

Планирование покупателями сделок M&A в секторе СМП

Слияния и поглощения (M&A) включают в себя множество тонкостей и требуют тщательного продумывания планируемой сделки, порядка её финансирования, распределения ролей внутри команды покупателей, согласования «красных» линий, при достижении которых покупатели могут быть вынуждены отказаться от сделки, порядка проведения переговоров с продавцами, согласования размера приобретаемого пакета в капитале компании (100%, 51%, пакет для достижения квалифицированного большинства), оценки рисков в случае, если продавцы остаются в капитале компании или наоборот, если продавцы полностью выходят из капитала, но при понимании покупателями, что бизнес может существенным образом зависеть от отдельных продающих акционеров и что покупатели могут быть заинтересованы оставить ключевых акционеров в бизнесе на определенное время.

Вопросов в такого рода сделках не бывает много. Принцип «правового минимализма» – нежелание делать детальный анализ всех возможных текущих и будущих рисков – является очень недальновидным подходом к решению любых долгосрочных задач, в том числе в сфере сделок M&A. Крупные компании, институциональные инвесторы знают это и не жалеют ресурсов на тщательную подготовку к поглощениям и слияниям. Данный краткий обзор посвящен сделкам в секторе СМП и затрагивает некоторые ключевые аспекты, которые покупателям следует учесть в начале любой сделки M&A в секторе малых и средних предприятий.

Оценка финансовых возможностей покупки

Говоря о сделках в секторе СМП, мы понимаем, что информацию о возможной цене сделки непубличной компании можно получить либо напрямую от продавцов, либо в силу каких-то связей с целевой компанией или её собственниками (например, в случае сделки MBO в ситуации, когда покупателями являются текущие топ-менеджеры целевой компании). Сама по себе цифра озвученной или предполагаемой цены может покупателям ничего не

сказать – бизнес можно купить и за один рубль, при этом на нём может быть кредиторская задолженность или финансовые обязательства на несколько миллиардов рублей. Первой задачей является получение информации о:

(1) продавцах, желаемой цене продажи и предлагаемом к продаже пакете долей (акций);

(2) порядке расчета цены продавцами, например, «мы исходим из того, что цена равна EBITDA, помноженной на X мультипликатор» или «мы обладаем уникальными активами / IP правами, иными конкурентными преимуществами и т. д., и оцениваем их в Y рублей», комбинации этих или других факторов; и

(3) долгах и обязательствах целевой компании, а также объеме её высоколиквидных активов (денег на счетах и т. п.).

На основе этой информации продавцам до начала переговоров необходимо понять, каким образом будет финансироваться оплата цены сделки: за счет собственных средств, за счет комбинации собственных и заемных средств, за счет будущих денежных потоков целевой компании (как в сделках MBO), и т. д.

Если покупателей несколько, необходимо договориться о долях, приобретаемых каждым покупателем.

Размер приобретаемого пакета долей (акций)

Какой пакет долей (акций) продается? Какой пакет предпочтительнее приобретать: 100% уставного капитала (выпущенных и размещенных акций), контрольный пакет в размере 51% или пакет, обеспечивающий решение вопросов, требующих при голосовании квалифицированного большинства?

Приобретение 100% долей (акций) предоставляет покупателю безусловный контроль над целевой компанией и над принятием любых решений, но также предполагает бóльшие инвестиции. Приобретение контрольного пакета или пакета, позволяющего принимать решения, требующие квалифицированное большинство будет стоить дешевле. Однако, это также означает, что покупатели должны будут учитывать интересы остающихся, миноритарных акционеров, что может привести к конфликтам интересов и спорным ситуациям после покупки.

У покупателей не всегда есть возможность выбора размера приобретаемого пакета, но когда такой выбор есть, то при решении данного вопроса следует руководствоваться не только его стоимостью, но и стратегическими задачами

сторон. Определенное знание может также иметь порядок оплаты цены сделки: (1) паушальным платежом, полностью в момент перехода титула, (2) частями, или (3) частями, когда вторая часть, например, рассчитывается по формуле в зависимости, опять же для примера, от операционных показателей целевой компании по истечении согласованного срока. Покупателям важно взвесить преимущества и недостатки каждого варианта, и принятие успешного решения будет зависеть от всестороннего анализа возможных рисков, обеспечительных механизмов, горизонта инвестирования.

Выбор структуры сделки

Ключевым вопросом является порядок вхождения покупателей в сделку: напрямую как физические лица либо через юридическое лицо. Это решение существенно влияет на покупку и ее последующую реализацию:

- участие в целевой компании напрямую наделяет физическое лицо-собственника (участника или акционера) непосредственными правами голоса, устраняет административные барьеры, присущие цепочке владения «физическое лицо – холдинговая компания – целевая компания», сокращает информационное плечо между целевой компанией и собственником, позволяет достигать оптимальной налоговой структуры для целей получения дивидендов или распределения прибыли;
- прямое владение может иметь и недостатки или просто быть невозможным: не все физические лица готовы к раскрытию своего участия в конкретном бизнесе; в случае, если покупателю требуется кредитное плечо для финансирования сделки, то целесообразно брать кредит на юридическое лицо для избежания ответственности личным имуществом, и т. д.;
- в случае, если покупателей двое или больше, то возникают риски, связанные с порядком управления целевой компанией после реализации сделки – в одном случае покупатели могут участвовать в целевой компании напрямую (как физическое или юридическое лицо), голосовать исходя из размера своей доли в капитале и нести риски, если доли для принятия желаемого решения недостаточно; в другом случае покупатели могут заключить корпоративный договор и вынести решение связанных с деятельностью целевой компании вопросов на уровень такого договора, снижая риски недостижения согласия в предусмотренных договором случаях; в третьем случае покупатели могут договориться войти в капитал целевой компании через единую холдинговую компанию и принимать необходимые решения в целевой компании в качестве единственного участника (акционера);

– в случае необходимости кредитного плеча для финансирования покупки кредитор (займодавец) может требовать создания единой холдинговой компании – покупателя: кредитору проще администрировать заем (кредит), если он предоставляется одному юридическому лицу, при этом кредитор может требовать солидарной ответственности покупателей-собственников холдинга за надлежащее исполнение холдингом-заемщиком своих обязательств перед кредитором;

– с точки зрения налогового планирования покупка целевой компании промежуточной холдинговой компанией может влечь на определенном этапе двойное налогообложение на уровне целевой компании и на уровне холдинга перед распределением прибыли или выплатой дивидендов конечным бенефициарам;

– что делать, если один из покупателей не может оплатить свою долю, но является ценным специалистом и т. п., и не согласен на уменьшение своей потенциальной доли в целевой компании? Структура сделки должна учитывать и такого рода обстоятельства, в частности порядок финансирования долей покупателей, участвующих в форме “sweat equity”.

Перечень вопросов выше не является исключительным. Вопросы по структуре возникает действительно много. Грамотно продуманная структура гарантирует сохранение хороших отношений и с продавцами, и внутри команды покупателей, и во взаимоотношениях с третьими лицами (кредитором и иными стейкхолдерами сделки), а также минимизирует финансовые потери.

Корпоративное управление после приобретения

Покупатели могут считать на ранних этапах сделки M&A вопрос о реализации корпоративного управления после осуществления сделки преждевременным. Тем не менее, желательно задуматься об этом как можно раньше, особенно в ситуации, когда покупателей в сделке несколько и ни один из них не планирует или не может приобретать блокирующий пакет. Как будет происходить голосование? Какие вопросы могут быть критически важными для покупателей и требовать единогласного решения или решения квалифицированного большинства? Например, что делать, если у целевой компании после завершения проекта будет недостаточно собственных средств, и ей потребуются деньги для пополнения оборотного капитала или финансирования капитальных затрат? Стороны корпоративного договора могут предусмотреть возможность обращения за капиталом к собственникам путем

увеличения уставного капитала или закрепить принцип о том, что любое дополнительное финансирование будет осуществляться за счет внешних займов (кредитов).

Юридические и налоговые последствия

Покупатели в секторе СМП, особенно в случае финансирования покупки за счет собственных средств, крайне щепетильно относятся к «непрофильным» затратам. Тем не менее, на ранних этапах сделок M&A рекомендуется адекватно оценить юридические и налоговые последствия проекта для покупателей, целевой компании и даже продавцов. Расходы на консультантов можно минимизировать, разбив задачу на части и сделав первой частью общий анализ структуры сделки и оценку возможных рисков. Помните простое правило – чем больше вы сэкономите на консультантов и всесторонний анализ вначале сделки, тем больше вы потратите на судебное представительство и возмещение убытков в будущем.

* * *

Этот материал предназначен только для общей информации и не предназначен для предоставления юридических консультаций. Если у вас есть какие-либо вопросы или вы хотите узнать больше о теме этой статьи или о практике нашей фирмы в области [корпоративного права](#), свяжитесь с нами по адресу info@danilovpartners.ru.