

## Актуальные модели сделок M&A



**Пермякова Светлана**

Старший юрист  
юридической фирмы  
«Томашевская и партнеры»



**Савельев Петр**

Помощник юриста  
юридической фирмы  
«Томашевская и партнеры»

На фоне изменений в мировой политической ситуации российский рынок сделок по слиянию и поглощению трансформировался. Ниже представлен обзор ключевых тенденций 2022 и 2023 гг. В частности, рассматриваются следующие вопросы:

- особенности сделок, связанных с выходом иностранцев из российских активов;
- особенности сделок россиян с иностранными активами;
- особенности сделок на внутреннем рынке между российскими сторонами (редомициляция в РФ и дружественные юрисдикции);
- разрешение споров.

### ОСОБЕННОСТИ СДЕЛОК, СВЯЗАННЫХ С ВЫХОДОМ ИНОСТРАНЦЕВ ИЗ РОССИЙСКИХ АКТИВОВ

Заметной чертой сделок M&A с участием иностранных собственников стало преобладание

регуляторных вопросов и вопросов проведения расчетов над коммерческими.

**Главной проблемой оказались именно механизмы расчетов. С учетом новых санкций со стороны недружественных государств и ответными мерами России возможные варианты расчетов существенно сократились. Если сделка требует одобрения Правительственной комиссии по осуществлению иностранных инвестиций (далее — Правкомиссия), покупатели обладают очень скудным инструментарием, позволяющим рассчитываться с контрагентами из недружественных стран<sup>1</sup>:**

- оплата в рублях на счет продавца в российском банке без перевода денежных средств за пределы РФ;

<sup>1</sup> Выписка из решения подкомиссии Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации от 07.07.2023 № 171/5, п. 1, подп. 9.

- оплата на счет типа «С», средства с которого могут использоваться только в определенных целях (например, уплата налогов или банковские комиссии<sup>2</sup>);
- оплата на зарубежный счет продавца при наличии рассрочки платежа.

Очевидно, что представленные варианты не удовлетворяют интересам иностранных продавцов. В свою очередь, российский покупатель сталкивается с невозможностью напрямую оплатить актив продавцу и исполнить свои обязательства по сделке. В связи с этим стороны вынуждены искать и использовать альтернативные инструменты оплаты, что приводит либо к усложнению структуры платежей и, как следствие, — самой сделки, либо к увеличению времени между подписанием сделки и проведением расчетов.

Поскольку такие ограничения лишают стороны уверенности в получении оплаты, они стремятся быстрее получить деньги, из-за чего в жертву приносятся механизмы удержания покупной цены или ее корректировки, в частности, исключаются условия, позволяющие покупателю корректировать сумму сделки на основе будущих результатов деятельности приобретаемой компании (earn out). Нередки случаи, когда собственники из недружественных стран продают активы по номинальной стоимости.

## Второй значимый аспект, влияющий на сделки, связанные с выходом иностранных

инвесторов, — необходимость получения согласия на их совершение. Это сопряжено с соблюдением целого ряда требований<sup>3</sup>.

1

Особый порядок определения и уплаты покупной цены:

- проведение независимой оценки рыночной стоимости активов оценщиком, рекомендованным Правкомиссией, с подтверждением экспертным заключением;
- продажа активов с дисконтом не менее 50% от рыночной стоимости активов, определяемой согласно независимой оценке;
- направление в федеральный бюджет не менее 15% от рыночной стоимости активов;
- при наличии опциона на обратный выкуп: обратный выкуп актива по рыночной стоимости на дату реализации такого опциона;
- максимальный срок обратного опциона — не более двух лет.

2

Установление ключевых показателей эффективности (КПЭ) для покупателей или приобретаемого общества. Например, сохранение технологического потенциала, рабочих мест, основного вида экономической деятельности<sup>4</sup>. Исполнение КПЭ отслеживается профильным министерством.

3

Соответствие требованиям к сделкам (операциям), связанным с публичными акционерными обществами (ПАО) (если применимо):

- 2 Решение Совета директоров Банка России от 21.11.2022 «Об установлении режима счетов типа «С» для проведения расчетов и осуществления (исполнения) сделок (операций), на которые распространяется порядок исполнения обязательств, предусмотренный Указом Президента Российской Федерации от 5 марта 2022 года № 95 «О временном порядке исполнения обязательств перед некоторыми иностранными кредиторами», п. 1.1.
- 3 Выписка из решения подкомиссии Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации № 171/5 от 07.07.2023, п. 1.
- 4 На данный момент наиболее известный случай введения КПЭ связан с разрешением, предоставленным ООО «Бэст Прайс» — российской дочке холдинга Fix Price, на выплату дивидендов: [https://ir.fix-price.com/upload/iblock/3e6/fp2xnucafa2r19p3l1p27ru0xor84857/Press%20Release\\_Gov.%20permission\\_10Jan2024\\_rus.pdf](https://ir.fix-price.com/upload/iblock/3e6/fp2xnucafa2r19p3l1p27ru0xor84857/Press%20Release_Gov.%20permission_10Jan2024_rus.pdf). При этом параметры ключевых показателей не были раскрыты.

- если в результате сделки (операции) с акциями ПАО сохраняет свой статус:
  - размещение на организованных торгах до 20% от приобретаемого пакета акций;
  - начало размещения — не позднее года с даты сделки (операции), а срок его проведения — не более трех лет с даты начала такого размещения;
- при реорганизации хозяйственного общества в форме присоединения к ПАО:
  - размещение на организованных торгах акций ПАО, к которому осуществлено присоединение, в количестве, эквивалентном до 20% акций присоединенного общества с учетом коэффициента конвертации акций таких обществ при присоединении;
  - осуществление такого размещения в течение трех лет с даты сделки (операции);
- в случае прекращения публичного статуса ПАО или ликвидации такого общества в результате осуществления (исполнения) сделки (операции):
  - размещение на организованных торгах до 20% акций ПАО (вновь созданного или в результате приобретения АО публичного статуса);
  - приобретение АО публичного статуса и проведение такого размещения — не более трех лет с даты сделки (операции).

Описанные условия направлены на то, чтобы сохранить иностранный капитал в стране, делая процесс выхода из российских активов экономически невыгодным за счет создания неконкурентных условий сделки. Благодаря этим мерам количество и объем сделок в 2023 г. значительно снизились по сравнению с предыдущим годом — общий объем сделок составил 11,14 млрд долл. против 16,31 млрд долл. в 2022 г.

Из-за особого порядка продажи российских активов зарубежными инвесторами из недружественных стран активы зачастую стали приобретаться по принципу «как есть», то есть в том

состоянии, в каком они находятся на момент сделки, а покупатель принимает все недостатки. Эта модель предусматривает отказ от обширного перечня заверений об обстоятельствах, а также отказ от обязательств по возмещению потерь. Раньше такие сделки сопровождались тщательным due diligence, но в текущей ситуации, когда актив приобретается в нестандартных условиях, значимость результатов юридической проверки уменьшается, и они часто не влияют на цену или условия сделки. В связи с этим due diligence не проводится вовсе либо проводится в усеченном формате. Фокус при этом делается на титуле и лишь существенных вопросах для бизнеса.

**Еще один популярный тренд — выкуп долей или акций компании ее руководством (Management buyout или MBO). Как правило, этот метод применяется на рынке, когда контролирующее компанию лицо:**

- хочет быстро продать актив, но не может найти покупателя, готового заплатить справедливую цену;
- отказывается от ее финансирования в связи с экономической слабостью компании, в том числе из-за ограниченного доступа к зарубежным ресурсам;
- является иностранным собственником бизнеса и планирует позже вернуться на рынок. В таких случаях механизм MBO позволяет временно сохранить актив.

При продаже российских активов отдельные собственники сталкиваются с повышенным спросом из-за существенного занижения цены. В ряде случаев это привело к проведению параллельных переговоров по сделке или организации аукционов между потенциальными покупателями, что также отражает экстраординарный и нерыночный характер ситуации, сложившейся относительно иностранных инвестиций, замороженных в российских активах.

## ОСОБЕННОСТИ СДЕЛОК РОССИЯН С ИНОСТРАННЫМИ АКТИВАМИ

Санкционные риски неизбежно влияют на осуществление сделок российскими гражданами с иностранными активами. Основная проблема — потенциальные санкции от недружественных стран, в результате которых активы могут быть заморожены. По этой причине российские инвесторы все чаще выбирают для ведения бизнеса и инвестиций юрисдикции дружественных стран. Несмотря на то, что в настоящий момент наибольшую популярность имеет ОАЭ, ситуация на рынке может значительно поменяться за считанные месяцы, поэтому некоторые предприниматели присматриваются и к другим, более экзотическим юрисдикциям.

Тем не менее даже приобретение компаний в дружественных юрисдикциях не гарантирует полной безопасности от санкционных рисков. Например, при опосредованном инвестировании в компанию, которая ведет деятельность на территории недружественной страны, она также может быть подвергнута санкциям. Такое возможно в случае, когда в отношении инвестора из РФ были ранее введены персональные санкции ЕС, а он приобрел 50% долей (акций) в компании, которая хоть и находится в дружественной юрисдикции, но ее бизнес тесно связан с ЕС. Такая компания автоматически подпадает под санкции ЕС, что может сделать ее убыточной и препятствовать дальнейшему развитию. Это приводит к необходимости дополнительного структурирования владения активами.

Как и в случае с иностранными инвестициями в РФ, российские инвесторы в зарубежные активы также сталкиваются с вопросом усложнения расчетов, но несколько другого порядка. Так, российские покупатели сталкиваются с трудностями при открытии счетов в зарубежных банках и при выполнении платежных операций. Кроме того, счета россиян часто закрывают под тем

или иным предлогом. Вследствие этого стороны прибегают к использованию платежных шлюзов, агентов и альтернативных способов оплаты (зачет, отступное и т.п.), что может увеличивать издержки, а также усложнять процедуру осуществления сделки.

## ОСОБЕННОСТИ СДЕЛОК НА ВНУТРЕННЕМ РЫНКЕ МЕЖДУ РОССИЙСКИМИ СТОРОНАМИ

Другой особенностью сделок M&A в текущих реалиях является то, что холдинговые компании, владеющие российскими активами, зачастую зарегистрированы в недружественных России юрисдикциях. Для осуществления сделки необходимо исключить иностранное звено из цепочки владения. Для этого можно использовать один из следующих методов.

1

### Редомициляция в РФ (примеры: VK, TCS Group)

#### Плюсы:

- можно скрыть информацию о бенефициарах в российском реестре, что снизит риск введения санкций в отношении клиента, а также косвенных санкций США в отношении компании;
- налоговые льготы.

#### Минусы:

- займет от шести месяцев до одного года;
- необходимо осуществить инвестиции на сумму не менее 50 000 000 руб., кроме того, нужно передать создаваемому обществу имущество на 800 000 000 руб.;
- законодательство страны регистрации компании может не предусматривать возможность редомициляции.

2

**Редомициляция в дружественную юрисдикцию (наиболее подходящая юрисдикция — Казахстан)** (примеры: Polymetal, «Додо Пицца»)

**Плюсы:**

- не требуется минимальный размер инвестиций на территории Международного финансового центра «Астана»;
- отсутствие требований к минимальному размеру уставного капитала для частных компаний;
- гибкий учет прав на акции компаний (возможность ведения реестра акционеров частных компаний самостоятельно);
- небольшой регистрационный взнос за редомициляцию — 300 долл.;
- отсутствие жесткого регулирования одобрения сделок, что позволяет рассматривать указанные вопросы компанией самостоятельно (отражение условий в уставе).

**Минусы:**

- регистратор вправе отказать в редомициляции по мотивам целесообразности (если посчитает нужным), что создает риски неопределенности;
- необходимость структурирования дальнейших бизнес-процессов с российскими дочерними компаниями холдинга с учетом требований законодательства Казахстана.

3

**Процедуры вступления в прямое владение долями (акциями) в рамках Закона об экономически значимых организациях<sup>5</sup>** (примеры: X5 Retail Group, Альфа-Банк, «Азбука вкуса»)

5 Федеральный закон от 04.08.2023 № 470-ФЗ «Об особенностях регулирования корпоративных отношений в хозяйственных обществах, являющихся экономически значимыми организациями».

**Плюсы:**

- российские лица, владеющие экономически значимыми организациями через иностранные холдинговые компании (ИХК), могут исключить ИХК из цепочки владения, подав заявление в АС Московской области. Иск может быть подан также федеральным органом исполнительной власти (как в случае с X5 Retail Group), что снижает риски акционеров;
- быстрота процедуры, так как решение по делу выносится не позднее чем через месяц с даты принятия иска, без проведения предварительного заседания и сразу же вступает в силу;
- отсутствие обязательных требований, которые применяются к компании при такой принудительной редомициляции;
- нет необходимости получения согласования Федеральной антимонопольной службы России (ФАС), Банка России и Правкомиссии.

**Минусы:**

- подходит лишь для компаний, которые признаны экономически значимыми организациями.

4

**Покупка долей (акций) российских обществ у холдинговой компании**

**Плюс:**

- отсутствие обязательных требований, которые применяются к компании при редомициляции (будь то добровольной или принудительной).

**Минусы:**

- отсутствие налоговых льгот, получаемых компанией при добровольной редомициляции;

- возможная необходимость получения согласия на сделку со стороны иностранного регулятора, а также российской Правкомиссии, Банка России, ФАС.

Следует также отметить закрытый паевый инвестиционный фонд (ЗПИФ) как способ структурирования владения, который доказал свою практическую значимость (в частности, через ЗПИФ теперь структурирован бизнес Яндекса) для защиты покупателя или бизнеса от санкций после сделки. Особенность этих фондов заключается в том, что все операции внутри фонда освобождены от налогообложения. Это позволяет капиталу фонда расти быстрее, так как прибыль, полученная за время существования фонда, может быть полностью реинвестирована. Управляющая компания ЗПИФ удерживает налог на прибыль во время погашения или продажи паев, а также при выплате промежуточного дохода инвестору. ЗПИФ также предоставляет существенный уровень конфиденциальности, что делает его инструментом для защиты российских активов от международных санкций.

## РАЗРЕШЕНИЕ СПОРОВ

Из-за значительных изменений во внутреннем и международном бизнес-климате изменились предпочтения предпринимателей в выборе арбитражных центров для разрешения споров. В настоящее время при заключении сделок с иностранным элементом стороны часто предпочитают арбитражные центры дружественных (нейтральных) юрисдикций, среди которых наибольшей популярностью пользуется Гонконгский международный арбитражный центр (HKIAC), в то время как ранее выбор чаще

падал на Лондонский международный третейский суд (LCIA), Международный арбитражный суд при Международной торговой палате (ICC) или Сингапурский международный арбитражный центр (SIAC).

Подобный выбор обоснован тем, что в связи с принятием так называемого «Закона Лугового»<sup>6</sup> для иностранцев, работающих с российскими лицами, возник существенный риск неисполнения решений международных арбитражей и иностранных судов. Нововведения наделили российских предпринимателей правом обратиться в российский арбитражный суд с требованием о выдаче иностранному контрагенту судебного запрета (anti-suit injunction) на инициацию либо продолжение арбитражного или судебного разбирательства в стране, введшей санкции против российских лиц. Это приводит к невозможности исполнения иностранными контрагентами решений по взысканию активов российских лиц в РФ, из-за чего иностранные лица стали проводить тщательную оценку рисков при включении оговорок о разрешении споров в контракты с российскими лицами.

Компромиссом стало отнесение потенциальных споров на рассмотрение в дружественные (нейтральные) по отношению к России юрисдикции и соответствующие арбитражные институты, такие как уже упомянутые ранее HKIAC, SIAC и другие. Стоит учитывать риск того, что нейтральная юрисдикция может потерять такой статус для РФ. Так, в известном решении Петербургского суда по делу Русхимальянса суд отказал в исполнении решения HKIAC в силу того, что арбитражное учреждение находится в Гонконге, который, в свою очередь, находится под влиянием Великобритании, введшей ограничительные меры против РФ и являющейся недружественной.

6 Федеральный закон от 08.06.2020 № 171-ФЗ «О внесении изменений в Арбитражный процессуальный кодекс Российской Федерации в целях защиты прав физических и юридических лиц в связи с мерами ограничительного характера, введенными иностранным государством, государственным объединением и (или) союзом и (или) государственным (межгосударственным) учреждением иностранного государства или государственного объединения и (или) союза».

Данный случай является исключительным, поскольку Гонконг не вводил санкции, а лишь находится под влиянием Великобритании. Маловероятно, что остальные суды последуют этому подходу. HKIAC и Гонконг в целом — дружественные юрисдикции, и HKIAC — один из приоритетных и наиболее благоприятных арбитражных центров для российских предпринимателей, даже несмотря на решение Петербургского суда. Однако единичные решения российских судов показывают, что практика применения может измениться в неблагоприятную сторону.

## ВЫВОД

Подводя итоги, отметим существенные изменения обстоятельств и условий совершения сделок M&A под влиянием санкционного и регуляторного давления, а также изменения рыночной конъюнктуры.

**В первую очередь** регуляторные риски стали одним из основных обстоятельств в сделках с иностранными продавцами, которые сторонам приходится учитывать как навязанные нерыночные условия, и это напрямую влияет на условия

сделок и порядок проведения. Стоит также учитывать фактическую неисполнимость решений арбитражей недружественных юрисдикций и иностранных судов.

**Во-вторых**, внутренние сделки на российском рынке также совершаются в экстраординарных условиях, что выражается в существенных санкционных рисках в части импортозамещения иностранного программного обеспечения и технологий, а также в части корпоративного управления, которое ранее зачастую структурировалось с использованием ИХК, зарегистрированных в недружественных юрисдикциях. При проведении сделок по приобретению российских активов стороны столкнулись с необходимостью исключения иностранного звена из цепочки владения.

**Также санкционные риски вносят существенные затруднения в инвестирование российскими лицами в иностранные активы.** Ограничительные меры влекут как невозможность прямых расчетов с контрагентами, так и риск блокировки активов российских лиц за рубежом, что вынуждает переносить иностранные инвестиции в дружественные или нейтральные юрисдикции, либо совсем от них отказываться.

