



M&A: «пациент скорее жив, чем мертв»

Слияния и поглощения по-украински: последние тенденции

Елена КИБЕНКО • Специально для «Юридической практики»



В начале этого года многие эксперты предсказывали бум на украинском рынке слияний и поглощений. Оправдались ли прогнозы? Оценивая состояние рынка, сегодня можно с уверенностью отметить, что «пациент скорее жив, чем мертв». По сравнению с пугающим штилем на рынке M&A 2009 года в текущем году отмечается явная активность инвесторов. По данным информационного агентства Mergermarket, за первое полугодие 2010 года объем публичных сделок на рынке составил 1,7 млрд долларов. Объем же непубличных сделок, по оценкам экспертов, в несколько раз больше. Если же говорить о географии, то акценты явно смещаются с Запада на Восток. На протяжении 2010 года российские компании вели достаточно агрессивную стратегию покупки ключевых украинских активов.

Новые фишки сезона

Какие сделки сегодня преобладают на рынке? Бесспорным лидером и фишкой сезона являются инвестиции в проблемные активы (bad assets, distressed assets). Как правило, в эту категорию попадают компании, отягощенные долгами перед бюджетом, банками или частными кредиторами. Это и непрофильные активы крупных ПФГ, являющиеся убыточными и ухудшающими финансовые показатели группы в целом. При структурировании таких сделок следует учитывать, что значительную часть времени необходимо будет потратить на согласование условий сделки с кредиторами, в частности с банками, договоры с которыми часто содержат ограничительные условия для компании-должника. Нюансами сделок M&A с проблемными активами является то, что только незначительная их часть сопровождается внешними консультантами (по экспертным оценкам, около 25%), кроме того, бывшие собственники проблемных активов, как правило, не заинтересованы в разглашении нюансов заключенных ими сделок. Таким образом, информация об условиях сделок с проблемными активами, как правило, является максимально закрытой.

В условиях кризиса все чаще выявляются противоречия между подходами к ведению бизнеса, применяемыми стратегическими инвесторами и топ-менеджментом компании. Выходом из этой ситуации может быть не только смена управленческой команды, но и, наоборот, так называемый management buyout, когда команда прогрессивных топ-менеджеров выкупает бизнес у акционеров. Безусловно, такое явление более характерно для предприятий среднего масштаба.

Достижение состояния политической стабильности и «предсказуемости» экономической политики Украины породило к жизни новую категорию сделок M&A, связанных с консолидацией активов целой отрасли, иными словами, с монополизацией рынка или покупкой индустрии (industry consolidation buyouts). Осуществление таких сделок требует тщательного планирования операций на основании глубокого понимания всех нюансов конкурентного законодательства Украины, а также взаимодействия

с государственными регуляторами того или иного рынка. Очень важно выбрать правильную стратегию в планировании таких сделок. В частности, какая компания будет избрана в качестве платформы для консолидации — новая или уже существующая, в которой аккумулированы основные активы отрасли; будет это одна или несколько компаний, объединенных на финальной стадии. Правильное планирование такой консолидации позволит существенно сократить количество необходимых разрешений АМКУ, упростит вопросы получения лицензий и иных разрешительных документов.

Договорные нюансы: что хотят видеть в условиях сделки продавцы и покупатели

Одним из последних трендов является то, что иностранные инвесторы опасаются инвестировать в небольшие пакеты. Портфельные инвесторы, столкнувшиеся в период кризиса с недобросовестной политикой топ-менеджеров и партнеров по бизнесу, невозможностью взыскания долгов в украинских судах или обращения взыскания на заложенное имущество, сегодня, приобретая новые бизнес-активы, занимают более активную позицию. Они стремятся владеть контрольным пакетом в компании и назначать своих представителей на ключевые посты, видя в этом определенную гарантию защиты своих прав. Продавец украинского актива не всегда оказывается готов к такому тесному сотрудничеству и при согласовании условий договора борется за каждый «форпост» в области корпоративного контроля (количество представителей инвестора в различных органах управления, их полномочия, сделки, требующие решения общего собрания и иных органов, вопросы, рассматриваемые квалифицированным большинством и т.п.).

Устойчивой тенденцией последних двух лет является существенное сокращение бюджета расходов на услуги консультантов, в частности, на юридические услуги. Это часто приводит к тому, что дью дилидженс проводится не в полном объеме, а по наиболее «горячим точкам», интересующим покупателя. При этом все более актуальными становятся положения раздела «Representation and Warranties» — «Заверения и гарантии» (R&W). В них продавец гарантирует полное раскрытие информации о приобретаемой компании и отсутствие у нее скрытых долгов или обстоятельств, которые в будущем могут послужить основанием для привлечения компании или ее должностных лиц к финансовой и иной ответственности. К числу таких обстоятельств, как правило, относятся: ответственность за некачественную продукцию, иные деликтные обязательства, нарушения прав интеллектуальной собственности, антимонопольного и конкурентного законодательства, налогового и экологического законодательства, потенциальные судебные споры и пр.

Этот раздел договора вызывает на практике наиболее активные дискуссии между сторонами. Так, покупатель стремится получить как можно более длинный список R&W, страхующий его от максимально возможного количества будущих рисков. Продавец, безусловно, заинтересован в продаже компании «as is», то есть в состоянии «как есть». Покупатель стремится зафиксировать в договоре доста-

точно длительный срок действия R&W (учитывая специфику украинского законодательства, для максимальной защиты покупателя целесообразно определять этот срок как три года). Продавец заинтересован в сокращении такого срока — в пределах 6—12 месяцев.

В случае нарушения гарантий покупатель хочет получить компенсацию в полном объеме (в размере понесенных компанией убытков), тогда как продавец всегда стремится установить разумную верхнюю границу компенсаций (ceiling), а также минимальную сумму ущерба, ниже которой компенсация не выплачивается. Покупатель стремится получить от продавца гарантии того, что на момент нарушения R&W продавец будет способен выплатить соответствующую сумму компенсации (это особенно важно, если продавцом является физическое лицо, или номинальный владелец бизнеса, или иное лицо, платежеспособность которого на момент нарушения гарантий может быть поставлена под вопрос). В качестве методов, гарантирующих выплаты компенсаций со стороны продавца, могут применяться: положения договора купли-продажи, гарантирующие поэтапный характер расчетов, использование escrow accounts, предоставление гарантий и поручительств третьих лиц. Продавец в свою очередь стремится избежать таких га-

(ЕБИТДА/чистая прибыль), спрогнозировать который на момент структурирования сделки становится все сложнее.

В основе такого метода лежит разделение цены приобретения компании на две части — первая часть оплачивается покупателем непосредственно после подписания сделки, выплата второй части происходит поэтапно, в зависимости от достижения одного или нескольких показателей работы компании (чаще всего речь идет о годовых показателях). Такой метод чаще применяется в случае продажи лишь части пакета корпоративных прав, то есть тогда, когда продавец сохраняет рычаги влияния в компании. В противном случае отрицательные результаты работы компании могут рассматриваться как следствие неверной стратегии развития, избранной покупателем, или могут быть искусственно смоделированы покупателем, контролирующим бизнес, для занижения цены актива.

При выборе такого метода расчета стороны должны также определить, как влияют на выполнение показателей события, которые предвидеть было невозможно (различные форс-мажоры), а также включаются ли в доход компании средства, полученные от дальнейших инвестиций или продажи основных активов (или же доход, принимаемый во внимание для расчета цены актива, калькулируется исключительно за счет доходов от текущей хозяйственной деятельности).

Малые и средние компании как объекты трансграничных M&A

Если до кризиса объектами трансграничных M&A в основном становились крупные привлекательные для инвесторов предприятия, то сегодня даже мелкие и средние компании с надеждой обращают свои взоры на зарубежные РЕ и хеджфонды, а также частных инвесторов. В условиях недостаточности банковских кредитов они часто становятся единственным реальным источником получения финансовых ресурсов.

Несмотря на формально меньший объем работы, консультанты, сопровождающие такие M&A, часто сталкиваются с гораздо большими затратами времени, чем планировалось. Это связано с тем, что у большинства малых и средних компаний, как правило, отсутствует автоматизированная система управленческого и других видов учета, процессы не отлажены, коммуникации дают сбой. Часто собственники и менеджеры таких предприятий достаточно смутно представляют себе процесс, в котором они принимают участие, не знают основных правил и стандартов поведения в той или иной ситуации. Кроме того, такие компании часто не имеют персонала, владеющего английским языком на уровне, необходимом для профессионального общения. Все это приводит к задержкам в предоставлении документов и информации, затрудняет проведение переговоров и принятие эффективных решений, влечет за собой срыв сроков реализации предварительных соглашений и самой сделки купли-продажи.

Эти особенности следует учитывать при подготовке договора о юридическом сопровождении продавца актива. Например, нужно предусмотреть в договоре достаточно жесткие санкции за невыполнение сроков и обязательств, а также право консультанта выйти из процесса при определенных обстоятельствах с выплатой заранее согласованной в договоре суммы компенсации.

КИБЕНКО Елена — д.ю.н., старший партнер ЮФ ILF, г. Киев

Цитата

Достижение состояния политической стабильности и «предсказуемости» экономической политики Украины породило к жизни новую категорию сделок M&A, связанных с консолидацией активов целой отрасли, иными словами, с монополизацией рынка или покупкой индустрии (industry consolidation buyouts). Осуществление таких сделок требует тщательного планирования операций на основании глубокого понимания всех нюансов конкурентного законодательства Украины, а также взаимодействия с государственными регуляторами того или иного рынка

рантий. Все чаще покупатель настаивает на том, чтобы зарезервировать некую гарантийную сумму, которая вычитается из согласованной сторонами цены приобретаемого актива и выплачивается после истечения срока действия R&W.

В случае нарушения R&W, в договорах может предусматриваться не только механизм изменения цены покупки в сторону уменьшения, но и право покупателя на расторжение сделки, если нарушение является очень серьезным.

Расчеты по результатам (earn-out provision)

Другим эффективным способом сбалаंसирования интересов покупателя и продавца является механизм определения цены купли-продажи актива в зависимости от доходов компании будущих периодов. Этот метод стал особенно популярен в кризисный период, поскольку позволяет моделировать цену актива в зависимости от генерируемого им денежного потока и/или прибыльности