



# Стратегии выхода:

Ключевые шаги в подготовке к IPO или  
продаже стратегическому инвестору

---

Филипп В. Вэбб

# Стратегии выхода: Ключевые шаги в подготовке к IPO или продаже стратегическому инвестору

---

- Планирование выхода из инвестиций
- Документы, оформляющие инвестиции
- Управление с учетом последующего выхода из инвестиций
- Последние приготовления
- Успешное завершение сделки

# Планирование выхода из инвестиций

---

- РЕ инвестор должен планировать выход из инвестиций с самого начала
  - Четкая стратегия выхода должна быть определяющим критерием при поиске инвестиционных возможностей
- При возможности обсудить с потенциальными стратегическими инвесторами их намерения в отношении последующего выкупа акций, какие изменения в деятельности им надо будет увидеть
  - Но следует учитывать свои обязательства по сохранению конфиденциальности
- РЕ инвестор должен ясно обозначить свои намерения в отношении выхода из инвестиций перед руководством и акционерами компании
  - Если потребуется установление определенных ограничений или достижение контрольных показателей, то данные вопросы следует затронуть в самом начале переговоров

# Документы по сделке

---

## Выбор права

- При осуществлении сделок M&A в России чаще всего используется английское право:
  - Возможность защиты интересов покупателя (заверения и гарантии, гарантии компенсации потерь и т.п.)
  - Привычно для большинства иностранных инвесторов
  - Гибкость, длительная история применения/толкования
  - Большой круг квалифицированных арбитражных судей по английскому праву
- Право США (в основном штата Нью-Йорк) используется не так часто, но обладает схожими привлекательными чертами, особенно если:
  - В сделке участвует американское лицо и настаивает на его применении
  - В приобретаемую группу входят американские структуры
  - Имеются существенные права в США (например, зарегистрированные патенты)

# Документы по сделке

---

## Выбор права

- Российское право все еще очень формальное и негибкое и не признает некоторых обычных для сделок M&A концепций, например:
  - Заверения и гарантии
  - Предварительные условия, которые должны быть выполнены одной стороной
  - Гарантии компенсации потерь (indemnities)
- В российском праве также иной подход по определению последствий нарушения договора в отличие от английского права или права штата Нью-Йорк, например:
  - Различный подход к расчету убытков
  - Иной подход к невозможности/нецелесообразности исполнения договора и т.п.
- Применение российского права является обязательным при отчуждении/передаче в залог долей в российском ООО (и договор должен быть нотариально заверен)

# Документы по сделке

---

## Разрешение споров

- При осуществлении сделок по слияниям и приобретениям в России чаще всего выбирается иностранный арбитраж
- Типичные организации для проведения арбитража:
  - Лондонский международный арбитражный суд (LCIA)
  - Международный коммерческий суд (ICC)
  - Арбитражный суд при Стокгольмской торговой палате
- Популярные места для проведения арбитража:
  - Лондон
  - Женева
  - Цюрих
  - Париж
  - Вена

# Документы по сделке

---

## Договор купли-продажи акций

- Заверения и гарантии
  - Охват: при осуществлении инвестиций очень широкий; при выходе очень ограниченный
  - Продолжительность: необходимо учитывать влияние обязательств после проведения Закрытия на отношения с руководством и реализацию стратегии выхода
  - Письмо раскрытия: перешедшие риски при осуществлении инвестиций становятся головной болью РЕ инвестора до самого выхода
- Гарантии компенсации потерь
  - Аналогичные соображения в отношении охвата и продолжительности, раскрытие информации влияния не оказывает
  - Применимость к миноритарным инвестициям?
- Покупная цена
  - Корректировки, дополнительные суммы (earn-out)?

# Документы по сделке

---

## Акционерное соглашение

- Право присоединения к продаже (tag-along) и право требовать продажи (drag-along)
  - Обычно право tag-along для миноритарных акционеров, право drag-along для основного акционера
- Преимущественные права
  - Срок давности
  - «Последний взгляд» (“last look”)
- Опцион на продажу/покупку (put/call)
  - Необходима проработанная формула определения цены
- Обязательства в отношении IPO
  - Трудно описать конкретные обязательства, чаще устанавливается требование о принятии «обоснованных» или «всех» мер (“reasonable efforts” or “best efforts”)



# Документы по сделке

---

## Акционерное соглашение (продолжение)

- Ключевые показатели
  - Часто обговариваются в рамках подробного бизнес-плана
  - Необходимо рассмотреть вопрос о последствиях недостижения определенных ключевых показателей (например, назначение нового генерального директора, реализация опциона на продажу/покупку)
- Ограничение на ведение деятельности
  - РЕ инвестору необходимо найти баланс между желанием контролировать практически всё и предоставлением руководству обоснованной свободы по ведению деятельности
- Вопросы борьбы с коррупцией: законодательства США (FCPA) и Великобритании (Bribery Act), а также российское законодательство
  - Гарантии в целях покрытия ответственности перед проведением Закрытия
  - Текущие обязательства «задают тон» для эффективной программы соблюдения требований

# Документы по сделке

---

## Обеспечительные документы

- Поручительство, залог, эскроу
  - Вопрос, часто вызывающий споры, лучше всего согласовать форму обеспечения (если оно предусматривается) на начальных этапах переговоров
  - Необходимо рассмотреть вопрос о том, по каким обязательствам требуется подобное обеспечение
  - Наличие обременений в отношении акций приобретаемой компании может повлиять на возможность получения стороннего финансирования
  - Может осложнить пути по выходу из инвестиций

# Управление с учетом последующего выхода из инвестиций

---

## Выстраивание структуры/ реструктуризация группы приобретаемой компании

- При осуществлении контроля за руководством и при планировании выхода из инвестиций РЕ инвестору следует рассмотреть вопрос о том, какая юрисдикция является наиболее предпочтительной
  - Большинство крупных российских предприятий управляются через офшорные SPV; необходимо выяснить, подходит ли это для приобретаемой компании:
    - Преодоление жесткости норм российского корпоративного законодательства
    - Обеспечение большей определенности в отношении принудительного исполнения документов по сделке в соответствии с иностранным правом
    - С точки зрения выхода из инвестиций офшорная юрисдикция может быть предпочтительней, но не обязательна в каждом случае
  - РЕ инвестор должен учитывать текущую структуру собственности, планы на период осуществления инвестиций и возможные предпочтения стратегического инвестора в отношении приобретения

# Управление с учетом последующего выхода из инвестиций

---

## Выстраивание структуры/ реструктуризация группы приобретаемой компании (продолжение)

- Если выход может повлечь за собой необходимость направления обязательного предложения в отношении российского ОАО, холдинги должны позволять стратегическому инвестору в конечном итоге приобрести 100% акций
  - Добровольное предложение: приобретение инвестором более 30% акций
    - Может зависеть от минимального числа акцептов
    - Может потребоваться последующее обязательное предложение, если условия не соответствуют строгим требованиям по осуществлению обязательного предложения
  - Обязательное предложение: должно быть сделано при приобретении 30% / 50% / 75% акций
    - Строгие требования в отношении сроков, цены предложения, банковской гарантии и т.п.
  - Принудительный выкуп: возможен, только если по результатам осуществления предложения о приобретении (добровольного или обязательного) инвестор приобретает 10% и более акций и общее количество находящихся в его собственности акций превышает 95%

# Управление с учетом последующего выхода из инвестиций

---

## Выстраивание структуры/ реструктуризация группы приобретаемой компании (продолжение)

- Другие стратегии с целью предельного расширения возможностей по выходу:
  - Подчищение акционерных и внутригрупповых займов
  - Проведение переговоров по условиям (пересмотру условий) кредитных соглашений, установление сбалансированного уровня задолженности
  - Отделение подразделений для возможного выделения
  - Анализ лицензионных соглашений и принятие мер по продлению действия лицензий для обеспечения бесперебойной деятельности во время и после выхода
  - Готовность к получению разрешений регулирующих органов, необходимых при выходе
  - Реализация эффективной антикоррупционной программы

# Управление с учетом последующего выхода из инвестиций

---

## Передовая практика в области соблюдения антикоррупционных требований

- До осуществления инвестиций РЕ инвестор должен провести полную оценку рисков приобретаемой компании
  - Необходимо подстраивать юридическую проверку под риски, характерные для приобретаемого предприятия, включая отраслевые риски, страновые риски, вид деятельности и взаимодействие с государственными заказчиками и регулирующими органами
  - Следует использовать инструменты юридической проверки для выявления «тревожных признаков», свидетельствующих о проблемах с коррупцией
- Незамедлительно после осуществления инвестиций необходимо устранить существовавшие перед закрытием проблемы для исключения ответственности РЕ инвестора
- Положения договора помогают, но не являются панацеей

# Управление с учетом последующего выхода из инвестиций

---

## Передовая практика в области соблюдения антикоррупционных требований (продолжение)

- Во время владения акциями компании у РЕ инвестора имеется риск возможного привлечения к ответственности в двух областях:
  - Нарушение закона приобретаемой компанией
  - Нарушение закона партнером (акционером), а РЕ инвестор несет ответственность за его действия или осведомлен о них
- РЕ инвестор может быть признан обладающим контролем над приобретаемой компанией во многих обстоятельствах, даже если пакет акций составляет менее 50 процентов:
  - Ротация на должности генерального директора
  - Должности в совете директоров
  - Право вето и «отрицательный контроль»
  - Принятие добросовестных мер для недопущения нарушений

# Управление с учетом последующего выхода из инвестиций

---

## Передовая практика в области соблюдения антикоррупционных требований (продолжение)

- В дополнение к антикоррупционным договорным положениям в документах по сделке в обязательном порядке следует провести юридическую проверку всех партнеров
- Необходимо документировать все этапы документарной проверки в процессе инвестирования:
  - Упреждающее выявление тревожных признаков
  - Выявление и мониторинг конечных бенефициарных собственников партнера



# Управление с учетом последующего выхода из инвестиций

---

## Передовая практика в области соблюдения антикоррупционных требований (продолжение)

- Необходимость в серьезной программе по соблюдению требований
  - Создана для предотвращения, обнаружения и устранения нарушений
  - Пять основных элементов:
    - Оценка рисков
    - Действенные положения и меры, разработанные под определенные риски
    - Обучение и консультирование
    - Мониторинг, включая проведение аудита
    - Принятие соответствующих мер по устранению возникших нарушений
  - Должна быть реалистичной и активно реализовываться (не только на бумаге)

# Управление с учетом последующего выхода из инвестиций

---

- Следует быть готовым к юридической проверке при выходе
  - Необходимо обеспечить готовность управленческой команды к жесткой юридической проверке, которая может проводится при стратегической продаже или IPO
  - Следует проводить периодические внутренние проверки
  - Возможно проведение «учебной» юридической проверки
  - Следует привлечь внешних консультантов

# Последние приготовления

---

- Активная подготовка к выходу может быть начата за 18 месяцев до осуществления сделки
- Важно привлечь внешних консультантов на самых ранних стадиях
- Необходимо обеспечить готовность соответствующих лиц к запросам инвестора, запросам в рамках юридической проверки и т.п.

# Последние приготовления

---

## Юридическая проверка

- При проведении юридической документарной проверки российской приобретаемой компании необходимо учитывать:
  - Конкретную отрасль, к которой относится приобретаемая компания (например, лицензирование и особые требования к добывающим компаниям, финансовым организациям и т.п.)
  - Специфику приобретаемой компании (например, вид компании, историю приватизации / реорганизации в силу закона, текущая структура владения, дочерние компании, рыночное положение и т.п.)
- Особые области для юридической проверки для некоторых отраслей, например:
  - Юридическая проверка в области охраны окружающей среды
  - Оценка материально-сырьевой базы
  - Финансовые и налоговые вопросы

# Последние приготовления

---

## Юридическая проверка (продолжение)

- Юридическая проверка соблюдения приобретаемой компанией антикоррупционного законодательства
  - Юридическая проверка является одним из главных способов установления нарушений и обеспечения соблюдения требований
  - Юридическая проверка соблюдения антикоррупционных требований должна основываться на тщательном анализе факторов риска, включая вид деятельности, тип заказчиков, нормативно-правовой режим и прочее взаимодействие с государственными органами

# Последние приготовления

---

## Принятия решения: стратегическая продажа или IPO?

- После долгого времени на двух путях (“dual track”) пришло время принять решение, какой из путей выбрать
- Большинство выходов РЕ инвесторов в России структурированы как стратегические продажи, а не IPO
  - Выкуп руководством (MBO) также возможен, особенно там, где ограничен стратегический интерес
- Определение понятия «стратегический»
  - Иностранный или национальный?
  - Консолидация, расширение или выход?

# Успешное завершение сделки

---

- Основные шаги к успешному завершению выхода включают...
  - Получение в собственность 100% уставного капитала приобретаемой компании самостоятельно или совместно с партнерами-инвесторами
  - При наличии партнеров необходимо подкрепить отношения, основанные на доверии, выверенными соглашениями, составленными для достижения конечной цели
  - Следует принимать активное участие в управлении
  - Необходимо вести мониторинг результатов деятельности приобретаемой компании по сравнению с аналогичными публичными компаниями (даже в отсутствии планов на IPO)
  - Следует создать надежные механизмы внутреннего контроля и порядок ведения бухгалтерского учета
  - Следует ввести эффективную программу по соблюдению антикоррупционных требований
  - Необходимо быть гибкими и всегда быть готовыми воспользоваться выгодным моментом для выхода

# Вопросы?

---



Филипп В. Вэбб

[pwwebb@debevoise.com](mailto:pwwebb@debevoise.com)

7 (495) 956 3858