ Не предусмотрен
■ Да, предусмотрен

Ограничение по минимальной сумме отдельного требования (*de minimis*)

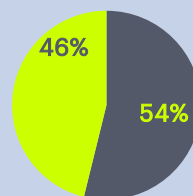
Все сделки
(в среднем 0,29%)



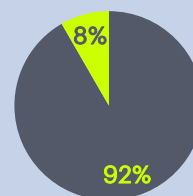
«Классические»
внутренние сделки
(в среднем 0,38%)



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам
(в среднем 0,22%)



Выкуп компании
менеджментом
(в среднем 0,29%)

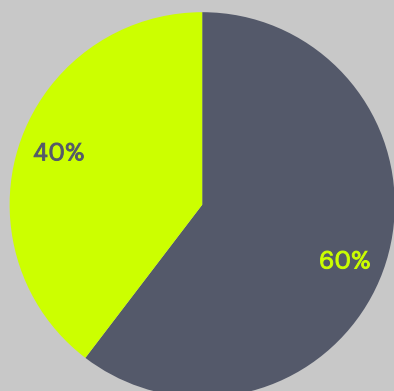


■ Не предусмотрен

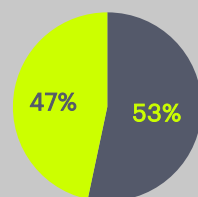
■ Да, предусмотрен

Ограничение по минимальному совокупному размеру предъявленных требований (*basket*)

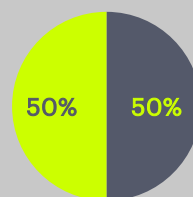
Все сделки
(в среднем 1,5%)



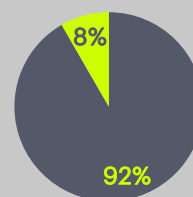
«Классические»
внутренние сделки
(в среднем 1,75%)



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам
(в среднем 1,32%)



Выкуп компании
менеджментом
(в среднем 1,5%)

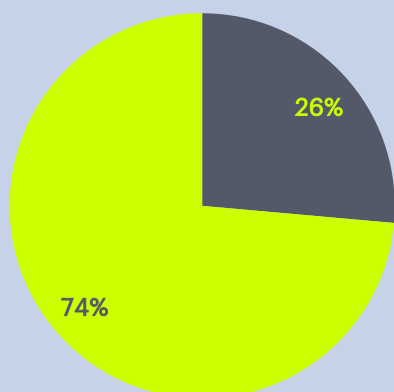


■ Не предусмотрен

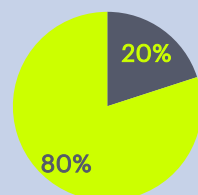
■ Да, предусмотрен

Ограничение по срокам предъявления требований

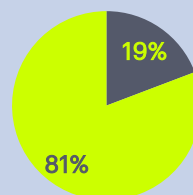
Все сделки



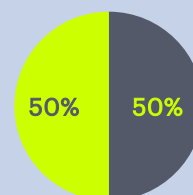
«Классические»
внутренние сделки



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам



Выкуп компании
менеджментом



■ Не предусмотрено

■ Да, предусмотрено

Пределный срок предъявления по следующим категориям требований

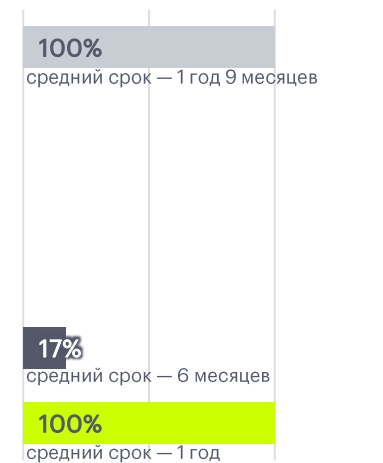
Все сделки



«Классические» внутренние сделки

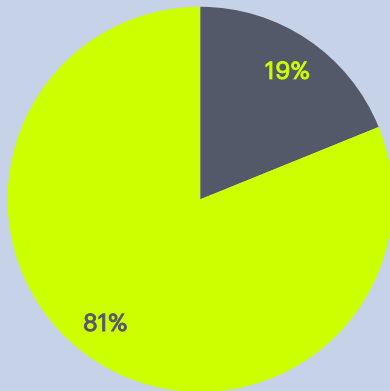
Выход иностранцев с продаж бизнеса третьим лицам

Выкуп компании менеджментом

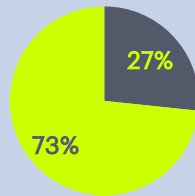


Письмо о раскрытии

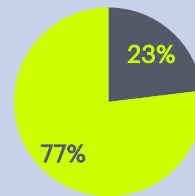
Все сделки



«Классические»
внутренние сделки



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам



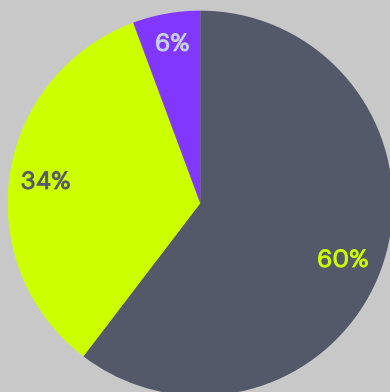
Выкуп компании
менеджментом



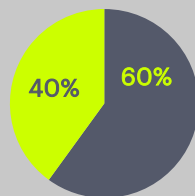
■ Да, предусмотрено
■ Не предусмотрено

Ограничение на взыскание упущенной выгоды

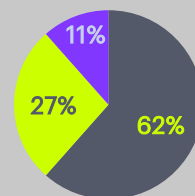
Все сделки



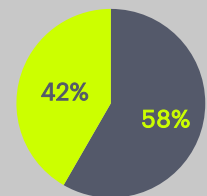
«Классические»
внутренние сделки



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам



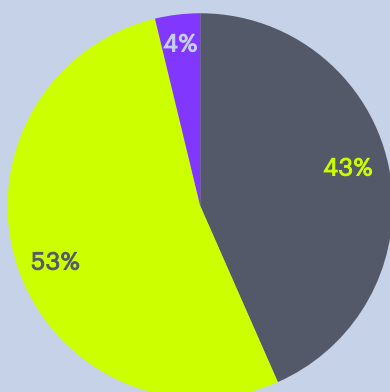
Выкуп компании
менеджментом



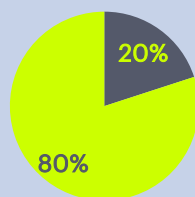
■ Да, предусмотрено по всем категориям
■ Нет, не предусмотрено ни по одной из категорий
■ Только по отдельным категориям

Ограничение на взыскание косвенных убытков (indirect losses)

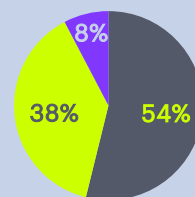
Все сделки



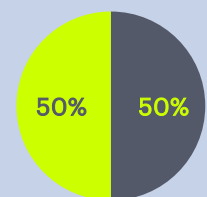
«Классические»
внутренние сделки



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам



Выкуп компании
менеджментом



■ Да, предусмотрено по всем категориям
■ Нет, не предусмотрено ни по одной из категорий
■ Только по отдельным категориям

8. Ограничение ответственности покупателя

Как правило, основные обязательства покупателя по сделкам M&A ограничиваются обязательствами по уплате покупной цены. Это обязательство по своей коммерческой сути довольно сложно ограничить, за исключением ограничения в виде общей суммы штрафных санкций на случай его нарушения⁴. С учетом этого, положения по ограничению ответственности покупателя по сделкам M&A, как правило, встречаются весьма редко.

Вместе с тем, одной из особенностей сделок по выходу иностранных компаний с российского рынка, которые совершались в 2022–2023 годах, является включение в документацию большого количества обязательств покупателя, помимо обязательств по уплате покупной цены (например, обязательств по переименованию компании,

предоставлению отчетности в течение определенного периода после закрытия сделки, расторжению или заключению каких-либо договоров после закрытия сделки). Это обычно связано с тем, что актив не готовился к продаже специально и «вынимался» из группы продавца в экстренном формате. Поэтому продавец хочет максимально закрыть свои риски, в том числе, предусмотрев отдельные денежные обязательства покупателя в виде обязательств возмещения потерь (*indemnities*) или иным образом. С учетом этого, в подобных сделках возникает вопрос о необходимости ограничения ответственности покупателя.

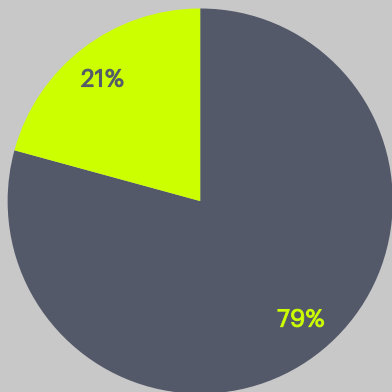
Ниже мы суммировали основные статистические данные по данному аспекту сделок M&A.



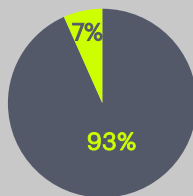
⁴ При этом в отношении обязательств по уплате покупной цены можно согласовать обеспечительные механизмы, о чем см. раздел «9. Обеспечение исполнения обязательств».

Иные положения по ограничению ответственности покупателя, помимо максимального лимита ответственности покупателя

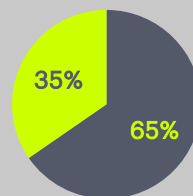
Все сделки



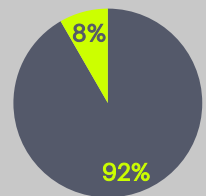
«Классические»
внутренние сделки



Выход иностранцев
с продажей бизнеса
третьим лицам



Выкуп компании
менеджментом



■ Не предусмотрены

■ Да, предусмотрены

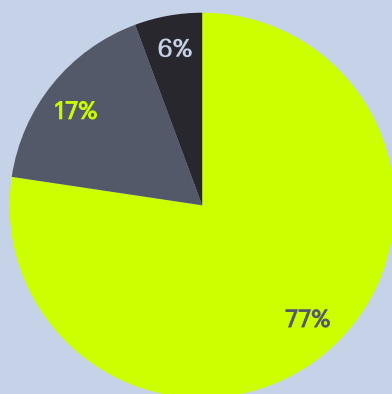
9. Обеспечение исполнения обязательств

Как мы уже говорили выше, основным обязательством покупателя по сделке M&A является обязательство по уплате покупной цены и, соответственно, в тех случаях, когда

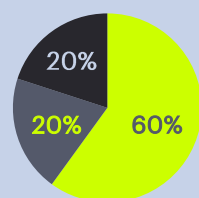
речь не идет об ее уплате в полном размере до передачи актива, может возникнуть вопрос о согласовании способов обеспечения исполнения таких обязательств.

Наличие обеспечительных механизмов в отношении уплаты покупной цены (эскроу, аккредитив)

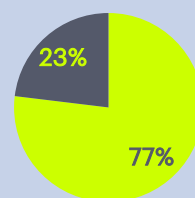
Все сделки



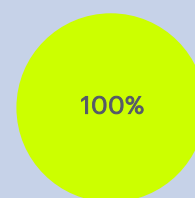
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом



Нет

Да, аккредитив

Да, эскроу

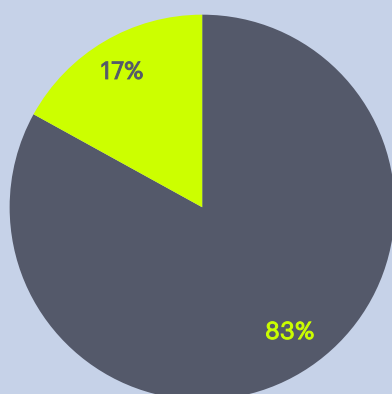
Пусть и реже, но аналогичный вопрос возникает и при необходимости обеспечить надлежащее исполнение обязательств продавца в рамках сделки. Как правило, в данном случае речь идет об обеспечении исполнения обязательств продавца в рамках

возмещения потерь (*indemnities*) и заверений об обстоятельствах (*warranties*).

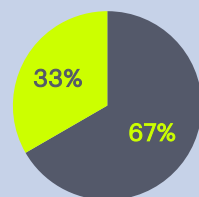
Ниже мы суммировали основные статистические данные по данному аспекту сделок M&A.

Обеспечение исполнения обязательств продавца

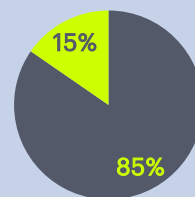
Все сделки



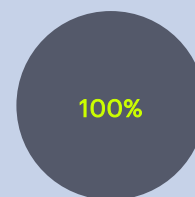
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом

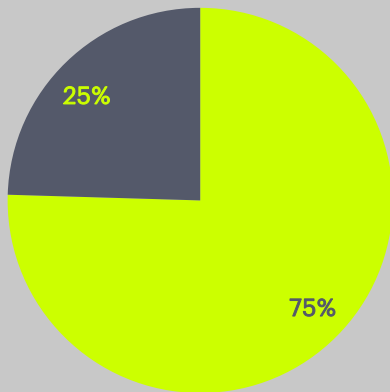


Не предусмотрено

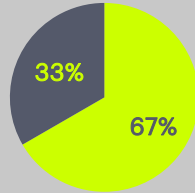
Да, предусмотрено

Обеспечение исполнения обязательств покупателя

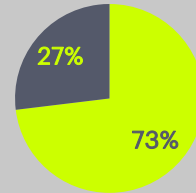
Все сделки



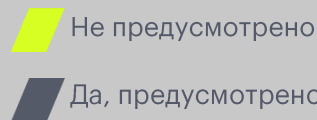
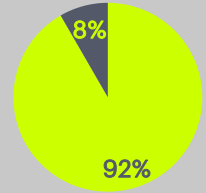
«Классические» внутренние сделки



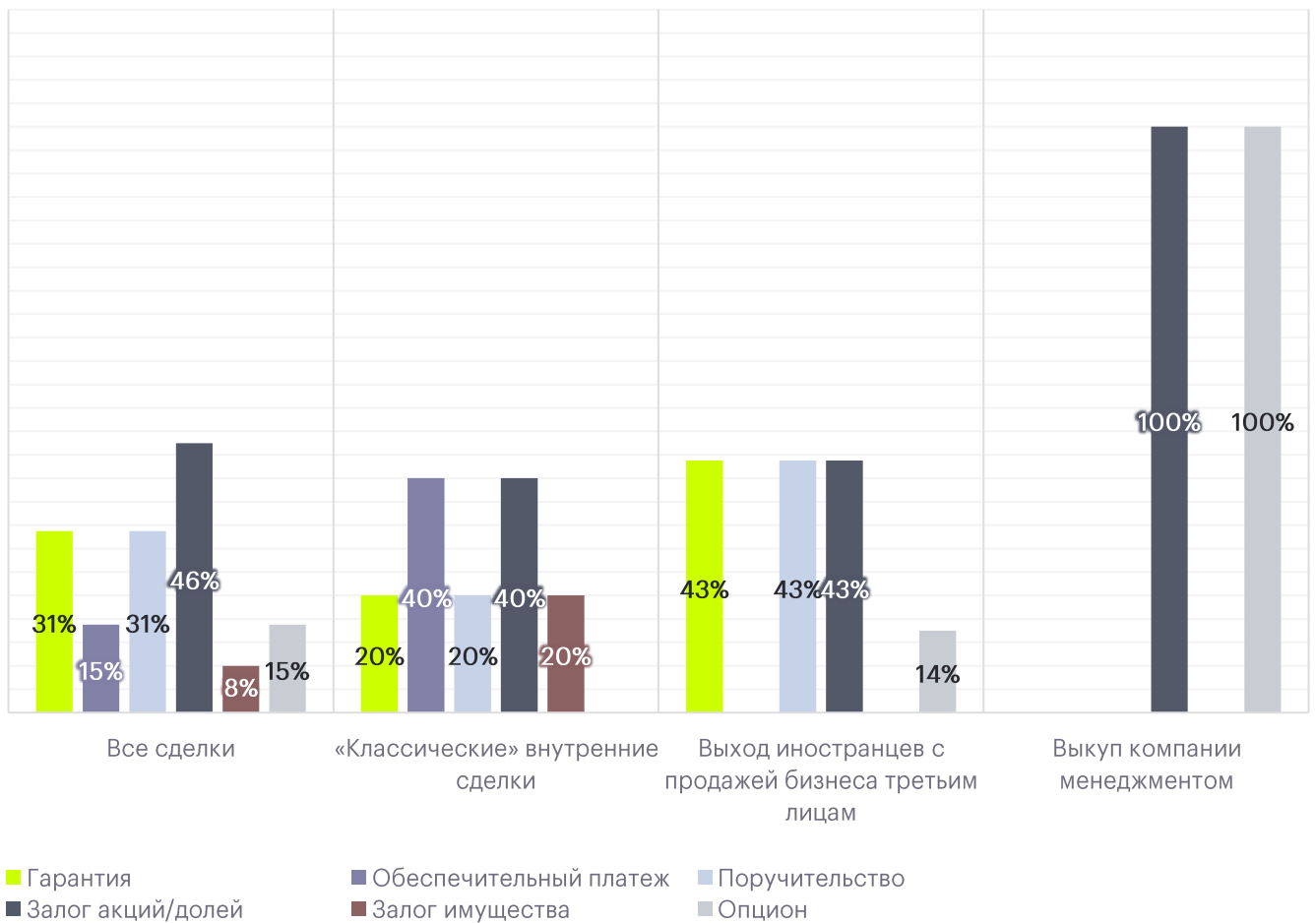
Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом



Виды обеспечения исполнения обязательств покупателя



10. Обратные опционы

Как правило, для сделок M&A условие об обратном опционе продавца на продаваемый актив не является весьма характерным.

Вместе с тем, применительно к сделкам по выходу иностранных компаний с российского рынка, которые совершались в 2022–2023 годах, все чаще возникают вопросы о необходимости включения в документацию положений об обратном опционе. Однако, как показывает наш опыт и статистика

ниже, в итоговую версию транзакционной документации эти положения включаются относительно не часто, что, на наш взгляд, объяснимо широкой неопределенностью в отношении возникновения оснований для обратной продажи актива и рыночных условий к тому моменту.

Ниже мы суммировали основные статистические данные по данному аспекту сделок M&A.



11. Применимое право

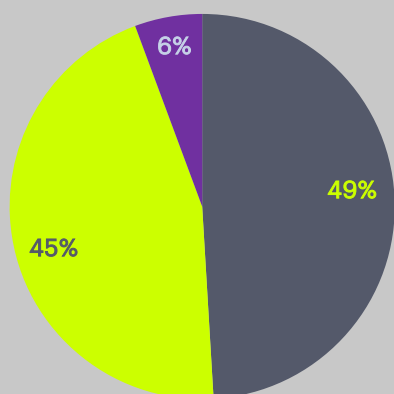
Как мы уже отмечали выше, до 2022 года мы наблюдали определенную тенденцию к тому, что сделки M&A стали чаще подчиняться российскому праву. Вместе с тем, сделки по выходу иностранных инвесторов, как правило, подчинялись наиболее комфортному для продавцов праву и, с учетом этого, помимо английского права, традиционного для российского рынка сделок M&A, в 2022–2023 годах мы видели большое разнообразие права, применимого к документам по сделкам — австрийское, гонконгское, немецкое, финское, французское и др. Отметим, что в итоговых статистических данных, приведенных ниже, разнообразие юрисдикций может быть не столь широким, так как в наш обзор входили только те сделки,

по которым была юридически обязывающая документация непосредственно в отношении наших клиентов.

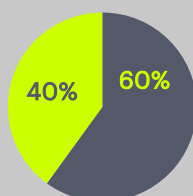
Что касается дальнейших перспектив и тенденций в отношении права применимого к документам по сделкам — на наш взгляд, в ближайшей перспективе большинство сделок будет подчиняться российскому праву. Это связано как с текущей геополитической ситуацией и санкционным режимом, существенным образом ограничивающим для иностранных консультантов возможность работы и консультирования по российским сделкам, так и в целом с достаточным уровнем развития традиционных для рынка сделок M&A институтов в российском праве.

Право, применимое к основному документу по сделке

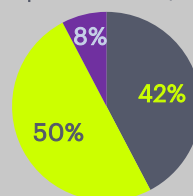
Все сделки



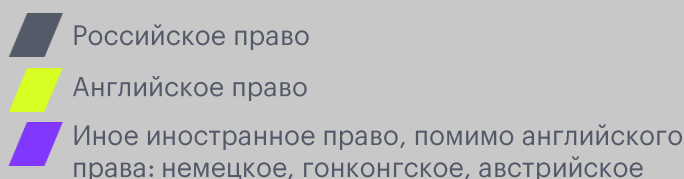
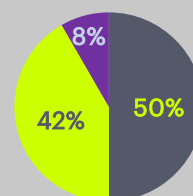
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам

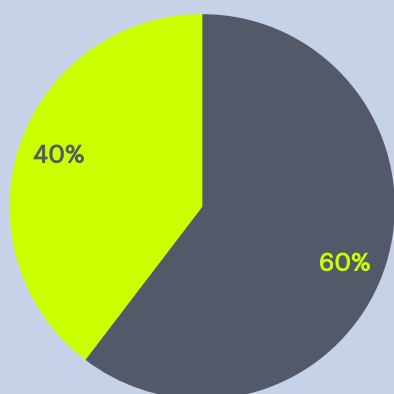


Выкуп компании менеджментом

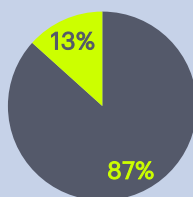


Регулируются ли все документы по сделке одним и тем же правом?

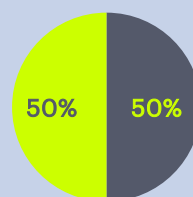
Все сделки



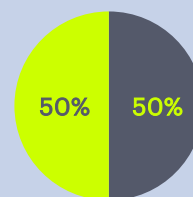
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом



12. Разрешение споров

Что касается форума для разрешения споров, мы видим определенную тенденцию на возрастание популярности арбитража в сравнении с государственными судами. В целом, это логично для комплексных сделок M&A, в спорах по которым для сторон важна экспертиза арбитров применительно к определенной узкой области.

В любом случае, напомним, что ключевым условием для передачи корпоративного спора в арбитраж является наличие у арбитражного института статуса постоянно действующего арбитражного учреждения («ПДАУ»). В настоящее время статус ПДАУ был присвоен:

- семи российским арбитражным учреждениям, основными из которых являются:
 - Российский арбитражный центр при автономной некоммерческой организации «Российский институт современного арбитража» («РАЦ»);
 - Международный коммерческий арбитражный суд при Торгово-промышленной палате Российской Федерации («МКАС»);
 - Арбитражный центр при Российском союзе промышленников и предпринимателей.

четырем иностранным арбитражным учреждениям:

- Гонконгский международный арбитражный центр («HKIAC»);
- Венский международный арбитражный центр («VIAC»);
- Сингапурский международный арбитражный центр («SIAC»); и
- Международный арбитражный суд при Международной торговой палате («ICC»).

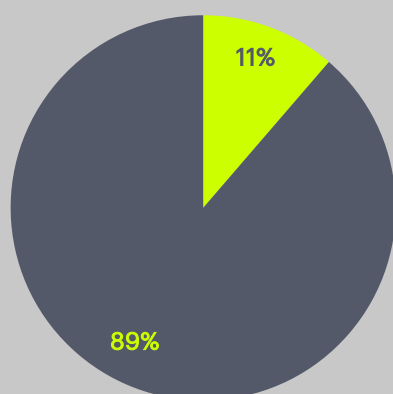
Вместе с тем, в зависимости от категории корпоративного спора российским законодательством могут быть предусмотрены дополнительные требования к арбитражу (например, требование о месте арбитража на территории Российской Федерации или наличие у арбитражного института депонированных и размещенных в сети «Интернет» правил разбирательств корпоративных споров).

В сделках по выходу иностранцев более чем в 90% случаев стороны выбирают арбитраж, среди которого наиболее популярным форумом является HKIAC.

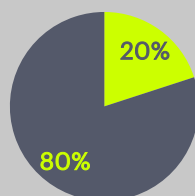
Ниже мы суммировали основные статистические данные по данному аспекту сделок M&A.

Порядок разрешения споров

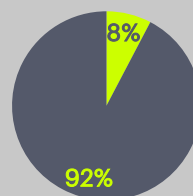
Все сделки



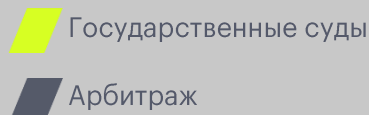
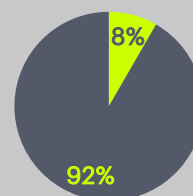
«Классические» внутренние сделки



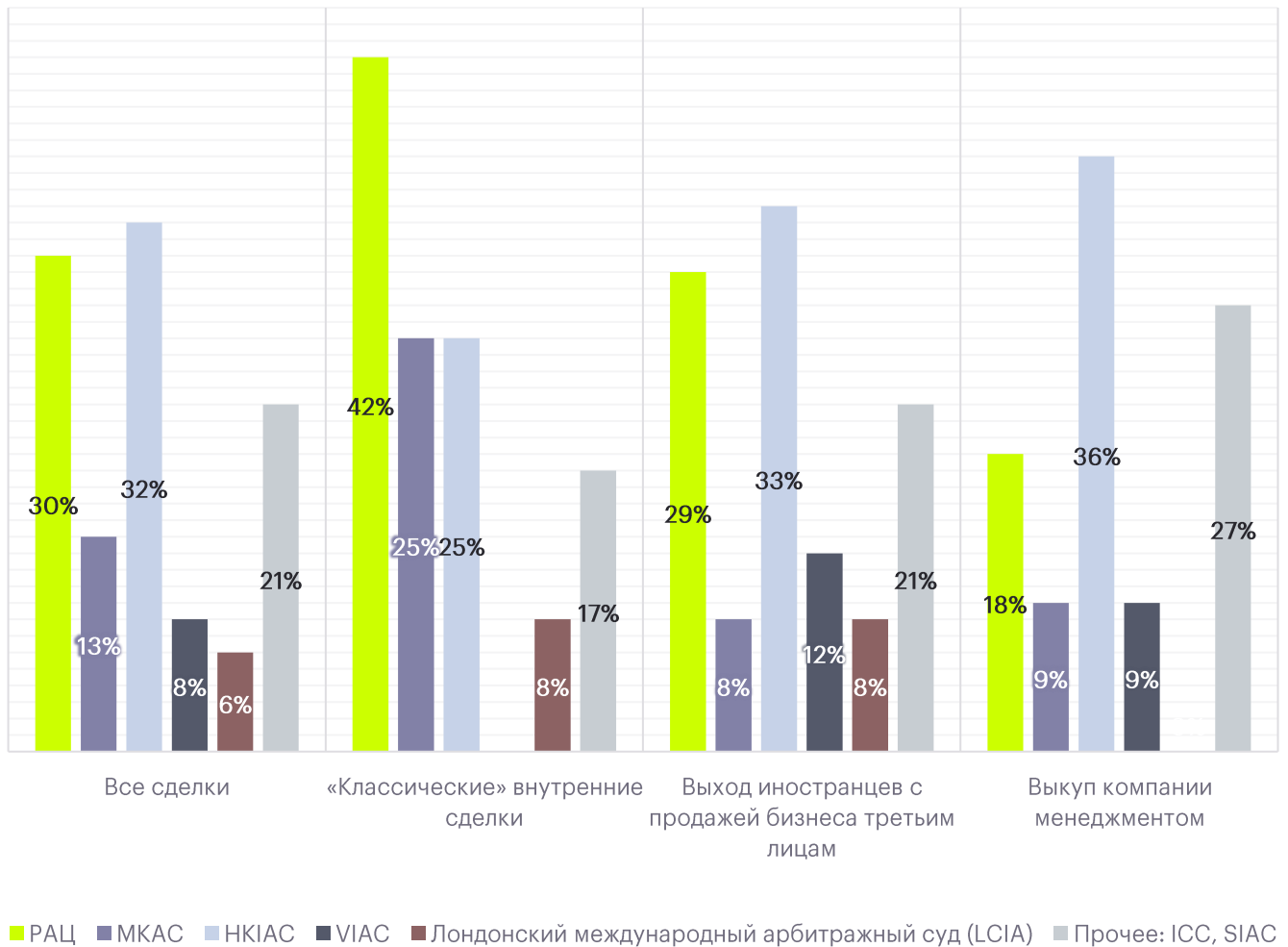
Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом

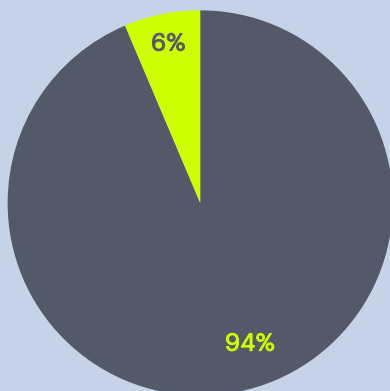


Арбитражный институт (если споры из документов по сделке разрешаются в арбитраже)

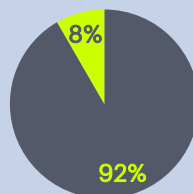


Обычная или каскадная арбитражная оговорка (если споры из документов по сделке разрешаются в арбитраже)

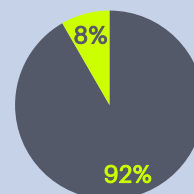
Все сделки



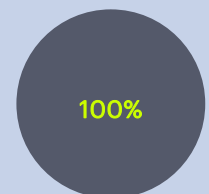
«Классические» внутренние сделки



Выход иностранцев с продажей бизнеса третьим лицам



Выкуп компании менеджментом



- Обычная оговорка с одним арбитражным институтом
- Каскадная арбитражная оговорка с несколькими арбитражными институтами

Авторы



Евгений Глухов
Партнер



Денис Гаврилов
Партнер



Евгения Кудряшова
Советник



Семен Демченко
Юрист



Анастасия Щорс
Помощник юриста



Наталья Бабенкова
Специалист отдела
маркетинга и развития бизнеса

Благодарности

Наш аналитико-статистический обзор является результатом кропотливого труда десятков сотрудников Denno. Мы хотели бы поблагодарить всех, кто был вовлечен в работу на разных этапах исследования: заполнения и согласования анкет, сбора и сведения информации, анализа и визуализации данных, редактирования и верстки отчета, — и выразить особую признательность Ольге Авериной, Марии Альтерман, Руслану Байгарину, Елизавете Бекмулаевой, Марии Винокуровой, Мухамеду Евлоеву, Алене Жарковой, Святославу Изюрьеву, Леониду Кропотову, Марии Круговых, Анне Крутик, Александре Кузнецовой, Анне Литовченко, Александру Мысову, Дарье Питаленко, Сунь Цзюто, Карену Хачатуряну, Александре Черкевич, Марии Шевченко и Марии Шереметьевой.

И конечно, мы бы хотели поблагодарить наших клиентов за доверие, без которого у нас бы точно не было возможности работать над таким внушительным количеством сложных и интересных сделок, а значит, и не было бы возможности подготовить этот обзор.



Приглашаем в Telegram-канал Denuo. Мы делимся полезной информацией об актуальных вопросах права, отвечаем на вопросы, рассказываем об особенностях работы в команде, профессионального развития, work-life balance и многом другом.

<https://t.me/denuolaw>



Официальный канал Denuo на YouTube. Здесь мы публикуем записи вебинаров с участием наших юристов на актуальные юридические темы.

<https://www.youtube.com/@denuolegal>



Вопросы, затронутые в данной публикации, рассматриваются в порядке общего ознакомления и обсуждения. Они не заменяют правовой консультации и не должны использоваться вместо нее в какой бы то ни было конкретной ситуации. Denuo не принимает на себя ответственности за какие бы то ни было действия или бездействие третьих лиц на основании этой публикации.