



Лучше «пересидеть в деньгах»

Текущий год демонстрирует разнонаправленные тренды в активности сделок слияния и поглощения (M&A) на российском рынке. Кейсы с «выходом иностранцев» практически сошли на нет, преобладают классические локальные сделки по российскому праву, многие из которых указывают на консолидацию того или иного бизнеса в руках стратегических инвесторов. Из-за высокой ключевой ставки ЦБ РФ 2025 год называют «годом покупателей»: инвесторы, располагающие свободными деньгами или доступом к заемному финансированию, диктуют свои правила. По словам большинства опрошенных „Ъ“ юридических фирм, в первом квартале наблюдалось снижение числа договоров как по количеству, так и по суммам. Впрочем, с началом снижения ставки во втором квартале рынок M&A оживился и показал умеренный рост, хотя инвесторы продолжают сохранять осторожность. Прогнозы на ближайшее будущее юристы связывают в первую очередь с кредитно-денежной политикой российских властей, а также со смягчением или усилением санкций.

— состояние рынка —

Ключевые тенденции

Российский рынок M&A в 2025 году продолжает адаптацию к новой реальности, пережив фазу бурной перестройки. Наиболее значимая тенденция 2025 года — существенное снижение числа сделок с участием иностранных инвесторов, констатирует партнер Denuo Евгений Плухов. Партнер и глава практики сопровождения сделок и проектов юрфирмы «Дякин, Горцунян и партнеры» Сурен Горцунян отмечает, что сделки по выходу иностранцев из российских активов были основным драйвером роста рынка M&A в 2022–2023 годах. Управляющий партнер ККМП Максим Кулешов подтверждает падение количества exit-сделок, связывая это с завершением первой волны ухода иностранных инвесторов, начавшейся в 2022 году, а также с ужесточением регулирования таких сделок в 2024 году. Обновленные правила по выходу иностранцев с российского рынка по большому счету стали запретительными, уточняет партнер Forward Legal Андрей Филиппенко. В связи с этим ряд иностранных игроков рассматривает возможности выхода с российского рынка не через сделки, а через корпоративные механизмы, делится партнер «Пепеляев Групп» Илья Болотнов.

Управляющий партнер NSP Александр Некторов отмечает существенное замедление чисто рыночной M&A-активности клиентов: «Высокая ключевая ставка, дорогое финансирование, непонятные долгосрочные перспективы экономики, нестабильный валютный курс и инфляция, а также непоследовательность «правил игры» стимулируют инвесторов «пересидеть в деньгах». Партнер и руководитель юридической практики Керт Ирина Нарышева добавляет к причинам «возникшие в резуль-

тате новых санкционных ограничений серьезные проблемы с платежами из Китая и иных дружественных стран». Максим Кулешов, в свою очередь, также связывает падение активности в первые месяцы текущего года с тем, что из-за налоговой реформы стороны стремились успеть закрыть сделки до конца 2024 года: речь об обновлении с 2025 года льготы по давности владения долями ООО.

Впрочем, уже во втором квартале рынок M&A стал показывать признаки восстановления. Партнер и руководитель практики слияний и поглощений и корпоративного права АБ ЕПАМ Аркадий Краснихин наблюдает увеличение числа локальных, внутрироссийских сделок. По его словам, усложняется и претерпевает постоянные изменения их регуляторная составляющая, в связи с чем важным в структурировании сделок остается всесторонняя комплексная оценка рисков, в том числе соблюдение контрсанкционного, валютного и иного законодательства.

В числе экономических особенностей советник адвокатского бюро Asari Legal Даниил Иванов называет преимущественное финансирование сделок из собственных средств из-за высокой стоимости заемных и дополнительное снижение в 2025 году применимых мультипликаторов. Партнер корпоративной практики бюро «Иванян и партнеры» Максим Распутин видит «некоторый рост количества cash-in сделок по привлечению портфельных инвесторов для рефинансирования задолженности компаний».

В связи с отсутствием экономической целесообразности у инвестиционных сделок снизилась M&A-активность классических финансовых инвесторов (Private Equity и Venture Capital) на фоне доминирования стратегов, family offices и диверсифицированных холдингов, говорит



руководитель договорной, корпоративной и законотворческой практики бюро адвокатов «Де-юре» Елена Тимошенко. Партнер юридической фирмы «Алруд» Антон Джуплин выделяет тренд на активное использование личных фондов как инструментов обособления активов. По данным исследования «Алруд», только за первые четыре месяца 2025 года было создано 70 личных фондов, что составляет 50% от общего числа фондов, созданных за весь 2024 год, и этот показатель продолжает расти.

Продавцами все чаще выступают непосредственно бенефициары-физлица, так как в некоторых сегментах рынка произошла деофшоризация и упростилась структура владения активами, указывает партнер и руководитель корпоративной практики ELWI Тимур Байрамов. Сурен Горцунян добавляет, что появились сделки по перепродаже активов, приобретенных у иностранцев, в их рамках достаточно ожесточенно обсуждаются ответственность за установленные правкомиссией КРП и срок заверений, который продавцы просят ограничить непродолжительным сроком своего владения.

По-прежнему сохраняется и потребность в редомициляции холдингов, отмечает советник практики корпоративного права и M&A BGP Litigation Ирина Куянцева. Также, по ее словам, бизнес проводит реструктуризацию своих активов и оптимизацию структур владения активами, большое внимание уделяется вопросам корпоративного управления как части стратегии подготовки к IPO и шагу на пути внедрения корпоративного комплаенса.

Партнер коллегии адвокатов «Монастырский, Зуба, Степанов и партнеры» Михаил Мотрич отмечает, что одним из значимых акторов на M&A-рынке в текущем году стало государство: «Активность в первую очередь

Генпрокуратуры РФ, которая обращается с исками об изъятии у текущих собственников активов и передаче их под контроль государства или назначенных им лиц, по-прежнему остается значительной. По количеству затронутых этими процессами бизнесов и их стоимости эти события опережают обычные M&A-сделки».

В международных сделках, уточняет госпожа Нарышева, заметны китайские инвесторы, покупающие российские активы и создающие в РФ совместные предприятия (СП) с крупными отечественными игроками. С конца 2024 года Керт сопровождает ряд таких проектов в различных отраслях производственного сектора. Кроме этого, в практике «Дякин, Горцунян и партнеры» сохраняются сделки по перепродаже зарубежных активов, принадлежащих российским собственникам, которым присуще сложное структурирование и использование посредников (промежуточных владельцев) в дружественных юрисдикциях.

При этом в сделках с инвесторами из азиатских стран часто возникают сложности в структурировании финансовых потоков в Россию в связи с санкционным давлением, указывает партнер корпоративной практики АБ КИАП Антон Самохвалов. На фоне роста числа сделок с Азией и Ближним Востоком распространяется использование в расчетах альтернативных валют (юани, дирхамы, криптовалюты) для минимизации рисков, добавляет партнер ФБК Legal Виктория Арутюнян.

При этом устойчивый рост интереса азиатских инвесторов к российской экономике, по мнению управляющего партнера Ingvaгг Игоря Мазина, в ближайшие годы будет главным драйвером динамики M&A-активности, а их подходы к переговорам и структурированию сделок мало отличаются от привычных международ-

ных стандартов. «Разница заключается скорее в корпоративной культуре: частные компании и бизнесы с сильной ролью акционеров действуют быстро и гибко, тогда как госкомпании и публичные корпорации принимают решения дольше», — говорит он.

Факторы влияния и новые условия

«Экономический ландшафт, влияющий на рынок M&A, в текущем году все еще находится под давлением неопределенности в геополитике и санкционных ограничений», — указывает Антон Самохвалов. «Санкции и валютные ограничения изменили структуру сделок, а инвесторы теперь делают ставку на страхование рисков через альтернативные платежные механизмы и санкционные оговорки», — констатирует Виктория Арутюнян. Она также указывает на усиление контроля ФАС и Минфина РФ в отношении сделок в стратегических отраслях.

Одним из ключевых факторов, изменивших ситуацию в сфере M&A в 2024–2025 годах, Евгений Плухов называет «ухудшение макроэкономических показателей в РФ». «Охлаждение экономики создает неопределенность в отношении динамики рынка, спроса и поведения потребителей и, как следствие, невозможность для инвестора спрогнозировать показатели, развитие того или иного бизнеса или роста стоимости актива в перспективе», — подчеркивает Илья Болотнов. По мнению большинства опрошенных, главный фактор, влияющий на M&A-ландшафт в 2025 году, — это высокая ключевая ставка ЦБ РФ. Она влияет как на возможность привлечения заемного финансирования, так и на общее экономическое состояние покупателей, поясняет старший партнер Verba Legal Александр Рудяков.

На этом фоне стороны демонстрируют большую осмотрительность в

переговорах, говорит партнер корпоративной практики / M&A юрфирмы Alumni Partners Матвей Каплуухий: «Уход от быстрых сделок, характерных для 2022 года, привел к возвращению полноформатных переговоров с комплексной структурой документации, гарантиями, ограничениями ответственности, условиями об отсрочках и переменной ценой. Мы наблюдаем переход от pro-seller условий к сделкам, где покупатели диктуют свои условия». Партнер и руководитель международной практики коллегии адвокатов Delcredere Марат Агабалян отмечает, что участники сделок вернулись к практике по обстоятельной проверке приобретаемых активов и стали более детально согласовывать ключевые параметры сделок на стадии соглашений об основных условиях.

Сделки становятся все менее шаблонными, фокус смещается на управление рисками, а в ходе переговоров на повестке стоит не только вопрос цены, но и инвестиционные и управленческие обязательства, перечисляет Аркадий Краснихин. Ирина Нарышева указывает на крайнюю осторожность участников рынка при принятии инвестиционных решений и снижение «аппетита к риску». В связи с этим ужесточаются подходы к due diligence и юридическому структурированию, включая усиленный комплаенс, митигацию рисков, новые механизмы ограничения ответственности и охраны имущественных прав, говорит Елена Тимошенко.

Еще один значимый фактор заключается в том, что заметная часть сделок 2024 и 2025 годов — это национализация или переход активов к государственным или связанным с ними структурам, указывает Елена Тимошенко. По ее оценкам, доля таких операций уходит до 7–10% объема рынка, что «очень заметно и меняет природу M&A», поскольку активы изымаются у прежних владельцев без выплаты компенсации. В связи с этим, при оценке рисков сейчас отдельно проводится анализ угроз национализации: анализируется история компании без сроков исковой давности по таким моментам, как приватизация, коррупционные риски, иностранные инвестиции, поясняет госпожа Арутюнян.

Усилились расхождения во взглядах на оценку бизнеса, поскольку продавцы не готовы соглашаться на продажу по текущим низким мультипликаторам, говорит Ирина Куянцева. Максим Кулешов наблюдает поляризацию позиций сторон по поводу справедливой оценки стоимости компании, в том числе из-за высоких рисков для инвестора. При этом все чаще используются формы отсроченной оплаты по сделке, чтобы распределить риски между сторонами и сбить разрыв в оценке бизнеса между продавцом и покупателем, говорит советник корпоративной практики Better Chance Иван Фрышкин. Так, наблюдается устойчивый сдвиг от моделей с фиксированной ценой в сторону использования механизмов earn-out и completion accounts, уточняет Матвей Каплуухий.

с15

Команда юристов с 30-летним опытом консультирования российских и международных клиентов

t.me/sllegal

Т +7 495 134 22 00 | E info@sl-legal.ru | W sl-legal.ru

Партнеры и советники:

Георгий Дanelия

Леонид Зубарев

Наталья Козыренко

Арташес Оганов

Ольга Одинцова

Гайк Сафарян

Всеволод Тюпа

Валерий Федорев

Дмитрий Богданов

Юлия Смурова

РЕКЛАМА 04

Юридический бизнес

NEXTONS

Формула цены

Одним из наиболее значимых аспектов структурирования сделок M&A является определение покупной цены. Выбранный механизм фиксации и корректировки цены влияет на распределение рисков между сторонами, стоимость сделки и ее успешное завершение. Эксперты Nextons партнер практики корпоративного права и M&A, руководитель практики недвижимости **Сергей Трахтенберг** и советник практики корпоративного права и M&A **Наталья Поставнина** рассматривают основные подходы к фиксации покупной цены, их особенности и практические аспекты применения в современных российских реалиях.

— практика —

Фиксированная цена

Фиксированная цена — это наиболее простой подход к определению стоимости актива, при котором стороны договариваются о конкретной сумме, не подлежащей последующей корректировке. Такой подход может быть использован в отношении сделок с относительно простыми активами, с одновременным подписанием и закрытием, по выходу иностранных инвесторов с рынка РФ. Использование фиксированной цены отличается рядом особенностей: подготовка договора купли-продажи (ДКП) сравнительно проста и не требует необходимости согласования механизмов корректировки цены — обе стороны точно знают размер цены при подписании договора. Трансакционные издержки на привлечение аудиторов для расчета корректировки цены снижаются, а также исключаются возможные споры по поводу расчетов ее корректировки. При этом не учитываются изменения в финансовом состоянии приобретаемой компании (таргета) между подписанием и закрытием.

В отсутствие возможности скорректировать покупную цену возникает вопрос: как покупателю защититься от приобретения бизнеса, финансовое состояние которого в реальности может оказаться хуже его ожиданий? При таком подходе покупатель вынужден полагаться в основном на предоставленные продавцом в ДКП заверения об обстоятельствах и обязательства по возмещению имущественных потерь.

Completion Accounts

Механизм корректировки цены на основе финансовой отчетности таргета по состоянию на дату закрытия сделки (Completion Accounts) представляет собой наиболее распространенный подход в российских сделках M&A. Суть механизма в следующем. Сначала стороны согласовывают предварительную (базовую) цену, которая может определяться на основе последней аудированной отчетности, управленческой отчетности таргета на определенную дату или предварительного баланса, подготовленного специально для сделки. Затем согласовывается методология корректировки цены, то есть целевые показатели финансовой деятельности таргета, недостижение или перевыполнение которых будет корректировать цену. Чаще всего на практике используются корректировка на уровень чистого долга и размер оборотного капитала, при этом стороны в зависимости от бизнеса таргета могут использовать и иные показатели: уровень задолженности таргета, уровень CAPEX за согласованный период, наличие денежных средств на счетах и т. д. В дату закрытия сделки — как правило, в дату перехода права собственности на актив от продавца к покупателю — происходит уплата предварительной цены. Позднее в течение согласованного пери-



Сергей Трахтенберг

ода (обычно два-три месяца) после закрытия сделки составляется отчетность таргета по состоянию на дату закрытия, после чего производится корректировка цены в сторону увеличения или уменьшения. Далее либо покупатель доплачивает размер корректировки продавцу, либо продавец возвращает покупателю часть ранее полученной покупной цены.

Ключевым элементом таких сделок является детальное согласование методологии расчетов для целей корректировки, при которых стоимость таргета увеличивается на «активы» и уменьшается на «пассивы». В подобных сделках юристы всегда плотно работают в связке либо с финансовыми командами, либо дополнительно привлекают аудиторов, помогающих разработать методологию расчетов. Для иллюстрации значимости досконального подхода к согласованию такой методологии и «стоимости ошибки» при расчетах можно привести пример из практики, когда в одной из сделок некорректное использование союза «или» вместо «и» в положениях о корректировке цены привело к разнице в расчетах в десятки миллионов рублей.

Механизм корректировки цены позволяет наиболее детально рассчитать стоимость бизнеса на дату закрытия, что может быть особенно актуально, когда подписание и закрытие сделки разнесены во времени. Однако процесс согласования методологии корректировки ча-



Наталья Поставнина

сто занимает значительное время и может потребовать дополнительных затрат, например при необходимости привлечения аудиторов.

Locked Box

Механизм корректировки цены на основе закрытого периметра (Locked Box) предполагает фиксацию цены на определенную дату (locked box date). Сначала стороны определяют locked box date, которая, как правило, является датой последней аудированной отчетности или управленческой отчетности таргета при условии тщательной проверки покупателем. На эту дату стороны рассчитывают предварительную цену актива. Затем они согласовывают перечень сделок (так называемых утечек), которые таргет не может осуществлять без согласия покупателя с locked box date до даты закрытия сделки, например выплаты дивидендов в пользу продавца, выплаты в пользу группы продавца по любым договорам и прочее. Согласование утечек направлено на избежание вывода активов из группы таргета с locked box date до даты закрытия для сохранения стоимости и бизнеса таргета. В ДКП также согласовывается перечень разрешенных сделок таргета (так называемых разрешенных утечек), совершение которых допускается без согласия покупателя и не влияет на размер покупной цены.

Сделки года

— сегмент рынка —

Институт сделок M&A продолжает выполнять роль показателя экономической динамики. В специальном рейтинге ИД «Коммерсантъ» собрал и структурировал сделки, предоставленные юридическими фирмами, выделив те, которые, по мнению редакторов, нагляднее всего демонстрируют перемещение капиталов с января по сентябрь 2025 года.

В рейтинг вошли сделки M&A, предоставленные юридическими фирмами и отобранные редакция. «Ъ» за период с января по сентябрь 2025 года. В рейтинг включены сделки, которые классифицируются как внутренние (когда актив находится на территории России и покупателем выступает российский резидент, однако продавцом является иностранный инвестор), и сделки российских инвесторов за рубежом.

Однако из-за невозможности осветить все подобные проекты в одном материале порогом отсечения стали сделки, частично или полностью не находящиеся под NDA. Далеко не все кейсы становятся публичными и не все юридические фирмы готовы делиться информацией об участниках, сути или стоимости сделки. Компании, имеющие крупных клиентов с перспективой долгого сотрудничества, часто связаны обязательствами конфиденциальности и не предоставляют для исследования информацию о таких делах. Для минимизации этих рисков редакция основывалась как на данных, полученных от представителей самих юридических фирм, так и на сведениях публичного характера.

Информация по каждой сделке предоставлялась в следующих категориях: отрасль; наименование объекта сделки; регион; продавец (конечный бенефициар); покупатель (собственник покупателя); юридическая фирма, сопровождающая сделку; формат сделки; размер пакета акций/долей (%); стоимость сделки (руб./\$); характеристика, состояние сделки; описание сделки.

Исследование проводилось по сделкам, совершенным в 22 отраслях: IT, добыча полезных ископаемых, легкая промышленность, машиностроение, металлургия, пище-

вая промышленность, прочие производства, связь, сельское хозяйство, СМИ, спорт, страхование, строительство и девелопмент, TMT, торговля (FMCG), транспорт, ТЭК, услуги, финансовые институты, фармацевтика, химическая и нефтехимическая промышленность, электроэнергетика.

Согласно методологии отбора сделок к исследованию служили: завершение сделки; одобрение сделки советом директоров компании, собранием акционеров, антимонопольными органами; подписание соглашения о намерениях.

Критериями для принятия сделки к исследованию служили: завершение сделки; одобрение сделки советом директоров компании, собранием акционеров, антимонопольными органами; подписание соглашения о намерениях.

Не учитывались сделки: с пакетами менее 50%, если только речь не шла о консолидации контрольного пакета; стоимостью менее \$1 млн; совершенные в рамках холдинга либо единой группы лиц, являющихся конечными бенефициарами компаний —участниц сделки.

Стоимость сделок, оцененных в рублях, евро и иной валюте, пересчитывалась в доллары США по курсу ЦБ РФ на 1 сентября 2025 года.

IT

Отрасль: IT, TMT

Наименование объекта сделки:

АО «Заряд!» (сервис «Бери Заряд!», специализирующийся на шеринге пауэрбанков)

Регион: Российская Федерация

Продавец (конечный бенефициар):

основатели и инвесторы АО «Заряд!»

Покупатель (собственник покупателя):

компания группы «Яндекс»

Юридическая фирма, сопровождающая сделку:

Level Legal Services со стороны продавца, Otion со стороны покупателя

Формат сделки: купля-продажа акций

Размер пакета акций/долей: 100%

Стоимость сделки: не разглашается

Характеристика, состояние сделки:

завершена

Описание: Команда Level Legal Services консультировала ключевых акционеров АО «Заряд!», а команда Otion — группу «Яндекс» в рамках сделки по приобретению 100% акций АО «Заряд!». Сервис «Бери Заряд!», являющийся лидером на рын-

ке сервисов аренды пауэрбанков, в мае 2024 года провел pre-IPO раунд, по итогам которого привлек более 200 инвесторов и 750 млн руб. инвестиций. Сделка по приобретению сервиса «Бери Заряд!» группой «Яндекс» предполагала поэтапный выкуп акций инвесторов pre-IPO раунда, организованный через брокера, который сопровождался приобретением акций учредителей и финансовых инвесторов.

В рамках сделки команды Otion и Level Legal Services участвовали в структурировании сделки, подготовке трансакционной документации и переговорах по сделке, а также сопровождали подписание и закрытие сделки. Также команда Otion провела правовую проверку (legal due diligence) сервиса.

Отрасль: IT

Наименование объекта сделки:

создание совместного предприятия с основателями группы компаний SolidSoft (один из крупнейших российских разработчиков межсетевых экранов для защиты веб-приложений (Web Application Firewall))

Регион: Российская Федерация

Продавец (конечный бенефициар):

SolidSoft (ООО «СолидСофт»)

Покупатель (собственник покупателя):

МКПАО «Яндекс»

Юридическая фирма, сопровождающая сделку:

Delcredere со стороны продавца, «Меллинг, Войтишкин и партнеры» со стороны покупателя

Формат сделки: купля-продажа доли

Размер пакета акций/долей: 50%

Стоимость сделки: не разглашается (возможная сумма сделки — 3–4 млрд руб., согласно открытым источникам)

Характеристика, состояние сделки:

завершена

Описание: В рамках сделки SolidSoft и Yandex B2B Tech (подразделение «Яндекса»), занимающееся разработкой и развитием решений для корпоративного сектора) создадут совместное предприятие, которое будет заниматься разработкой сервисов и продуктов в области кибербезопасности, например инструментов, которые позволят бизнесу защищать свои веб-приложения от атак и других современных угроз. Уникальность проекта заключается в том, что созданные им решения будут доступны как в облаке, так и по модели on-premises, то есть клиенты смогут развернуть их на своей собственной инфраструктуре. Кроме того,

в планах партнеров, используя опыт и технологии друг друга, усилить механизмы защиты клиентов с использованием ИИ-технологий.

Основатели SolidSoft стремились не только к установлению партнерства с ключевым игроком IT-рынка, но и к сохранению определенной степени автономии в управлении бизнесом. Руководство совместным предприятием будет осуществляться основателями SolidSoft, при этом компания продолжит развивать свои собственные продукты, а все существующие соглашения SolidSoft с клиентами и партнерами останутся в силе. По условиям сделки «Яндекс» и основатели SolidSoft имеют равные доли в СП: «Яндекс» получил свою долю в СП в результате приобретения 50-процентной доли в SolidSoft; помимо этого, согласно условиям сделки, «Яндекс» получит опцион на увеличение своей доли в будущем. Команда Delcredere консультировала SolidSoft по различным корпоративным вопросам. Команда «Меллинг, Войтишкин и партнеры» консультировала Yandex B2B Tech по всем аспектам создания СП, включая вопросы корпоративного права и интеллектуальной собственности.

Отрасль: IT, TMT

Наименование объекта сделки: все

существенные активы разработчика в сфере кибербезопасности F.A.C.C.T (ранее — Group IB)

Регион: Российская Федерация (Москва)

Продавец (конечный бенефициар):

акционеры группы F.A.C.C.T.

Покупатель (собственник покупателя):

АО «Сайберус»

Юридическая фирма, сопровождающая сделку:

«Никольская Консалтинг» со стороны продавца, Better Chance со стороны покупателя, Seven Hills Legal — консультант покупателя по вопросам интеллектуальной собственности

Формат сделки: купля-продажа активов

Размер пакета акций/долей: до 100% активов

Стоимость сделки (руб./\$):

не разглашается

Характеристика, состояние сделки:

завершена

Описание: Консультирование фонда «Сайберус» в связи с приобретением до 100% разработчика в сфере кибербезопасности F.A.C.C.T. для создания новой ИБ-компании.

Инвесторы формируют ИБ-компанию нового поколения, которая будет образована на базе активов, технологий и кадров F.A.C.C.T. Новая компания сфокусируется на разработке новой линейки технологий предотвращения и расследования киберпреступлений, в том числе путем внедрения решений и сервисов, приобретаемых у группы F.A.C.C.T.

В рамках проекта юристы Better Chance консультировали клиента по всем трансакционным вопросам сопровождения сделки.

Отрасль: IT

Наименование объекта сделки:

Technored (ведущий разработчик промышленных роботов в России)

Регион: Российская Федерация

Продавец (конечный бенефициар):

Technored

Покупатель (собственник покупателя):

ГК «Вартон», Денис Фролов (совладелец группы «Астра» и «Байкал Электроникс»)

Юридическая фирма, сопровождающая сделку:

ASB Consulting Group со стороны продавца

Формат сделки: купля-продажа акций

Размер пакета акций/долей: 51%

Стоимость сделки: 750 млн руб. с учетом

двух этапов сделки (общий объем инвестиций в партнерство составит около 6,5 млрд руб. до 2030 года)

Характеристика, состояние сделки:

завершена

Описание сделки: ASB Consulting Group консультировала по вхождению инвестиционной компании «Вартон» в состав участников ООО «Технорэд», включая структурирование сделки, участие в переговорах, подготовку и согласование

всех документов по сделке: корпоративный договор и устав, опционы, а также сопутствующие документы для полного закрытия сделки, обеспечив юридическую поддержку на всех этапах. Структура

сделки и документы, разработанные ASB Consulting Group, учитывали все этапы участия инвестора в компании, а также выполнение

сторонами взаимных обязательств по будущим этапам вплоть до планируемого выхода «Технорэд» на IPO с учетом преобразования в АО. Technored совместно с «Астрой» за

пять лет планируют выпустить не менее 25 тыс. роботов и робототехнических комплексов, а также провести IPO. Сделка является важным

шагом в развитии российской робототехники.

Отрасль: IT, TMT

Наименование объекта сделки: группа «Вока-Тек»

Регион: Российская Федерация, Республика Казахстан

Продавец (конечный бенефициар):

физические лица

Покупатель (собственник покупателя):

ПАО «Вымпелком»

Юридическая фирма, сопровождающая сделку: Alumni Partners со стороны покупателя

Формат сделки: купля-продажа акций

Размер пакета акций/долей: 44%

(консолидация до 64%)

Стоимость сделки: не разглашается (возможная сумма сделки — 500 млн руб., согласно открытым источникам)

Характеристика, состояние сделки:

завершена

Описание: Alumni Partners выступи-

ла юридическим консультантом ПАО «Вымпелком» (бренд «Билайн») в сделке по приобретению 44% долей в уставном капитале ООО «Вока-Тек», ведущего российского разработчика решений в области речевой аналитики и мониторинга взаимодействия персонала с клиентами. Ранее в компанию инвестировал ИТ-фонд «Хайв», контролируемый «Билайном», сохранившим в проекте долю размером в 20% — таким образом, совокупная доля прямого и косвенного владения в проекте составила 64%. Сделке предшествовала реструктуризация владения казахстанской частью бизнеса, позволившая сконцентрировать права владения группой в России.

ООО «Вока-Тек» является разработчиком инновационного решения на базе аудиообейджа — носимого устройства, фиксирующего диалог между сотрудником и клиентом, а также программного обеспечения, включающего автоматическое распознавание речи и аналитическую платформу с гибкой системой представления и визуализации данных.

Увеличение доли владения в проекте позволит «Билайну» укрепить позиции на рынке речевой аналитики, интегрировать возможности голосовой аналитики с системами видеонаблюдения и видеоаналитики «Билайна», развивать ИИ-инструменты и масштабировать совместные продукты для пред-

ложения клиентам.

ЮРИДИЧЕСКИЙ БИЗНЕС



Идем на восток

ОАЭ стремительно превращаются в новый центр притяжения для российского капитала: десятки компаний переносят сюда свои холдинги. Сделки M&A в ОАЭ открывают бизнесу новые возможности, но требуют учета местной специфики. Партнеры White Square **Евгений Королев** и **Алексей Мареев** — о том, на что при проведении сделок в этом регионе следует обращать особое внимание.

— экспертиза —

В последние годы Объединенные Арабские Эмираты (ОАЭ) уверенно зарекомендовали себя как ведущий финансовый и бизнес-центр Ближнего Востока. Их выгодное географическое положение, развитая финансовая и бизнес-инфраструктура, налоговые преференции, а также политическая и экономическая стабильность делают ОАЭ идеальной базой для ведения международного бизнеса.

Относительная санкционная нейтральность ОАЭ, конфиденциальность и гибкость правового регулирования сделали эту страну естественным выбором для российского бизнеса, который ищет наиболее подходящие иностранные юрисдикции для своих международных холдинговых и торговых структур. За последние три года десятки компаний, связанных с Россией, перевели свои холдинги в ОАЭ из таких традиционных европейских юрисдикций, как Кипр, Нидерланды и Люксембург.

В настоящее время в ОАЭ базируется множество компаний, тесно связанных с российским рынком и бизнесом. В связи с этим вопросы структурирования и реализации сделок M&A, касающихся компаний в ОАЭ, становятся для российского бизнеса все более актуальными.

Однако особенности сделок M&A в этой стране требуют внимательного подхода к местной специфике, особенно когда речь

идет о выборе юрисдикции для структурирования сделок, об использовании отдельных инструментов сделок и организации профессиональной инфраструктуры.

Инфраструктура для сделок

В отличие от стран с единой правовой системой, в ОАЭ существует несколько правовых режимов, каждый из которых имеет собственных регуляторов, суды и корпоративное законодательство. Юрисдикции в ОАЭ можно разделить на материковые (оншорные) для каждого из семи эмиратов и свободные экономические зоны, которых насчитывается свыше 40 (DIFC, ADGM, JAFZA, RAKEZ, IFZA, KIZAD, DMCC и другие).

Некоторые свободные зоны имеют гибкое корпоративное регулирование, которое, во многом, основывается на принципах общего права. Например, правовая система свободной зоны Abu Dhabi Global Market (ADGM) в целом основана на английском общем праве и статутах: она позволяет более разнообразно подходить к структурированию акционерного капитала компаний и, соответственно, дает дополнительный инструментарий по настройке опционных программ для их менеджмента.

Основные преимущества свободных зон по сравнению с материковыми юрисдикциями включают налоговые льготы (для отдельных видов деятельности), упрощенные процессы регистрации и передачи акций. В частности, ключевые для сделок M&A сво-



Евгений Королев

бодные зоны обладают высоким уровнем «оцифрованности». Это благоприятно сказывается на простоте и скорости взаимодействия с регистратором компаний для целей осуществления различных корпоративных действий (например, замены лиц в органах управления). В отношении передачи акций также зачастую есть возможность направления распорядительных документов на осуществление сделки посредством онлайн-кабинета или иных цифровых каналов.

При этом стоит отметить, что вовлеченность в сделку компании из свободной зоны, как правило, требует участия корпоративных сервис-провайдеров, которые выступают единым окном взаимодействия с регистратором соответствующей зоны. И, в отличие от иных популярных недружественных юрисдикций (например, Кипра), в ОАЭ по-прежнему наблюдается большой выбор корпоративных сервис-провайдеров, готовых сопровождать проекты с прямым или косвенным участием российских инвесторов.

Не менее значимым элементом инфраструктуры, необходимым для эффективной

реализации сделок M&A, является место рассмотрения споров, возникающих из соответствующих сделок. ОАЭ предлагает в этой части уже проверенный на практике третейский институт в виде Международного арбитражного центра Дубая (DIAC). В текущей политической обстановке он позволяет рассматривать споры в нейтральной юрисдикции, формировать подходящий состав арбитров и рассчитывать на возможность исполнения решения в будущем.

Отдельные инструменты сделок M&A

Одной из особенностей сделок с акциями в ОАЭ, как и во многих других юрисдикциях, является промежуток времени между совершением распорядительных действий и переходом титула на акции. В зависимости от юрисдикции приобретаемой компании и других параметров сделки этот интервал может составлять от нескольких дней до нескольких месяцев (например, в случае получения регуляторных одобрений).

С учетом этого временного интервала использование платёжного эскроу для обеспечения передачи покупной цены против титула на акции является в ОАЭ распространенной практикой. Классический платёжный эскроу предполагает, что банк, выступающий эскроу-агентом, получает от покупателя цену обычно до подписания распорядительных документов по передаче акций и перечисляет покупную цену на счет продавца уже после перехода титула на акции.

В ОАЭ также можно встретить использование документарного эскроу, когда предметом эскроу является набор документов, необходимых для закрытия сделки, или менеджер-чек (разновидность чека, платеж по которому полностью обеспечен банком покупателя). Эскроу-агентом для таких чеков, как правило, выступает компания, предоставляющая корпоративные услуги.



Алексей Мареев

Использование документарного эскроу вместо классического платёжного может быть более оптимальным, поскольку оно обеспечивает более сжатые сроки согласования условий эскроу-соглашения и меньшую стоимость по сравнению с традиционными эскроу-соглашениями.

Необходимо также отметить, что в ОАЭ достаточно распространена практика страхования ответственности продавца по сделкам M&A. Такие страховые продукты пользуются повышенным спросом со стороны инвестиционных фондов, которым важно минимизировать риски ответственности после завершения сделки. Страховые компании, предлагающие соответствующие услуги в ОАЭ, глубоко интегрированы в международные финансовые рынки и поэтому накладывают ряд ограничений на работу с российскими активами и бенефициарами. При этом возможность использования данного вида страхования возможна в отношении международных контуров бизнеса, напрямую не связанных с Россией.

Лучше «пересидеть в деньгах»

— состояние рынка —

13 Антон Самохвалов отмечает усиление вертикальной интеграции: «Крупные игроки рассматривают возможности по приобретению компаний меньшего масштаба для усиления своих позиций на рынке и достижения синергетического эффекта от таких сделок». С ним согласен партнер практики корпоративного права и M&A Seamless Legal Арташес Оганов: «Интерес для крупных игроков по-прежнему представляют активы, которые создают синергию с основным бизнесом покупателя и, таким образом, мультиплицируют текущую прибыль, особенно если такие таргеты продаются по сниженной цене из-за падающих финансовых показателей или личного решения бенефициаров выйти из бизнеса», — говорит он.

Антон Джуплин добавляет, что продолжается консолидация бизнеса в руках стратегических инвесторов. Кроме того, продолжает господин Джуплин, увеличивается число сделок по созданию совместных предприятий. Марат Агабалян добавляет, что в СП часто крупный игрок участвует «деньгами», а за средними игроками сохраняется операционное управление бизнесом.

Поскольку российский рынок M&A стал преимущественно внутренним, в подавляющем большинстве случаев сделки регулируются российским правом с передачей споров в государственные арбитражные суды или российские третейские суды, говорит Даниил Иванов. Причем, уточняет Виктория Арутюнян, даже в трансграничных

сделках нередко прописывают российскую юрисдикцию. К тому же судебная практика диктует стандарты должной осмотрительности покупателя. Покупатели не могут полностью полагаться на заверения продавца в договоре и рассчитывать на однозначную защиту требований по ним в суде, поясняет господин Мотрич. В связи с этим, продолжает Ирина Куянцева, обязательным условием для заключения сделки становится комплексная проверка актива — как юридическая, финансовая и налоговая, так и более специфичные проверки, например экологический аудит.

С учетом текущих макроэкономических и геополитических факторов важным вопросом при структурировании сделок остается конфиденциальность владения, добавляет Антон Самохвалов. В связи с этим, продолжает Тимур Байрамов, сохраняется тренд на использование специальных корпоративных структур и сложных механизмов оплаты. Невозможность для некоторых продавцов принимать «санкционные» деньги влечет необходимость привлечения в сделку третьих, «несанкционных» лиц, рассказывает Максим Кулешов. Трудности с международными расчетами влекут распространение таких инструментов, как ЗПИФы и СФО, которые позволяют скрыть источники финансирования.

Объемы и отрасли

Большинство опрошенных юрфирм наблюдали снижение средней стоимости сделок M&A как минимум в первом квартале 2025 года. Впрочем, некоторые отмечали обрат-

ный тренд: в АБ ЕПАМ и «Дякин, Горюнян и партнеры» говорят о росте средней стоимости сделок на фоне уменьшения их количества.

По данным бюллетеня «Рынок слияний и поглощений», количество сделок в первом полугодии сократилось (201 сделка против 233 за аналогичный период 2024 года), их суммарная стоимость снизилась на 12,3% (до \$18,7 млрд). При этом в июне 2025 года произошел рост на 23,2% (43 сделки на сумму \$3,36 млрд) к июню прошлого года. В целом во втором квартале объем сделок вырос на 54% по сравнению с первым, указывает госпожа Тимошенко. По оценкам Ирины Нарышевой, сейчас доминируют сделки в сегменте от \$50 млн до \$100 млн.

Применительно к отраслям юристы отмечают наибольший рост сделок в IT-секторе и консолидацию активов на этом рынке. Тимур Байрамов отмечает, что покупателями здесь выступают «крупные банки и корпорации, для которых приобретаемые активы являются компетенментарными по отношению к основному бизнесу». Малый tech-бизнес скупают крупные игроки вроде «Яндекса» и «Сбера», подтверждает Максим Кулешов. Среди других отраслей юристы указывают на активность в сфере добычи полезных ископаемых, пищевой промышленности, в TMT, недвижимости и девелопменте, транспорте и логистике.

Господин Краснихин полагает, что «точки роста обусловлены приоритетами государственной политики, включая фокус на импортозамещение, технологическую автономию, цифровую трансформа-

цию и развитие стратегически важных отраслей». По оценкам госпожи Некторова, довольно высокая активность наблюдается в так называемом сегменте distressed assets: «Некоторые бизнесы доведены до такого состояния, что не могут не продаться».

Прогнозы и риски

Большинство юристов дают осторожные прогнозы на небольшой рост сделок к концу года, отмечая волатильность рынка, влияние внешних и внутренних факторов и нежелание инвесторов рисковать. «Рынок M&A всегда является крайне восприимчивым к экономическим и геополитическим факторам. В текущих условиях многие участники сделок находятся в выжидательной позиции и откладывают совершение сделок до момента большей стабилизации рынков», — говорит Антон Самохвалов. Что касается геополитики, Михаил Мотрич полагает, что существенные подвижки к урегулированию конфликта и в особенности отмена тех или иных санкций могут привести к оживлению M&A-активности, прежде всего в сферах, ориентированных на международное сотрудничество и привлечение инвестиций, таких как финансы, технологии, телеком и производство с экспортным потенциалом.

Со стороны экономики рынок во многом будет определять уровень ключевой ставки ЦБ РФ. Пока процентные ставки остаются довольно высокими, Иван Фрышкин ожидает роста сделок в рамках финансовых реструктуризаций. Андрей Филиппенко считает, что первое осеннее заседание ЦБ РФ по ключевой

ставке может задать тренд как минимум до конца года. Виктория Арутюнян ждет всплеска активности в четвертом квартале, учитывая начавшееся снижение ставки, но полагает, что «классический» M&A уже не вернется: «Это будет рынок сложных структур и государственно-частных гибридов». «Плавное снижение ключевой ставки и уверенные прогнозы по ее дальнейшему уменьшению возвращают у инвесторов аппетит к потенциальным M&A-сделкам как альтернативе инструментам с падающей фиксированной доходностью. Однако большинство клиентов сходится во мнении, что при сохранении текущего тренда в действиях ЦБ полноценного пробуждения M&A-рынка можно ожидать не ранее первого полугодия 2026 года», — прогнозирует Арташес Оганов. Марат Агабалян полагает, что в сделках постепенно начнет участвовать заемный банковский капитал.

При сохранении высокой ключевой ставки с учетом рыночной конъюнктуры может увеличиться количество продаваемых «проблемных» активов, которые, к сожалению, и будут оказывать влияние на положительную динамику M&A-активности, полагает Александр Рудяков. Господин Болотнов прогнозирует, что в качестве альтернатив сделкам по покупке активов и созданию совместных предприятий могут распространиться и «менее обязывающие» формы сотрудничества и привлечения инвестиций, такие как создание альянсов, приобретение прав на отдельные необходимые для бизнеса объекты (например, софт), контрактное производство и другие договорные конструкции.

Ирина Нарышева рассчитывает на сохранение активности инвесторов из дружественных стран, особенно из Китая, а учитывая начатые переговоры по ряду проектов, она прогнозирует рост во второй половине 2025 года числа сделок по созданию СП не только в IT, но и в реальном секторе (химическое производство, автомобильная промышленность и машиностроение). Даниил Иванов полагает, что зарубежным инвесторам наиболее интересны вложения в инфраструктурные проекты, коммерческую недвижимость, в меньшей степени — в природные ресурсы. Исходящие из РФ инвестиции, по его словам, преимущественно конфиденциальны и направлены в Китай и страны Средней Азии, где речь идет в основном о создании СП или приобретении стратегической, но не контролирующей доли в местных бизнесах.

К негативным факторам, отпугивающим клиентов от сделок, Александр Некторов и Тимур Байрамов относят кейсы деприватизации и национализации бизнеса. «Плохо прогнозируемая ситуация с «национализацией по суду» отбивает желание рассматривать многие активы как объект приобретения», — признает госпожа Тимошенко. Другие отрицательные факторы — высокое санкционное давление и недостаток ликвидности на рынке, добавляет Ирина Куянцева. Кроме того, отмечает Елена Тимошенко, высокая доходность пассивных инвестиций (депозитов) из-за монетарной политики также снижает интерес состоятельных инвесторов к риску и стратегическим приобретениям.

Анна Занина

ELWI

Где Ваша выгода?

T +7 495 103 0033

E info@elwi.com

Официальный юридический партнер Ассоциации корпоративных казначеев

реклама



o2 consulting

Юридический бизнес

Архитектурный код

Юрист больше не просто хранитель документов и правил. В эпоху санкций и разорванных цепочек поставок он становится стратегом, который собирает трансграничные M&A-проекты с нуля, дирижирует интересами сторон и отвечает не только за юридическую чистоту, но и за сам результат сделки.

— практика —

На протяжении двух последних лет меня все чаще спрашивают о том, в качестве кого я консультирую — юриста или инвестиционного банкира? Обычно я отвечаю: «Я — архитектор сделок».

Рынок трансформируется, а вместе с ним неизбежно меняется и профессия. Мой личный опыт, как и опыт моей команды, четко свидетельствует: традиционная юридическая роль (due diligence, подписание документов, структурирование, согласование SPA) сегодня занимает не более 20% моего рабочего времени. Все остальное — это фасилитация, стратегическая сборка и управленческий инжиниринг.

Юрист как фасилитатор

Раньше в трансграничных M&A-сделках юрист подключался к проекту только после того, как его приносил клиент или инвестбанк, входя в него на этапе подписания термшита и выходя после подачи документов на смену титула. Сегодня же юридический консультант высокого уровня все чаще становится автором сделки, создающим ее с нуля. Вход в проект происходит на этапе, когда еще нет ни покупателя, ни продавца, ни четкой конструкции — есть только контекст: санкции, замороженные активы, разорванные цепочки, политические чувствительные рынки.

Мы не просто проверяем документы, но и формируем саму архитектуру сделки: от идеи и экономической логики до ее полного исполнения в условиях санкций, регуляторных ограничений и геополитической турбу-

лентности. Мы «собираем» сделки вручную, то есть находим экономическую модель, которая удовлетворяет обе стороны, проектируем инфраструктуру передачи активов и денежных средств с учетом санкционного комплаенса, организуем юридическую основу сделки, включая работу с регуляторами и выстраивание GR-коммуникаций сразу в нескольких юрисдикциях, формируем структуру расчетов. На этом фоне возрастает спрос на нестандартные конструкции: свопы, обменные сделки, гибридные выходы, комплексные трансграничные реструктуризации с участием регуляторов нескольких стран.

От классического M&A к архитектуре замещений

Самые интересные сделки, которые я веду последние два года, — это истории, в которых «ничего не продавалось», то есть отсутствовали привычный актив на продажу и очевидные покупатели. Это могли быть заблокированные дивиденды у «дочки» европейского холдинга, долговые обязательства перед иностранным банком, суверенные бонды на балансе, от которых нужно было избавиться не через рынок, или российский актив иностранного владельца, интересный профильному игроку, но недоступный для покупки на обычных условиях. Так рождаются структуры, где, к примеру, один инвестор выходит из проекта, получая взамен ликвидные бумаги американских эмитентов, другой заходит, консолидируя долю через офсет обязательств, а третий получает долю через замещающий заем — и весь этот



Ольга Сорокина

процесс реализуется в пяти юрисдикциях и под контролем трех регуляторов. Кто-то скажет: «Это не юриспруденция». А я отвечу: это и есть новое амплуа юриста в сделках.

Сегодня наиболее востребован формат «гибридных» сделок, в которых происходит не банальная купля-продажа, а трансформация капитала: вложения, реинвестирование, замена обязательств на долевое участие или обмен правами требования на реальные активы. Если еще несколько лет назад средний размер классической M&A-сделки в практике O2 Consulting составлял около \$50 млн, то нынешние проекты, которые я курирую лично, стартуют от \$100 млн и доходят до нескольких миллиардов долларов, отражая не только масштаб сделки, но и принципиально иной уровень ее сложности и стратегической проработки, включая проектирование инфраструктуры движения активов и денежных потоков с учетом санкционного комплаенса. В нашей компании такими проектами занимается специальный проектный офис, работающий под

моим руководством. Моя задача — отвечать не только за юридическую часть, но и за результат сделки в целом. Если где-то необходима более глубокая экспертиза — по отрасли, юрисдикции или формату сделки, я подключаю отдельных экспертов или целые команды из других юрфирм, часть из которых может выступать нашими конкурентами. Это еще раз подчеркивает, что сегодня юрист в сложной сделке не просто исполнитель, а стратег, который дирижирует процессом, в то время как рутинную юридическую работу можно передать другим.

Больше, чем советник

Чтобы собрать сложную сделку, мало быть просто хорошим экспертом. Такая задача требует не просто знания закона, а умения соединять интересы, юрисдикции, цели и ограничения в единое целое. Нужны деловая интуиция, понимание целей и интересов сторон, глубокое доверие со стороны всех участников и погружение в повестку регуляторов разных стран. Принцип сорясте уже не работает: та структура, что выстрелила в 2021 году, скорее всего, провалится сегодня, и наоборот — креатив, адаптивность и договороспособность сегодня ценятся выше шаблонов.

Другая ключевая примета времени — изменение ожиданий со стороны клиента. В крупных сделках с участием глобальных корпораций юридический советник становится частью стратегического штаба наравне с банкирами, CEO, акционерами и советом директоров. Его задача — не только видеть всю картину, действуя в рамках закона, но и выполнять работу по сделке максимально эффективно, максимально быстро, в правильный момент и с минимальными рисками.

Авторство сделки

Когда я начинаю работать с клиентом, я спрашиваю не про условия сделки, а про то, какого результата он хочет добиться и каких рисков боится. Потому что структура сделки должна отвечать не только на юридическую

логику, но и на его внутренние страхи: заморозки, блокировки, потерю контроля, давление извне. Именно поэтому мы стали применять в сложных проектах элементы, раньше считавшиеся нетипичными для M&A: стресстесты на устойчивость бизнеса при смене акционерного контроля при выходе иностранных компаний, моделирование сценариев санкционного давления, конфиденциальные консультации с регуляторами. Ведь сегодня любая крупная сделка — это не только формальные риски. Это человеческий фактор, эмоции и тонкий баланс интересов.

Нужен ли здесь юрист?

Да, но не классический. Нужен советник, который понимает язык права и одновременно говорит на языке бизнеса и стратегии. Кто-то не предлагает поступить «как обычно», а прорабатывает все возможные гипотезы. Понимает, как встроить интересы сторон в единый правовой и финансовый контур, не нарушив при этом правил раскрытия, валютного контроля и санкционного комплаенса. Знает, что подписанные юридические документы — лишь финальный аккорд сложной комбинации интересов, целей и ограничений.

Таких специалистов нельзя вырастить только на опыте юридической практики, этот опыт нарабатывается путем синтеза предпринимательских навыков, ведения масштабных сделок, понимания бизнеса, политического контекста и, самое главное, доверия. Оно и есть основной фундамент, на котором сегодня строится юридическая профессия в современных сделках M&A. И в этом смысле юрист нового поколения ближе к архитектуре или дирижеру, чем к консультанту. Его миссия не просто защищать, проверять и оформлять, а создавать сделки, синхронизировать интересы сторон и доводить проект до результата.

Ольга Сорокина,
управляющий партнер
O2 Consulting и Oxygen Empire
Dubai

Сделки года

— сегмент рынка —



ДОБЫЧА ПОЛЕЗНЫХ ИСКОПАЕМЫХ

Отрасль: добыча полезных ископаемых
Наименование объекта сделки: акции публичного акционерного общества «Южуралзолото Группы компаний» (ПАО ЮГК) — одного из крупнейших золотодобывающих предприятий России
Регион: Российская Федерация
Продавец (конечный бенефициар): физическое лицо
Покупатель (собственник покупателя): АО «ААА Управление капиталом» (входит в группу «Газпромбанк»)

Юридическая фирма, сопровождающая сделку: VERBA LEGAL — со стороны продавца
Формат сделки: купля-продажа активов
Размер пакета акций/ долей: 22%
Стоимость сделки: более 24 млрд руб.
Характеристика, состояние сделки: завершена

Описание: Комплексное юридическое сопровождение сделки по продаже 22% акций публичного акционерного общества «Южуралзолото Группы компаний» (ПАО ЮГК) — одного из крупнейших золотодобывающих предприятий России. АО «ААА Управление капиталом», входящее в группу «Газпромбанк», приобрело 22% акций у президента и основного акционера ПАО ЮГК — по итогам сделки президент остался крупнейшим акционером ПАО ЮГК с пакетом акций в размере 67,8% от уставного капитала компании. Доля акций компании в свободном обращении осталась на уровне 10,15%.

Отрасль: добыча полезных ископаемых
Наименование объекта сделки: Zapadnaya Gold Mining (ГРК «Западная»)
Регион: Российская Федерация
Продавец (конечный бенефициар): акционеры МКАО «Западная Голд Майнинг Лимитед»

Покупатель (собственник покупателя): частный российский инвестор
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: BIRCH со стороны продавца
Формат сделки: купля-продажа акций
Размер пакета акций/долей: 100%
Стоимость сделки: не разглашается (возможная сумма сделки — \$400 млн, согласно открытым источникам)
Характеристика, состояние сделки: завершена

Описание: Консультирование акционеров МКАО «Западная Голд Майнинг Лимитед» в сделке по продаже частному инвестору группы золотодобывающих компаний, осуществляющих свою деятельность более 40 лет и разрабатывающих 13 проектов на золотых месторождениях на северо-востоке России и в Восточной Сибири, включая геологоразведку, разработку и добычу. ГРК «Западная» производит около 3 тонн золота в год и входит в топ-15 крупнейших золотодобытчиков страны.

ПРОЧЕЕ ПРОИЗВОДСТВА

Отрасль: прочие производства (целлюлозно-бумажная промышленность)
Наименование объекта сделки: ООО «ММПОФ Пэкэджинг», ООО «ММПОФ Роторавор» и ООО «Невские грани» (крупные предприятия по производству картонной упаковки для FMCG-продукции и табачных изделий и специализированной бумаги)
Регион: Российская Федерация (Ленинградская область, Псковская область)
Продавец (конечный бенефициар): не разглашается (согласно открытым источникам, девелоперская компания «Гранель», бенефициар — И. Нигматуллин)
Покупатель (собственник покупателя): группа компаний «Свеза» — один из лидеров российского лесоперерабатывающего комплекса, крупнейший в России производитель картона и бумаги из осины, а также мировой лидер по выпуску березовой фанеры

Юридическая фирма, сопровождающая сделку: «Кучер Кулешов Максименко и партнеры» со стороны покупателя
Формат сделки: купля-продажа активов
Размер пакета акций/долей: 100%
Стоимость сделки: не разглашается (возможная сумма сделки — от 10 млрд до 13 млрд руб., согласно открытым источникам)

Характеристика, состояние сделки: завершена
Описание: группа «Свеза» приобрела три крупных предприятия по производству картонной упаковки для FMCG-продукции и табачных изделий и специализированной бумаги — ООО «ММПОФ Пэкэджинг», ООО «ММПОФ Роторавор» и ООО «Невские грани», которые до 2022 года принадлежали крупному австрийскому холдингу Maug-Melnhof и были проданы предыдущему собственнику в рамках выхода Maug-Melnhof из российского бизнеса. В результате сделки «Свеза» усилила позиции на картонно-бумажном рынке и ожидает серьезного синергетического эффекта от вхождения новых активов в структуру его группы, который в конечном счете может повысить эффективность всего российского ЛПК.

СТРОИТЕЛЬСТВО И ДЕВЕЛОПМЕНТ

Отрасль: строительство и девелопмент
Наименование объекта сделки: «Outlet Village Белая Дача» и «Outlet Village Пулково»
Регион: Российская Федерация (Москва, Санкт-Петербург)
Продавец (конечный бенефициар): американский фонд Hines и российская группа компаний «Белая Дача»
Покупатель (собственник покупателя): АО «Кама Капитал»
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: Nextons со стороны продавца, SL Legal со стороны покупателя
Формат сделки: купля-продажа долей и акций в компаниях — собственниках активов
Размер пакета акций/долей: 100%
Стоимость сделки: не разглашается (возможная сумма сделки — 20 млрд руб., согласно открытым источникам)
Характеристика, состояние сделки: завершена

Описание: В рамках сделки «Кама Капитал», российский инвестиционный холдинг, занимающийся приобретением, операционным управлением и развитием крупных объектов коммерческой недвижимости, приобрел два знаковых аутлет-центра в России: «Outlet Village Белая Дача» (г. Москва) и «Outlet Village Пулково» (г. Санкт-Петербург). По экспертным оценкам, совокупная рыночная стоимость объектов составляет около 20 млрд руб. «Outlet Village Белая Дача» (37,2 тыс. кв. м) — первый шопинг-центр подобного уровня под открытым небом в России. Продавцами актива выступили международный фонд Hines и российская группа компаний «Белая Дача». «Outlet Village Пулково» (35,5 тыс. кв. м) — крупнейший аутлет-центр в Северо-Западном регионе РФ. Продавцом данного актива выступил международный фонд Hines. Данные объекты являются одними из крупнейших аутлет-центров в России, в которых на сегодняшний день представлено более 280 моно- и мультибрендовых магазинов ведущих международных и российских брендов.

Команда SL Legal консультировала покупателя по всем вопросам приобретения 100% долей/акций в компаниях — собственниках аутлет-центров: юристы SL Legal осуществляли комплексное сопровождение проекта, включая юридическую проверку активов, подготовку документации по сделкам, участие в переговорах, структурирование подхода к погашению внутригрупповой задолженности и опциям по реструктуризации внешнего долга, включая приобретение кипрской компании-должника.

Команда Nextons консультировала международных инвестиционных фонды группы Hines по всем аспектам продажи долей в уставном капитале обществ, владеющих «Outlet Village Белая Дача» и «Outlet Village Пулково», в пользу «Кама Капитал».

Отрасль: строительство и девелопмент
Наименование объекта сделки: ООО СДМ ТК-2

Регион: Российская Федерация
Продавец (конечный бенефициар): ЗПИФ «Азимут-Капитал»
Покупатель (собственник покупателя): ООО «Сбербанк Инвестиции»
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: Orio со стороны покупателя
Формат сделки: купля-продажа долей
Размер пакета акций/долей: 100
Стоимость сделки: не разглашается
Характеристика, состояние сделки: завершена

Описание: Команда Orio консультировала ООО «Сбербанк Инвестиции» в сделке по приобретению 100% долей ООО СДМ ТК-2 и дальнейшей продаже 50% долей ООО «Логопарк 7». СДМ ТК-2 является собственником нескольких земельных участков площадью 15,5 га и складского комплекса площадью

82 142 кв. м на Липкинском шоссе Московской области. В рамках сделки команда Orio участвовала в подготовке трансакционной документации и переговорах по сделке, а также сопровождала подписание и закрытие сделки. Сделка по приобретению СДМ ТК-2 предполагала покупку 100% долей у закрытого паевого инвестиционного фонда «Азимут-Капитал» и дальнейшую продажу 50% долей ООО «Логопарк 7», которое будет заниматься операционным управлением логопарком.

Отрасль: строительство и девелопмент
Наименование объекта сделки: ООО «Специализированный застройщик „Самолет-Бирилево“» (проектная компания девелоперского проекта «Квартал Герцена»)
Регион: Российская Федерация
Продавец (конечный бенефициар): группа компаний ПАО «ГК „Самолет“»

Покупатель (собственник покупателя): группа компаний «Брусника»
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: O2 Consulting со стороны покупателя
Формат сделки: купля-продажа долей
Размер пакета акций/долей: 100%
Стоимость сделки: не разглашается
Характеристика, состояние сделки: завершена

Описание: Команда O2 Consulting проводила приобретение ГК «Брусника» проекта «Квартал Герцена» (более 850 тыс. кв. м застройки, включая жилую часть свыше 647 тыс. кв. м) у ГК «Самолет». Сделка позволила усилить позиции «Брусники» на московском рынке жилой недвижимости и нарастить присутствие на высокомаржинальном рынке Москвы; в результате сделки земельный банк «Брусники» в Московском регионе увеличился более чем в 2,5 раза, что позволило компании закрепить лидерские позиции среди крупнейших федеральных девелоперов.

Юридическое сопровождение включало комплексную работу: проведение юридической и налоговой due diligence приобретаемой компании и земельных участков, разработку и согласование структуры сделки, а также трансакционной документации. Особое внимание было уделено детальной проработке комплексного договора купли-продажи долей застройщика, который предусматривал не только переход прав на доли компании, но и передачу объекта в процессе строительства, обязательств по строительству масштабных социальных объектов: школ, детских садов и поликлиники.

Отрасль: строительство и девелопмент
Наименование объекта сделки: ПАО «Иград»
Регион: Российская Федерация
Продавец (конечный бенефициар): ООО «Концерн „Россимум“»
Покупатель (собственник покупателя): Smilnex
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: Nextons со стороны продавца
Формат сделки: купля-продажа активов

Размер пакета акций/долей: —
Стоимость сделки: не разглашается
Характеристика, состояние сделки: завершена

Описание: Команда Nextons консультировала ООО «Концерн „Россимум“» по всем аспектам продажи ПАО «Иград» в пользу компании Smilnex. В состав сделки вошли 19 девелоперских проектов в стадии строительства и проектирования в Москве и Московской области. Их общая площадь, включая жилую, коммерческие помещения и социальную инфраструктуру, составляет 7,1 млн кв. м. Вместе с этим в контуре сделки 15 тыс. га земельного банка в Московской области, в том числе два проекта ИЖС, два проекта строительства логистических центров в Новой Москве и ряд других активов.

Отрасль: строительство и девелопмент
Наименование объекта сделки: 40 различных компаний
Регион: Российская Федерация
Продавец: Федеральное агентство по управлению государственным имуществом
Покупатель: конфиденциально
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: Forward Legal со стороны покупателя
Формат сделки: купля-продажа долей/ акций компаний

Размер пакета акций/долей: 100%
Стоимость сделки: не разглашается
Характеристика/состояние сделки: завершена
Описание: Представление интересов покупателя в сделке по выкупу у Росимущества портфеля из примерно 40 компаний, включающего строящиеся жилые комплексы в центре Москвы, здания в исторических деловых кварталах и ряд бизнес-центров. Команда Forward Legal консультировала покупателя на всех этапах сделки.

Отрасль: строительство и девелопмент, финансовые институты
Наименование объекта сделки: 100% долей в нескольких ООО, в собственности которых находятся здания комплекса гостиницы «Турист»
Регион: Российская Федерация (Москва)
Продавец (конечный бенефициар): физические лица — бенефициары ООО «Август», ООО «Март», ООО «Апрель», ООО «Весна» и ООО «Лето»

Покупатель (собственник покупателя): «Т-Девелопмент» (Т-Банк)
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: Alumni Partners со стороны покупателя
Формат сделки: купля-продажа долей
Размер пакета акций/долей: 100%
Стоимость сделки: не разглашается (возможная сумма сделки — 3 млрд руб., согласно открытым источникам)
Характеристика, состояние сделки: завершена
Описание: Команда Alumni Partners сопровождала «Т-Девелопмент» (дочернюю компанию Т-Банка) в сделке по приобретению долей в уставном капитале нескольких компаний, владеющих пятью зданиями ком-

плекса гостиницы «Турист» в Москве общей площадью 24,7 тыс. кв. м, включая права на земельный участок, на котором они расположены, для создания студенческого городка Центрального университета.

Alumni Partners осуществляла комплексное сопровождение сделки, включая юридическую проверку компаний и объектов недвижимости, структурирование сделки (с учетом сложного внешнего и внутреннего финансирования), подготовку и согласование трансакционной документации, получение согласия ФАС России, проведение переговоров и подписание.

Отрасль: строительство и девелопмент
Наименование объекта сделки: ГК «Жиликапвест» (крупный девелопер Дальневосточного федерального округа)

Регион: Российская Федерация (Приморский край)
Продавец (конечный бенефициар): Коробов Д. В., Румянцев Н. Н.

Покупатель (собственник покупателя): GlovaX
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: «Лемчик, Крупский и партнеры»
Формат сделки: купля-продажа активов
Размер пакета акций/долей: 100% в каждой компании группы

Стоимость сделки: не разглашается (возможная сумма сделки — 3 млрд руб., согласно открытым источникам)
Характеристика, состояние сделки: завершена
Описание: В рамках проекта команда «Лемчик, Крупский и партнеры» (ЛКП) провела комплексный due diligence группы продавца, в результате которого были выявлены основные риски актива, а также определен конкретный периметр приобретаемых компаний. Сделка включала в себя полный массив трансакционной документации, включая рамочный (генеральный) договор купли-продажи, договоры купли-продажи долей, договоры цессии и сопутствующие документы, обеспечивающие юридическую целостность сделки. ЛКП также оказывали услуги регуляторного сопровождения сделки, а именно получения согласования ФАС России, включая подготовку документов и выработку правовой позиции.

ТОРГОВЛЯ (FMCG)
Отрасль: FMCG
Наименование объекта сделки: сеть продовольственных супермаркетов «Азбука вкуса»
Регион: Российская Федерация
Продавец (конечный бенефициар): собственники мажоритарного пакета долей в уставном капитале ООО «Городской супермаркет» («Азбука вкуса»)
Покупатель (собственник покупателя): АО «Тандер» (операционная компания ПАО «Магнит»)
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: адвокатское бюро EPAM (АБ EPAM) со стороны продавца, Stonebridge Legal со стороны покупателя

Юридический бизнес

Дорога к доверию

За 30 лет китайские инвестиции в Россию прошли путь от единичных проектов в сырьевом секторе до «стратегического партнерства» на политическом уровне. Однако объем вложений КНР в российскую экономику остается скромным: официально прямые инвестиции из Китая редко превышали \$2–3 млрд в год, что составляет доли процента от глобального китайского экспорта капитала. Управляющий партнер Ingvarr **Игорь Мазилин** и старший юрист **Наталья Караиван** — о том, научатся ли Китай и Россия доверять друг другу в бизнесе и как скоро политический союз превратится в реальное инвестиционное сотрудничество.

— новые рынки —

Проверенные временем

Исторически главными игроками в российской экономике были китайские государственные корпорации — CNPC, Sinopex, CNOOC, Silk Road Fund, чьи интересы концентрировались вокруг добычи нефти и газа, нефтехимии и удобрений и участия в таких проектах, как «Амал СПГ» и «Арктик СПГ-2», в капитале СИБУРа, в «Удмуртнефти» и «Сахалине-3». Частные компании из КНР действовали более точно и диверсифицированно: автоконцерн Great Wall Motors построил завод в Тульской области, Fosun приобрела бизнес-центр в Москве, Alibaba вместе с российскими партнерами запустила AliExpress Russia, китайская Angel Yeast открыла завод по производству дрожжей и удобрений в Липецкой области.

Отдельной категорией выступают суверенные фонды и банки развития: Российско-Китайский инвестиционный фонд и Silk Road Fund поддерживали проекты в лесной, энергетической и химической отраслях, а финансирование крупнейших сделок частично обеспечивалось китайскими банками.

Формат участия обычно проходил по схеме «миноритарная доля или совместное предприятие без передачи контроля китайским инвесторам». Такой формат соответствовал как российскому подходу, ограничивающему доступ иностранцев к стратегическим активам, так и осторожности самих китайских инвесторов, предпочитающих управленческому контролю дивиденды и долгосрочные поставки сырья. Часто китайские инвестиции шли «в связке» с торговыми контрактами и кредитными линиями китайских банков. Такая модель означала, что российские компании получали доступ к финансированию на льготных условиях, а китайская сторона — долгосрочные поставки сырья и снижение рисков.

Аккуратное сотрудничество

Начиная с 2022 года многие ожидали «китайского прорыва» — масштабного прихода капитала и новых инвестпроектов. Реальность оказалась менее однозначной: Китай сохранил статус ключевого торгового партнера, но действует крайне выборочно. Массовых вложений не произошло, однако прежние проекты продолжают развиваться — к примеру, в конце 2023 года была запущена первая очередь проекта «Арктик СПГ-2», значительная часть продукции которого закреплена за китайскими потребителями. А «Сила Сибири-2» после многолетних согласований все-таки была подписана в текущем году — теперь главным вопросом становится практическая реализация договоренностей.

Параллельно китайские компании начали занимать ниши, освободившиеся после ухода западных игроков. Особенно это заметно в автомобилестроении: доля китайских брендов на рынке превысила 50% от общего чи-



Игорь Мазилин

сла наименований, хотя в основном это поставки авто, собранных в Китае. Исключение составляют отдельные проекты, где Китай демонстрирует готовность к долгосрочному присутствию, например завод Naval в Тульской области или расширение мощностей Haier. В агропроме стартовали новые проекты по глубокой переработке зерна и выпуску кормовых добавок, а на границе открываются новые мосты и терминалы.

В высокотехнологичных секторах настрой остается осторожным: крупные игроки вроде Huawei или ZTE избегают прямой работы с россиянами, но сотни компании второго эшелона — от электроники и бытовой техники до IT-сервисов — активно выходят на российский рынок.

В финансовой сфере выросла роль юаня: за последние два года он стал основной валютой внешней торговли между Россией и Китаем, а расчеты в нацвалютах превращаются в норму. Однако за этой статистикой скрываются важные ограничения. В конце 2022 года китайская банковская система фактически закрыла возможность прямых расчетов для большинства российских контрагентов, прежде всего из-за опасений вторичных санкций. Многие сделки приходится проводить

через многоступенчатые схемы и сеть посредников, что увеличивает издержки и снижает предсказуемость.

Не решен и вопрос расширения институционального присутствия российских банков в Китае: несмотря на очевидную потребность, за последние три года ни один российский банк так и не получил новых лицензий на открытие филиалов в Китае. Китайские банки также пока не заняли нишу, освободившуюся после ухода из России европейских игроков, ограничиваясь финансированием торговых операций преимущественно для китайских клиентов. Все это делает финансовое сотрудничество уязвимым: юань укрепил свои позиции, но системные каналы финансирования пока не открыты.

Отдельная тема — панда-бонды: несмотря на заметный интерес ряда крупных российских компаний к выпуску облигаций в юанях, китайский рынок и регуляторы не готовы принимать российских эмитентов. Нормативная база позволяет российским компаниям выходить на публичный долговой рынок Китая, но на практике с 2016 года успешное размещение состоялось лишь у «Русала».

Прогнозы и перспективы

Когда в 2022 году мы создавали российско-китайскую практику, запросы клиентов сводились к «лекционному курсу по Китаю» — правила игры, особенности рынка. Этот интерес начал быстро трансформироваться в реальные проекты: подавляющее большинство наших клиентов вскоре приступили к организации своего присутствия в Китае. Поначалу — в целях исследования рынка продаж своего товара и закупок материалов и оборудования, но уже в 2023 году мы увидели первые российские инвестиции в КНР, в основном через совместные предприятия с китайскими партнерами.

Профиль российских инвесторов выглядел предсказуемо, но показательно — нефтегаз, химическая промышленность, микроэлектроника и телеком. Внимание инвесторов из нефтегазовой и химической промышленности было сосредоточено на приобретении инфраструктуры для дистрибуции и сбыта, а инвесторы из индустрии телекома и микроэлектроники искали партнерства с китайскими разработчиками. В каждом случае российские клиенты настаивали на контрольном пакете акций, понимая, что без местных партнеров все же не обойтись. Миноритарные прямые инвестиции в китайскую экономику, судя по всему, пока не на повестке у крупного российского бизнеса.

С конца 2024 года наметилось встречное движение: в Россию начали приходить крупные китайские компании с целью создания совместных предприятий с российскими партнерами. Эти сделки, преимущественно в аграрном секторе и обрабатывающей промышленности, отличаются от исторических китайских инвестиций — вместо миноритарных инвестиций китайцы и россияне чаще пытаются создавать совместные предприятия на паритетных началах. Пока китайские инве-



Наталья Караиван

сты чаще приносят с собой технологии и рынки сбыта и реже — капитал, хотя в последнее время этот тренд начинает меняться.

В ближайшие пять лет мы ожидаем роста числа совместных предприятий в обеих странах, что должно открыть доступ к китайскому заемному финансированию. Традиционно банки КНР неохотно кредитуют иностранные компании, если у них нет китайского акционера — такие сделки возможны скорее под крупные экспортные контракты, в то же время совместные предприятия с участием китайского капитала получают принципиально иные перспективы.

Также мы ожидаем открытия доступа российским компаниям на публичный долговой рынок Китая и рассчитываем на то, что вопрос с прямыми расчетами в юанях в итоге будет решен на системном уровне — как минимум посредством определения ряда финансовых институтов с обеих сторон, специализирующихся на этих операциях. Со временем КНР, вероятно, допустит российских игроков и в свой финансовый сектор. Политическое «стратегическое партнерство» постепенно должно перерасти в качественное инвестиционное сотрудничество.

Инфраструктура ищет деньги по-новому

— практика —

Эксперты Better Chance — партнер ВЛАДИМИР БАРБОЛИН, старшие юристы АРИНА КАЧАНОВА и МАРИНА КИЗЕНКОВА — о роли межкредиторского соглашения в крупных инфраструктурных проектах с государственным участием.

В текущей экономической ситуации крупнейшие инфраструктурные проекты финансируются главным образом в рамках тех или иных механизмов государственно-частного партнерства в широком смысле этого слова. Финансирование может происходить как в рамках «классической» схемы ГЧП при заключении концессионного соглашения, так и путем опосредованного участия государства в финансировании расходов частного партнера на создание, эксплуатацию или техническое обслуживание объекта соглашения. Такое участие государства может выражаться в предоставлении разнообразных субсидий или инструментов льготного кредитования: капитальных грантов, предоставления средств ФНБ, выпуска облигаций, субординирования процентных ставок.

Для привлечения в проекты ГЧП разнообразных источников финансирования необходимо не только постоянное совершенствование привычных схем, которыми традиционно оформляются взаимоотношения между участниками таких проектов, но и поиск новых юридических решений, которые позволяли бы учитывать интересы всех финансирующих сторон и при этом строго соответствовали требованиям законов, регулирующих участие государства в подобных проектах. Эти обстоятельства требуют разработки нового уникального правового инструментария, регулирующего порядок взаимодействия всех субъектов, участвующих в финансировании инфраструктурного проекта, реализуемого в рамках той или иной структуры ГЧП, включая финансирующие институты, концессионера, эмитентов облигаций и органы государственной власти. Действующее законодательство позволяет сторонам самостоятельно разрабатывать соответствующую механику межкредиторского взаимодействия, опираясь на базовые правовые конструкции и схожие правовые институты с учетом особенностей конкретного инвестиционного проекта.

Инструмент фиксации прав

В практике Better Chance уже неоднократно реализовывались комплексные межкредиторские соглашения. Это договоренности между участниками финансирования, которые по своей правовой сути являются сме-



Владимир Барболин



Арина Качанова



Марина Кизенкова

шанными договорами и содержат в себе элементы разных типов контрактов: соглашений о порядке реализации прав кредиторов, агентских договоров и договоров поручения, договоров об управлении залогом и других инструментов, предусмотренных гражданским законодательством или реализуемых в силу принципа свободы договора. Главная цель межкредиторского договора в проектах ГЧП — четкая фиксация прав разных групп кредиторов и определение порядка их действий в различных ситуациях. Алгоритмы осуществления прав предназначены как для обеспечения «повседневной» работы с проектом, так и для реализации прав кредиторов при возникновении проблемных ситуаций: неисполнения обязательств, обращения взыскания на предмет залога (находящегося в залоге как у всех классов кредиторов, участвующих в межкредиторском соглашении, так и у отдельных классов кредиторов), принудительного взыскания задолженности и других случаев.

Важным элементом межкредиторского соглашения является регулирование предоставления и прекращения полномочий межкредиторского агента и других административных управляющих, чьи функции предусмотрены в документе. Поскольку их деятельность почти не урегулирована законом напрямую (исключением, пожалуй, можно назвать только управляющего залогом, функ-

ционал которого в общем виде урегулирован в Гражданском кодексе РФ), права и обязанности таких агентов необходимо подробно детализировать в соглашении. Соответствующие положения документа должны определять как действия агента, так и действия различных классов кредиторов при реализации прав кредиторов в различных ситуациях, например при отказе кредиторами от осуществления определенных средств правовой защиты, получении денежных средств в обход положений межкредиторского соглашения или обращении взыскания на предмет залога. Ключевым аспектом является регулирование порядка распределения денежных средств, направляемых в погашение задолженности перед кредиторами.

Межкредиторский агент — как правило, действующий в рамках той или иной агентской схемы — может осуществлять права кредиторов только на основании решений кредиторов в порядке, установленном межкредиторским соглашением. При этом сторонами подобного соглашения могут являться не только кредиторы по классической схеме — может осуществлять права кредиторов только на основании решений кредиторов в порядке, установленном межкредиторским соглашением. При этом сторонами подобного соглашения могут являться не только кредиторы по классической схеме финансовым инструментам (кредитным договорам, договорам займа или облигациям), но и контрагенты заемщика по проектным договорам в случаях, когда заемщик несет по ним существенную финансовую нагрузку.

Соответственно, межкредиторское соглашение определяет, каким образом в проекте взаимодействуют различные инструменты финансирования. В документе фиксируются преимущественное действие одних инструментов перед другими (если соответствующая субординация является элементом проекта), порядок внесения в них изменений и степень, в которой отдельные классы кредиторов должны учитывать это соглашение при реализации своих прав и обязанностей по различным договорам финансирования в рамках ГЧП.

Интересы отдельных классов

В случае комплексного финансирования проекта ГЧП межкредиторская надстройка, как правило, регулирует уже порядок взаимодействия между различными классами участников финансирования, в то время как в рамках каждого класса (будь то кредитные организации, эмитенты облигаций, другие лица, предоставляющие финансирование в том или ином виде) межкредиторские взаимоотношения могут потребовать дополнительного регулирования с учетом специфики конкретного класса. К примеру, привычная при реализации проектов ГЧП форма участия кредитных организаций — заключение договора синдицированного кредита — в том числе является инструментом регулирования взаимоотношений между уча-

ствующими в синдикате кредитными организациями. При этом в рамках одного класса могут сосуществовать кредиторы по нескольким финансовым инструментам, например несколько старших кредиторов, являющихся сторонами разных кредитных договоров или разных выпусков облигаций. В таких случаях целесообразно установить несколько ступеней взаимодействия, при которых взаимодействие с межкредиторским агентом осуществляет агент соответствующего класса кредиторов. Такой агент организует принятие решений внутри соответствующего класса и осуществляет иные функции, необходимые для успешного транслирования воли (обеспечения интересов) отдельного класса в рамках межкредиторского соглашения.

Зона покрытия

Любое межкредиторское соглашение, регулирующее порядок взаимодействия между различными финансирующими организациями, стандартно должно определять такие вопросы, как порядок голосования и принятия решений, порядок осуществления кредиторами права досрочного взыскания задолженности, порядок реализации общего обеспечения и порядок распределения поступающих средств.

Необходимый кворум для принятия решения зависит от их значимости для инвестиционного проекта: ряд вопросов требует единогласия всех классов (например, изменение графика погашения основного долга), другие — например, касающиеся механизма работы концессионного соглашения — решаются одним или несколькими классами кредиторов. Отдельные вопросы, которые затрагивают интересы только одного класса и не являются существенными для проекта в целом, могут не выноситься на уровень межкредиторского соглашения. Порядок принятия решений и необходимый кворум устанавливаются в рамках соглашения самими кредиторами, поскольку законодательство не регулирует его детально.

Кроме того, с учетом роли и формы участия государства в финансировании инвестиционного проекта может потребоваться дополнительное регулирование специфических вопросов. Например, при «классической» схеме ГЧП становятся важны правила взаимодействия финансирующих организаций с концедентом в рамках прямого соглашения, порядок распределения получаемых компенсаций от публичного партнера и механизмы урегулирования вопросов при прекращении концессионного соглашения.

юридический бизнес

Переход на личное

Личные фонды, появившиеся в российском праве всего три года назад, стремительно эволюционируют из редкого инструмента для энтузиастов в один из ключевых механизмов защиты капитала и преемственности в бизнесе. Эксперты «АЛРУД» — партнер, руководитель практики корпоративного права, слияний и поглощений **Александр Жарский**, старший партнер, руководитель практики частных клиентов **Максим Алексеев** при участии старших юристов «АЛРУД» **Романа Ведерникова** и **Кристины Гончаровой** — рассказывают о том, как личные фонды становятся не только хорошим наследственным решением, но и удобной платформой для сделок M&A, повышая конфиденциальность, гибкость и устойчивость компаний в условиях турбулентного рынка.

— новые инструменты —

В области M&A-сделок традиционно говорят о синергиях, оценках и мультипликаторах. Но в последнее время регулярно звучит вопрос, который раньше было не принято задавать вслух: что будет с бизнесом после ухода собственника? И в ответ все чаще слышны рассуждения о личных фондах. Этот инструмент, появившийся в российском праве в 2022 году, постепенно превращается из «экзотики для пионеров» в один из ключевых механизмов структурирования капитала.

Покритиковав инструмент на старте, бизнес адаптировал его формат под свои задачи: от защиты активов до многоуровневого наследственного планирования. На практике мы видим, что личные фонды также обладают большим потенциалом для использования в M&A-сделках. Согласно нашему исследованию, личных фондов на рынке насчитывается уже несколько сотен, а активы топ-5 фондов оцениваются в более чем 100 млрд руб.

Основной вопрос — как личный фонд может помочь собственнику крупного бизнеса? Ниже мы рассмотрим преимущества личных фондов как комплексного инструмента, позволяющего концентрировать активы и одновременно выстраивать гибкую структуру управления и преемственности.

Место в M&A-сделках

Владение крупным бизнесом в России напрямую несет в себе все больше санкционных рисков, и новые вызовы требуют новых решений. Личный фонд позволяет отделить актив от собственника, упаковав его в своеобразное «альтер эго»: информация об учредителе и выгодоприобретателях личных фондов недоступна в каких-либо публичных реестрах — этот факт существенно повышает конфиденциальность владения активом, в особенности защищая от зарубежных акторов (например, санкционных органов). Отделение актива также обеспечивает несколько большую, хотя и не безусловную защиту для бизнеса от участников гражданского оборота в связи с личными рисками собственника.

Личный фонд позволяет собрать все активы в единую структуру — так, в него можно внести не только доли или акции в основном бизнесе, но и личные активы, например недвижимость. В целом же, если личный фонд выступает стороной в сделке M&A, сделка с такой структурой будет удобна и для продавца, и для покупателя.

При этом личный фонд может стать не только «пассивной коробкой» для различных видов активов, но и активным игроком рынка. Назначение доверенного и профессионального управленца (генеральный директор или управляющая компания) позволяет участвовать в различного рода инвестициях и M&A-сделках, при этом агрегируя активы под единой, прозрачной, гибкой и конфиденциальной структурой. Существенным плюсом (в отличие, например, от ЗПИФА) является то, что для личного фонда нет необходимости назначать лицензированную управляющую компанию.

Фонд вправе заниматься разными направлениями деятельности. Если потребуется, в нем можно создать разные органы, отвечающие каждый за свое направление бизнеса под руководством единого директора.



Александр Жарский

Если же необходимо выделить отдельные виды активов, учредитель имеет право создать несколько фондов.

Хотя личный фонд не является инструментом налоговой оптимизации и предназначен для других целей, у него есть определенные налоговые преимущества. Например, личный фонд может применять льготную 15-процентную ставку налога на прибыль, если основную долю его доходов (более 90%) составляют так называемые пассивные доходы (дивиденды, доходы от продажи акций или долей компаний, доходы от продажи или аренды недвижимого имущества и некоторые другие). При этом доход, выплачиваемый выгодоприобретателям личного фонда в соответствии с условиями управления (учредителю или его близким родственникам, если они являются налоговыми резидентами, а после смерти учредителя — любым выгодоприобретателям без дополнительных условий), не облагается НДФЛ. Таким образом, при определенных обстоятельствах и правильном планировании можно добиться общей эффективной ставки налогообложения доходов в рамках структуры в размере 15%.

В долгосрочной перспективе фонд обеспечивает стабильность бизнеса и доверие партнеров/покупателей, позволяя проводить сделки M&A быстрее и безопаснее, чем если бы активы находились у наследников напрямую.

«Жизнь после жизни»: преемственность управления

В нашей практике личные фонды становятся удобным инструментом для выстраивания архитектуры буду-

щего. Многие владельцы задумываются о том, кто встанет у руля после них. Можно заранее назначить определенных лиц, прописав это в документах фонда, или же определить критерии для отбора и установить процедуру формирования органов — свобода здесь велика.

Один из работающих механизмов — совет наследников. По сути, это тренировочная площадка: наследники получают ограниченные полномочия по ключевым вопросам и опыт, а операционные решения по-прежнему принимают профессиональные управляющие. Такие «фонды на века», рассчитанные на преемственность нескольких поколений, чаще всего встречаются в ритейле.

Для долгосрочных фондов, рассчитанных на несколько поколений, мы придумали конструкции, которые замедляют дробление корпоративного контроля. Например, право голоса закрепляется за одним представителем ветви «наследника», даже если экономическая доля делится между несколькими его детьми или внуками. Так мы замедляем распыление корпоративного контроля и сохраняем управляемость.

Дополнительно можно зафиксировать требования к членам совета: возраст, опыт, квалификация, репутация. Это снижает риски конфликтов и ошибок.

Гибкость для экономической эффективности

Мы также разрабатываем специальные правила для работы с активами после ухода учредителя. Один из примеров — lock-up период: ключевые активы фонда на несколько лет замораживаются и не могут быть проданы, что позволяет защитить бизнес от хаотичной распродажи и обеспечить семье стабильный доход в виде дивидендов. Такой инструмент часто бывает востребован в сфере промышленности, когда важно сохранить капитальные активы в стабильном состоянии.

В других случаях, наоборот, акцент делается на гибкость. Мы проектируем фонды с заранее прописанными триггерами для продажи активов. Например, поэтапная реализация в течение определенного срока со специальными правилами продажи ключевых активов: рыночная оценка по определенным требованиям, согласование сделок с наблюдательным советом и/или советом наследников. Специальные правила голосования по таким точечным ключевым вопросам могут дополнительно обезопасить актив либо же, наоборот, сделать процесс более гибким. Эти правила позволяют одновременно защитить интересы семьи и предоставить менеджменту пространство для маневра. Такие решения чаще всего востребованы в IT-секторе, где своевременный выход из актива может оказаться важнее, чем его долгосрочное удержание.

Риски и подводные камни

Гибкость фонда — это одновременно его сила и его риск: непродуманная на старте архитектура может превратиться в источник проблем.

Понятным стремлением учредителя будет максимально ограничить возможность ЕИО по неправомерному отчуждению или обременению активов, но слишком жесткий контроль или сложные ограничения парализуют работу фонда. С другой стороны, слишком мягкие условия,



Максим Алексеев

наоборот, могут создать риск утраты активов. В каждом фонде необходимо индивидуально подходить к построению системы управления, учитывая все обстоятельства учредителя и специфику его бизнеса. Налоговые аспекты и вопросы регулирования тоже важны, хотя российская модель фонда уже выстроена достаточно четко.

Защита в турбулентные времена

Личный фонд все еще считается новым инструментом, но уже переходит из стадии «правовой новеллы» в полноценный элемент частного права. Мы видим, что личный фонд становится не только наследственным инструментом, но и полноценной платформой для M&A и стратегического управления бизнесом. При этом он позволяет собственнику быть архитектором будущего: решить, как бизнес будет жить после него, определить, как и насколько сильно семья будет вовлечена в «дело», и сохранить капитал сквозь поколения.

Структура личного фонда может быть адаптирована под самые разные запросы, но его нужно использовать осознанно и применительно к конкретным задачам. Собственникам крупного бизнеса, рассматривающим его использование, необходимо ответить себе на вопросы, как они могут использовать личные фонды в текущих корпоративных структурах в сочетании с наследственным планированием и, если фонды уже были созданы, как их можно адаптировать в зависимости от конкретных задач. Есть вероятность того, что в условиях турбулентности рынка личный фонд окажется самым ценным активом собственника.

Превентивный подход

— практика —

Управляющий партнер и руководитель корпоративной практики Level Legal Services ЛЕОНИД ЭРВИЦ — о типичных ситуациях, возникающих до сделки M&A, в период между подписанием и закрытием, а также после ее завершения, и о практических мерах снижения сопутствующих рисков.

Участники сделок M&A во многом полагаются на менеджмент как на наиболее компетентную и осведомленную о состоянии актива сторону. В связи с этим основные условия сделки, в том числе цена покупки или продажи, определяются на основе информации, которой располагает менеджмент. В силу закона члены органов управления обязаны действовать добросовестно и разумно в интересах компании-таргета, включая своевременное и полное раскрытие фактов, способных повлиять на условия и цену, однако на практике конфликт интересов и информационное преимущество менеджмента повышают риск искажения ситуации, а привлечение к ответственности нередко затягивается и не гарантирует полного возмещения убытков. Поэтому для сторон крайне важно заранее определить потенциальные риски, связанные с действиями менеджмента, и внедрить для их минимизации соответствующие инструменты.

Риски до сделки: искажение информации об активе

Одним из ключевых элементов в согласовании любой сделки купли-продажи бизнеса являются заверения об обстоятельствах, которые продавец дает в отношении бизнеса, а они базируются на предоставляемой менеджментом информации. Заверения, как правило, предоставляются на дату подписания и подтверждаются на дату закрытия сделки, что дает менеджменту возможность использовать свое информационное преимущество и избирательно раскрывать сведе-



LEVEL LEGAL SERVICES

ния, способные повлиять на принимаемые сторонами решения.

Искажение информации может выражаться в ускоренном признании выручки; переносе затрат на более поздние периоды; завышении запасов; задержке списаний или резервов; задержке раскрытия негативных событий (потеря ключевого клиента, запрос государственного органа и т. п.); препятствовании или затягивании due diligence; предоставлении неполных ответов на запросы.

Существует ряд процедур, способных минимизировать указанные риски. До совершения сделки целесообразно провести встречи с менеджментом, на которых необходимо получить ответы на вопросы о деятельности компании, ее текущем состоянии и планах по ключевым направлениям. Полезным будет при-

влечение независимых консультантов для проверки финансового, налогового, юридического и технического состояния актива. Следует также четко определить «знание продавца» в документах по сделке: чье фактическое знание учитывается (с указанием должностей и фамилий) и в каком разумном объеме должен быть проведен запрос соответствующего звена и т. п.); в исключительных случаях целесообразно получить заверения менеджмента о полноте и достоверности сведений, раскрытых в виртуальной комнате данных.

Риски между подписанием и закрытием: изменение состава приобретаемого актива

Период между подписанием и закрытием может затянуться на про-

должительный срок, в ходе которого под руководством менеджмента возможны изменения в составе актива. Для поддержания стабильного состояния бизнеса стороны могут заранее предусмотреть в документах по сделке обязательства по осуществлению деятельности в обычном порядке, а также согласовать перечень ограничений на действия, которые способны в значительной степени ухудшить состояние актива.

Среди рекомендуемых ограничений можно выделить: изменение учетной политики, отчуждение ключевых активов, распределение прибыли, сделки вне рамок обычной хозяйственной деятельности, ухудшение условий договоров с крупнейшими контрагентами, выплату нестандартных вознаграждений или изменение бонусной программы, а также изменение состава ключевых сотрудников. Совершение любого из таких действий возможно только с предварительного согласия другой стороны.

Дополнительным инструментом контроля за состоянием актива в период между подписанием и закрытием могут стать предоставление покупателю доступа к бухгалтерской и управленческой отчетности, а также к первичной документации компании или непосредственное участие продавца в работе компании путем включения кандидатуры в совет директоров, назначение на должность генерального директора, предоставление статуса «советника» и прочее. Наиболее радикальным механизмом является право покупателя отказать от завершения сделки в случае существенных изменений в составе актива.

Риски после закрытия: утрата компетенций, снижение выручки, корректировка цены

К наиболее распространенным рискам, возникающим после закрытия сделки, относится уход ключевых сотрудников и, как следствие,

ослабление отношений с клиентами и потеря уникальных компетенций. По итогу закрытия вероятно также снижение выручки — в результате пересмотра условий крупными клиентами, изменений в системе скидок, внутренней конкуренции с другими активами покупателя или несовместимости процессов и информационных систем. Могут быть выявлены недостоверные заверения или возникнуть споры о цене, если ее часть привязана к достижению финансовых показателей (earn-out).

Как минимизировать эти риски? Вариантов несколько. Можно предусмотреть в документах по сделке обязательства продавца и его аффилированными лицами по недопущению конкурентной деятельности в согласованной сфере, на согласованной территории и в течение определенного периода, а также запрет на создание и поддержание альтернативных каналов продаж для существующих клиентов, привлечение к работе ключевых сотрудников и воздействие на клиентов с целью расторжения или ухудшения условий договоров. До заключения сделки необходимо согласовать с ключевыми сотрудниками план интеграции и условия отложенных бонусов, привязанные к достижению KPI после закрытия; выплаты должны быть обусловлены соблюдением режима коммерческой тайны, запретом на переманивание сотрудников и передачу результатов интеллектуальной собственности. До заключения сделки необходимо провести проверку договоров с крупнейшими контрагентами на возможность досрочного изменения или расторжения в связи с изменением контроля над бизнесом, а также организовать совместные встречи с ключевыми клиентами. Полезным будет предусмотреть в документах по сделке понятные механизмы earn-out, включая четко сформулированные условия достижения KPI, методику их расчета,

а также возможность привлечения независимого аудитора для проверки показателей и расчета части цены, подлежащей выплате после закрытия. В документах также нужно предусмотреть возможность зачета суммы earn-out в счет встречных требований к продавцу, в том числе по заверениям или обязательствам по возмещению убытков. После закрытия сделки рекомендуется провести точечную проверку зон с повышенным уровнем риска, которая будет дополнена пояснениями менеджмента — выявление недостоверностей в результате такой проверки дает возможность оперативно предъявить требования к продавцу и увеличивает вероятность возмещения убытков. Помимо прочего, в документах по сделке следует предусмотреть положения об открытии продавцом эскроу-счета и депонировании на нем согласованной суммы для обеспечения выплаты возмещения в пользу продавца по обстоятельствам, относящимся к зоне повышенного риска и зоне контроля менеджмента.

Конфликты интересов внутри менеджмента, искажение информации и потеря ключевых сотрудников являются распространенными рисками в сделках M&A, и управлять ими одним пунктом договора невозможно. Устранение таких рисков и их последствий достигается только посредством комплексной системы мер, включающей в себя как структурирование договорных отношений между сторонами сделки (заверения, договорные обязательства и ограничения, корректировка цены после закрытия, депонирование средств на счетах), так и прямую активную работу с менеджерским составом и иными заинтересованными лицами (интеграция менеджмента, коммуникация с основными клиентами). Комплексный подход снижает вероятность возникновения споров, их потенциальный ущерб и способствует сохранению стоимости сделки.

Юридический бизнес

Налоги подвезут дважды

После приостановки части соглашений об избежании двойного налогообложения в августе 2023 года российские компании, работающие с иностранными перевозчиками и экспедиторами, оказались в новой налоговой реальности. Партнер ФБК Legal **Эдуард Гюльбасаров** — о том, как бизнесу приходится балансировать между жесткой позицией ФНС и попытками законодателя смягчить риски налоговых доначислений.

— тенденции —

В нынешней повестке российской налоговой политики, а особенно международной ее части, на практике можно наблюдать, что налоговые органы, находящиеся под давлением дефицита бюджета, вынуждены вменять фискально-консервативные претензии как налогоплательщикам, чьи финансовые показатели оказались не потревоженными нынешней политико-экономической ситуацией, так и тем, кто от нее значительно пострадал.

Особого внимания заслуживает одна из последних новелл налоговой практики, связанная с налогообложением доходов иностранных компаний, участвующих в международных перевозках. Сами по себе международные перевозки — важная часть российской экономики: на территорию РФ завозится как готовая продукция, так и большое количество разнообразного сырья для ее производства; большая часть таких перевозок осуществляется европейскими грузо-перевозчиками и экспедиторами.

При этом по общему правилу в соответствии с пп. 8 п. 1 ст. 309 НК РФ доходы иностранных организаций от международных перевозок признаются доходами от источников в Российской Федерации и подлежат обложению налогом у источника. Для них предусмотрена специальная ставка 10%. Однако большинство соглашений об избежании двойного налогообложения (СОИДН), подписанных РФ с европейскими государствами, до последнего времени освобождали от налога у источника доходы иностранных компаний от международных перевозок.

Все изменилось 8 августа 2023 года, когда многие СОИДН были частично приостановлены, в том числе в части освобождения международных перевозок от налогообложения на территории РФ. В связи с этим у российских налоговых агентов возникла обязанность удерживать налог у источника по внутренним нормам Налогового кодекса по отношениям с перевозчиками из недружественных стран. В конце 2023 года также был принят федеральный закон №539-ФЗ, который в целях смягчения последствий для экономики (как указано в пояснительной записке к закону) позволил до 2025 года не удерживать налог по ряду договоров, заключенных до момента приостановки соглашений. Таким образом, налогоплательщикам пришлось перестроиться с многолетней работы с положениями СОИДН на совокупное применение норм НК РФ.

Спорный момент

На практике транспортировка грузов может осуществляться в рамках разных отношений — не только через классические договоры перевозки, но и, к примеру, через конструкции транспортно-экспедиционных услуг, где перевозка является лишь частью услуг вместе с другими сопутствующими операциями: от оформления документов до подбора подрядчиков.

Именно здесь возникает основное поле для споров между налогоплательщиками и налоговыми органами. Мы видим, как налоговые органы начинают строить новый правоприменительный подход исходя из того, что в вознаграждении любого экспедитора есть часть, относящаяся к перевозке, что вызывает необходимость обложения этой части налогом. Такая позиция впервые была отражена в Письме ФНС России от 9 марта



2023 года №ШЮ-4—13/2691@, согласно которому выплаты могут объединять разные виды доходов. Поэтому необходимо выделять конкретные виды дохода в общей сумме выплаты и определять соответствующие налоговые последствия.

Это разъяснение и дало начало новым противоречиям в том, как налогоплательщики и налоговые органы квалифицируют отношения с экспедиторами. При этом налоговые органы не делают различий между классическим договором перевозки и договором экспедиции, так как в парадигме налоговых органов определяющим фактором является не вид договора, а факт перемещения груза через границу.

Налогоплательщики, напротив, ссылаются на гражданское законодательство, которое разграничивает два вида обязательств. Глава 40 ГК РФ («Перевозка») устанавливает, что предметом договора является собственное доставка груза перевозчиком в пункт назначения. Глава 41 регулирует транспортную экспедицию и исходит из того, что экспедитор оказывает более широкий комплекс услуг, связанных с организацией перевозки, но сам груз не перевозит. Арбитражная практика в рамках гражданских споров последовательно исходит из того, что если дого-

вор предусматривает услуги по выбору маршрута, погрузке, оформлению таможенных документов или страхованию, а перевозка лишь часть всего комплекса, то речь идет об экспедиции, а не о перевозке.

Предполагается, что налоговые последствия также должны определяться с учетом гражданско-правовой природы обязательства, а не формальной позиции инспекции. Суды в целом поддерживают эту позицию и признают отсутствие оснований для начисления налога у источника при оказании транспортно-экспедиционных услуг — правда, следует учитывать, что положительная практика является несколько устаревшей и можно ожидать новых витков ее развития.

Отдельные сложности

Законодатель, понимая сложности, которые бизнес вынужден претерпевать при импортировании товаров и сырья, предложил для сделок, заключенных до августа 2023 года, переходный период: если ранее по договору перевозки налог не удерживался, а стороны не являются взаимозависимыми, то удержание можно не производить до конца 2025 года (пп. 11 п. 2 ст. 310 НК РФ). Таким образом, федеральный закон №539-ФЗ закрепил своеобразную «амнистию» для старых контрактов, сохранив правопреемственность условий и позволив бизнесу адаптироваться к новым реалиям. Исходя из этого, до конца 2025 года налоговые органы даже при пере-квалификации отношений по экспедиции в перевозку должны давать налогоплательщикам право на предусмотренную пп. 11 п. 2 ст. 310 НК РФ льготу.

Однако на практике эта льгота вызывает несколько вопросов. Во-первых, для ее применения необходимо предоставить пакет документов, предусмотренный ст. 312 НК РФ (сертификат резидентства и письмо — подтверждение права на доход). Очевидно, что эта задача может стать невыполнимой, если налоговые органы будут требовать от налогоплательщиков предоставить документы не в отношении экспедиторов, а в отношении конкретных перевозчиков, которыми могут быть условные дальнобойщики со всей Восточной Европы.

Во-вторых, возникает вопрос, будут ли готовы налоговые органы предоставлять эту

льготу налогоплательщикам, у которых заключены договоры экспедиции, а не договоры перевозки (как поименовано в пп. 11 п. 2 ст. 310 НК РФ). Есть вероятность, что со стороны налоговых органов возможна некоторая «выборочная слепота», позволяющая им не видеть разницу между экспедицией и перевозкой при доначислении налогов и видеть ее при предоставлении льгот.

Наконец, третий неоднозначный вопрос связан с тем, что даже если налогоплательщик смирился с доначислением и желает хотя бы реализовать «налоговую реконструкцию», очистив свои платежи экспедитору от перевозочных, то ключевым доказательством для него будут выступать международные накладные CMR, Carnet TIR, а также электронные таможенные декларации и отметки о пересечении границы. Однако в отношениях через экспедитора такие документы часто оформляются не на российского заказчика, а на самого экспедитора, что усложняет их представление в налоговые органы. В результате российские компании вынуждены собирать по сложным цепочкам контрагентов целые досье из копий накладных, актов, счетов и переписки, чтобы подтвердить характер выплат и исключить риски доначислений.

В этой сложной системе координат возникает общий вывод: российский законодатель пытается смягчить удар от приостановки СОИДН, но делает это при помощи точечных мер, порождающих новые неопределенности. Минфин публикует многочисленные письма, где трактует спорные вопросы по-разному, суды стараются учитывать гражданско-правовую природу отношений, но налоговые органы продолжают занимать профискальную позицию. В итоге налогоплательщики оказываются в ситуации, когда любое упрощение договора, отсутствие детализации или формальная ошибка в документах могут обернуться доначислением налога у источника. И, пока у Минфина РФ, ФНС РФ и судов не возникло устойчивого и последовательного единого подхода по вышеописанному вопросу, бизнесу остается полагаться на тщательное документирование сделок, аккуратное структурирование договоров и готовность доказывать свою правоту, опираясь на нормы НК РФ, гражданское законодательство и судебную практику.

Крупные сделки под новым углом

— практика —

Верховный суд расширил трактовку понятия «крупная сделка»: теперь для признания сделки таковой достаточно одного критерия — качественного или количественного. Партнер юридической компании «Каменская & партнеры» АННА АКИФЬЕВА и старший консультант АННА РУБИНА — о том, почему такой подход усиливает судебное усмотрение, снижает предсказуемость регулирования и увеличивает риски корпоративных конфликтов.

Крупная сделка представляет собой экстраординарную сделку, совершение которой в силу закона предполагает необходимость получения согласия органа управления компанией — общего собрания или совета директоров.

Регулирование крупных сделок императивно: участники общества не могут самостоятельно определять в уставных или иных корпоративных документах признаки или критерии, в соответствии с которыми сделка будет считаться крупной именно для их хозяйственной деятельности. Соответствующие признаки установлены законодательно, а именно в Законе об обществах с ограниченной ответственностью и в Законе об акционерных обществах.

Отсутствие одобрения сделки в нарушение требований закона означает ее оспаривание — обратиться с заявлением в суд имеют право миноритарии, обладающие не менее чем 1% голосов/акций, члены совета директоров (наблюдательного совета), а также само общество.

Закон устанавливает, что сделка является крупной, если на момент ее совершения одновременно выполняются два критерия — количественный, или стоимостной, и качественный. Количественный кри-



АННА АКИФЬЕВА

терий предполагает, что стоимость приобретаемого или отчуждаемого по сделке имущества превышает 25% балансовой стоимости активов общества на последнюю отчетную дату. Качественный, в свою очередь, предполагает, что сделка должна выходить за пределы обычной хозяйственной деятельности общества.

Какая сделка может быть оценена как выходящая за пределы обычной хозяйственной деятельности? Закон дает здесь следующие ориентиры: это сделка, которая приведет к прекращению деятельности общества, изменению вида его деятельности либо к существенному изменению ее масштаба. Такие последствия должны быть заложены в основание самой сделки, их фактическое наступление не оценивается. При этом не имеет значения, заключались ли такие сделки обществом ранее. Соответственно, понятие обычной хозяйственной деятельности предполагает оценку бизнес-процессов каждой компании, во многом является оценочным и подлежит наполнению и развитию за счет судебной практики.

Существует несколько типов сделок, очевидно выходящих за преде-

лы обычной хозяйственной деятельности. Среди них — сделка, направленная на прекращение деятельности: к примеру, общество, оказывающее медицинские услуги, продает единственное здание своего медицинского центра с медицинским оборудованием, что означает невозможность сохранения лицензии на осуществление этого вида деятельности в будущем. Еще один тип — сделка, направленная на изменение вида деятельности, например приобретение имущества, необходимого для осуществления нового вида деятельности (в том числе требуемого для получения лицензии), закупка нового оборудования, заключение договоров на приобретение сырья и материалов. И третий тип — сделка, направленная на существенное изменение масштаба деятельности: действия, направленные на ликвидацию или потерю корпоративного контроля над дочерним обществом, обеспечивающим получение существенной части прибыли холдинга или функционирование определенных производственных мощностей.

Именно такой подход к определению крупной сделки как понятия, объединяющего в себе количественный и качественные критерии, поддерживался и развивался высшей судебной инстанцией — в таком виде он зафиксирован в постановлении Пленума Верховного суда от 26 июня 2018 года №27 и в Обзоре судебной практики, утвержденном Президиумом Верховного суда 25 декабря 2019 года.

Однако в 2024 году на уровне Верховного суда наметился отход от указанной концепции: Судебная коллегия по экономическим спорам решила сразу несколько кейсов, которые во многом сместили фокус, сделав подход судов более гибким, но одновременно более непредсказуемым для участников оборота.



АННА РУБИНА

В 2025 году Верховным судом был принят Обзор судебной практики №1, закрепивший все изменения. О каких же изменениях идет речь? Во-первых, теперь при существенном превышении количественного критерия, установленного для квалификации крупной сделки (в два и более раза), предполагается выход сделки за пределы обычной хозяйственной деятельности общества. Следовательно, презюмируется и наличие риска, что совершение сделки приведет к прекращению деятельности общества, изменению ее вида либо существенному изменению ее масштабов. Так, в кейсе, при решении которого был сформулирован данный тезис, общим собранием акционеров было дано согласие на принятие денежных обязательств в десять раз больше балансовой стоимости активов.

Во-вторых, наличие одного только качественного критерия в отсутствие количественного может быть достаточным для признания сделки крупной, даже если формально балансовая стоимость выбывших активов не превысила 25% общей балансовой стоимости активов, но от-

чужденный актив являлся ключевым для общества. Тезис иллюстрирован примером, в котором миноритарий требовал признать недействительными сделки, направленные на отчуждение исключительных прав компании. Суд указал на невозможность реализации продукции компании без прав на отчужденные товарные знаки и промышленные образцы, признав сделку крупной, несмотря на то что количественный критерий не соблюдался.

Одновременно из предыдущего обзора была исключена позиция, в соответствии с которой для квалификации сделки в качестве крупной необходимо установить наличие у сделки не только количественного, но и качественного критерия. Качественный критерий здесь состоял в том, что сделка заключалась с целью прекращения деятельности общества или изменения ее вида либо существенного изменения ее масштабов. В качестве примера приводилось дело об оспаривании кредитного договора, который составлял 90% от размера всех активов общества. ВС указал, что сама по себе большая сумма сделки не освобождает суд от необходимости проверять наличие качественного критерия крупной сделки. Теперь данный тезис более не релевантен практике.

Таким образом, Верховный суд толкует закон расширительно, отходя от формального требования учета одновременно двух критериев для вывода о крупности сделки. Что это означает для участников гражданского оборота, акционеров и участников обществ? Во-первых, суд отдаст приоритет качественно критерию, а количественный рассматривает в качестве вторичного и дополнительного. Суды начинают уделять больше внимания оценке бизнес-процессов и экономических последствий совершения сделки для хозяйственной деятельности общества, а не учет общих экономических целей группы лиц, в которой оно участвует. Сделки могут быть рассмотрены как совершенные в рамках обычной хозяйственной деятельности, когда сделка направлена на финансирование одного из звена группы; не приводит к чрезмерным негативным последствиям в имущественной сфере одного из звеньев группы; совершена в нормальной ситуации в отсутствие корпоративного конфликта.

сделки для хозяйственной деятельности общества.

Во-вторых, в связи с тем, что количественный критерий математически определен, тогда как качественный является предметом оценки, растет доля судебской усмотрения — следовательно, снижается предсказуемость регулирования, а правовая неопределенность растет из-за того, что судебная практика очень подвижна даже на уровне высшей судебной инстанции.

В-третьих, создаются дополнительные риски для бизнеса — риски оспаривания тех сделок, которые ранее никто не посчитал бы крупными. Следовательно, потенциально возрастает количество споров и корпоративных конфликтов.

И, наконец, в-четвертых, в целях минимизации правовых рисков участники обществ будут избирать максимально осторожный подход при заключении сделок купли-продажи активов, а также при регулировании текущей хозяйственной деятельности, заключающемся в одобрении сделок при возникновении малейших сомнений. Это, в свою очередь, приведет к росту при заключении сделок разного рода издержек.

Отдельно стоит отметить, что для оценки качественного критерия значимым признается не только анализ деятельности одного хозяйственного общества, но и учет общих экономических целей группы лиц, в которой оно участвует. Сделки могут быть рассмотрены как совершенные в рамках обычной хозяйственной деятельности, когда сделка направлена на финансирование одного из звена группы; не приводит к чрезмерным негативным последствиям в имущественной сфере одного из звеньев группы; совершена в нормальной ситуации в отсутствие корпоративного конфликта.

Сделки года

— сегмент рынка —

Формат сделки: купля-продажа долей
Размер пакета акций/долей: более 84%
Стоимость сделки: не разглашается (возможная сумма сделки — свыше 30 млрд руб., согласно открытым источникам)
Характеристика, состояние сделки: завершена
Описание: Команда юристов практики слипный и поглощений и корпоративного права АБ ЕПАМ выступила консультантом в сделке по отчуждению консорциумом продавцов контрольного пакета долей в уставном капитале ООО «Городской су-

пермаркет» — компании, управляющей сетью продовольственных супермаркетов «Азбука вкуса», в пользу операционной компании ПАО «Магнит» — АО «Тандер». Команда Stonebridge Legal консультировала в сделке покупателя — компанию «Магнит». В результате сделки «Магнит» получил 172 магазина общей площадью 100,4 тыс. кв. м, а также пять производственных объектов, включая кулинарные, хлебопекарные и кондитерские предприятия.

Отрасль: FMCG
Наименование объекта сделки: ООО «Продмастер»

Регион: Российская Федерация
Продавец (конечный бенефициар): акционеры ООО «Продмастер» (А. Железогол, Л. Ларионова)
Покупатель (собственник покупателя): булочно-кондитерский холдинг «Коломенский»
Юридическая фирма, сопровождающая сделку: Nextons со стороны продавца
Формат сделки: купля-продажа активов
Размер пакета акций/долей: 100%
Стоимость сделки: не разглашается
Характеристика, состояние сделки: завершена
Описание: Nextons представляла интересы российских акционеров Алены Железогола и Ларисы Ларионовой в

сделке по продаже ООО «Продмастер» булочно-кондитерскому холдингу «Коломенский» — крупнейшему по выручке производителю хлеба в России.

ООО «Продмастер» — производитель готовой еды для крупных федеральных сетей и публичных массовых мероприятий (ПМЭФ, Олимпиада в Сочи в 2014 году), разработавший и внедривший в производство более 1,5 тыс. готовых блюд и применяющий современное технологическое оборудование и программное обеспечение для автоматизации и повышения эффективности производства.

Команда Nextons консультировала продавцов по вопросам струк-

турирования и проведения сделки, включая подготовку трансакционной документации, ее согласование с покупателем и участие в организации завершения сделки с использованием счетов эскроу.

Отрасль: FMCG
Наименование объекта сделки: Sokolov (одна из крупнейших российских ювелирных групп)
Регион: Российская Федерация
Продавец (конечный бенефициар): Welvart Holding
Покупатель (собственник покупателя): АО «Арум Бокс»
Юридическая фирма, сопровождающая

щая сделку: E L W I со стороны продавца
Формат сделки: купля-продажа активов
Размер пакета акций/долей: 100%
Стоимость сделки: не разглашается
Характеристика, состояние сделки: завершена
Описание: Холдинг Sokolov включает собственные заводы, розничную сеть, бизнес оптовых продаж и другие направления. В периметр сделки вошли все юридические лица и товарные знаки холдинга. Команда E L W I осуществляла полное юридическое сопровождение сделки, считающейся одной из самых крупных в российском ритейле за последние годы, на всех ее этапах.



Полностью материал «Сделки года» смотрите в онлайн-версии приложения «Ъ-Юридический бизнес» от 30 сентября 2025 года на сайте kommersant.ru.

Юридический бизнес

Выкупай и властвуй

Опционные программы для сотрудников, десятилетиями работающие в США как мощный инструмент мотивации и удержания кадров, постепенно набирают популярность и в России. Но в отечественной практике их внедрение упирается в правовые и налоговые ограничения: классического механизма в законе нет, а существующие схемы — от фантомных опционов до SPV — требуют сложной структуризации и несут свои риски. Партнеры ASB Consulting **Роман Маргулис** и **Екатерина Захарова** — о способах, позволяющих превратить опционные программы в выигрышную стратегию для компании.

— практика —

Опционная программа для сотрудников (ESOP — Employee Stock Option Plan) — это система вознаграждения, при которой работникам предоставляется право купить в будущем акции или долю компании по фиксированной (номинальной) цене.

Идея подобных планов возникла в середине XX века в США, а уже в 1974 году ESOP получил официальную правовую основу: в США был принят закон о пенсионном обеспечении ERISA (Employee Retirement Income Security Act), законодательно закрепивший ESOP как форму пенсионного плана для работников. Сегодня практика применения ESOP широко распространена в корпоративной Америке: такие планы имеют более 6 тыс. компаний, и в них участвуют около 11 млн работников. Опционы позволяют превратить ценных сотрудников из просто наемных специалистов в совладельцев бизнеса, что формирует у команды чувство сопричастности к успеху компании и мотивирует их работать на долгосрочный результат.

В последние годы интерес к опционным программам для сотрудников значительно возрос и в России. Массовым это явление пока не стало, но запрос на такие механизмы явно назрел, особенно в секторе технологических стартапов и компаний с быстрым ростом капитализации.

Примеры успешного применения ESOP в России уже есть: крупнейшие технологические фирмы, такие как «Яндекс», давно используют опционы для мотивации сотрудников. Например, еще с 2007 года у «Яндекса» действовала десятилетняя программа опционов, которая в 2016 году была продлена и расширена: под опционный план вместо прежних 10% зарезервировали 15% акций компании, что на тот момент оценивалось приблизительно в \$900 млн. Однако с юридической точки зрения классического ESOP в российском праве не существует. Подавляющее большинство российских компаний оформлены как общества с ограниченной ответственностью, но эта форма наименее удобна для введения опционной программы.

Пути структурирования

В целом опционную программу в ООО структурируют двумя способами: реальным участием в капитале или фантомными опционами. При реальном участии в капитале компании или ее участники обещают сотруднику долю в будущем при достижении KPI, оформляя процесс через опцион на заключение договора (ст. 429.2 ГК) или через опционный договор (ст. 429.3 ГК). На практике для ООО обычно используется опцион на заключение договора передачи доли, где владелец доли заключает с сотрудником нотариально удостоверенное соглашение, дающее работнику пра-



Екатерина Захарова

во потребовать передачу оговоренной доли при выполнении условий. Однако такой вариант не соответствует основным условиям: не размывает доли всех владельцев и сильно завязан на личности опционодателя.

Для внедрения именно опционной программы все участники ООО обычно заключают корпоративный договор или иное соглашение, где предусматривают условия опционной программы. По сути, опционная программа в ООО — это сделка, требующая согласия всех действующих участников общества. В корпоративном договоре можно предусмотреть резервирование опционного пула — совокупного процента долей, который будет выделен работникам, — и порядок голосования участников за увеличение уставного капитала или отчуждение долей в пользу работников. Такая структуризация считается наиболее сбалансированным способом, позволяющим избежать размывания долей только одного учредителя и сохранить пропорциональность при распределении новой доли между всеми участниками. Однако и этот вариант имеет пороки в исполнении, поскольку зависит от воли всех текущих участников. Кроме того, он может привести к дополнительному налогообложению сотрудника, поскольку начиная с 2025 года превышение рыночной стоимости приобретаемой в ООО доли (рассчитывается по чистым активам общества) над суммой фактических расходов на ее приобретение является материальной

выгодой физического лица — приобретателя доли и подлежит обложению налогом на доходы физических лиц (п. 1 и 4 ст. 212 НК РФ). При этом материальная выгода определяется на 31 декабря года, предшествующего году реализации опциона. Сотрудник, получивший опцион (право купить долю по символической стоимости или по стоимости, зафиксированной в момент предоставления опциона), столкнется с тем, что к моменту реализации опциона чистые активы компании будут существенно выше, чем в тот период, когда опцион заключался. Тогда при реализации опциона сотрудник должен будет заплатить 15% с разницы между рыночной стоимостью полученной им доли и той суммой, которую он заплатил за долю в рамках опциона.

Такая проблема сохранится даже при приобретении доли путем вклада третьего лица в уставный капитал общества с размыванием долей остальных участников, поскольку такой способ формирует материальную выгоду у получателя доли (об этом, в частности, писал Минфин в письме от 16 мая 2025 года №03-04-05/48098). И такая материальная выгода определяется как разница между рыночной стоимостью доли и суммой вклада третьего лица при увеличении уставного капитала.

Вышеописанной проблемы, в частности, позволяет избежать другой способ структурирования опциона — фантомный опцион, но и это не панацея. При фантомном опционе сотрудники не становятся владельцами компании. Фактически фантомный опцион — это договор о премировании: сотрудник не получает в собственность долю, но ему гарантируется денежная выплата при наступлении оговоренных условий, размер которой привязан к стоимости условной доли или росту стоимости компании. Например, по достижении определенной выручки или при продаже компании сотрудник получает премию, эквивалентную стоимости X% в капитале (или приросту стоимости этого пакета за время работы). Фантомные опционы оформляются проще — обычно положением о премировании или соглашением к трудовому договору либо гражданско-правовым соглашением с сотрудником. При этом



Роман Маргулис

при фантомной схеме у работодателя нет обязанности передавать долю в будущем, есть лишь обязательство выплатить деньги. Это снижает корпоративные риски, поскольку не появляется новый участник, но делает выплаты объектом налогов и взносов и при этом не выполняет классическую мотивационную функцию.

Российские суды в спорах трактуют фантомные опционы как стимулирующие выплаты, то есть как часть системы оплаты труда. Поэтому условия получения таких бонусов должны быть четко определены работодателем заранее, иначе при неоднозначности трактовок споры решаются в пользу трудовых прав работника. Практика показывает, что при убытках или невыполнении условий компания не обязана платить по фантомному опциону.

Мотивация через SPV

Отдельно стоит отметить способ реализации ESOP в российском ООО через SPV (специально созданное юридическое лицо). Так, основная компания учреждает дочернее общество (SPV) и передает ему зарезервированный пакет своих долей. Благодаря этому SPV становится держателем долей материнской компании, аккумулирует часть ее прибыли через дивиденды и выступает как оператор программы. Далее по мере наступления условий опционов сотрудников вводят в состав участников SPV, и они получают доли в SPV, тем самым становясь опосредованными совладельцами главной компании. Однако при

таком способе возникают проблемы с администрированием SPV, а также двойное налогообложение.

Акционерное общество исторически ближе по природе к тому, что требуется для ESOP. Мотивация сотрудников возможна через стандартный опционный механизм: с сотрудником заключается опцион на заключение договора, где указано, сколько акций и по какой цене он сможет приобрести, при каком условии (например, через три года работы или при достижении определенных показателей компании). Такое соглашение не требует нотариального удостоверения. Кроме того, определенный процент акций под опционную программу может быть распределен путем дополнительной эмиссии по подписке (закрытая в АО) с соблюдением требований законодательства о ценных бумагах. При этом сделки с акциями АО не требуют нотариального удостоверения — достаточно переформировать запись в реестре акционеров. Однако само оформление дополнительной эмиссии в АО путь небыстрый, в большинстве своем финансово затратный для классических стартапов и зарегулированный — малодоступный в практической реализации, особенно для компаний ранних стадий.

Для успешной реализации опционной программы в России важно взвесить цели и ресурсы. Если задача — точно поощрить одного-двух ключевых людей и не тратить много сил, можно обойтись простыми решениями наподобие премий или персональных обещаний долей. Если же целью является классический ESOP, стоит заранее заложить юридическую основу: выбор формы АО, подготовку корпоративного договора, создание резервного опционного пула и так далее.

Через несколько лет практика мотивировать сотрудников опционом может стать привычной и в нашей стране, а правовые механизмы ее реализации — более отлаженными. Сейчас же мы находимся в точке, когда международный опыт встречается с российскими реалиями, и задача бизнеса и юристов — творчески совместить их, совместно с командой выработать рабочие решения для роста и успеха.

Михаил Пинчук

Тонкости адаптации

— тенденции —

Российский рынок M&A в текущем году сменил вектор: уход иностранцев перестал определять статистику, а главными игроками стали отечественные компании, которые вынуждены действовать осторожно, тщательно взвешивая каждый шаг в условиях высокой ставки и юридических рисков. О том, как российский рынок сегодня адаптируется к новым реалиям, рассказывает партнер практики корпоративного права/слияний и поглощений Melling, Voitchkin & Partners ДМИТРИЙ МАРЧАН.

В 2025 году значительно сократилось количество сделок по выходу с российского рынка иностранного бизнеса, попавшего под международные санкционные ограничения. Если в 2022–2024 годах «выходы» иностранцев оказались основным драйвером роста количества сделок M&A на российском рынке, то в текущем году они не оказывают столь серьезного влияния на общую статистику. Уменьшение объемов «выходных» сделок во многом связано с ужесточением регуляторных условий продажи российского бизнеса, принадлежащего иностранцам из недружественных юрисдикций: теперь покупная цена за актив не должна превышать 40% его рыночной стоимости, а уплачиваемый при реализации сделки добровольный взнос в бюджет вырос до 35% от рыночной стоимости актива. При этом сохраняется неопределенность сроков согласования сделок по продаже иностранными собственниками российских активов.

В первой половине года в связи с оживлением на геополитическом поле в российской экспертной среде началось обсуждение возможных регуляторных условий возвращения иностранного бизнеса из недружественных государств на отечественный рынок. Результатом дискуссии на данный момент стали несколько законодательных инициатив, цель которых установление специальных требований и критериев для оценки регулятором возможности допуска иностранных компаний в Российскую Федерацию. Основной фокус



сделан на том, насколько ответственно каждая такая компания уходила с рынка. То есть обсуждение вопросов возврата иностранного бизнеса в нашу страну предполагает необходимость специального разрешительного порядка для обратного входа на рынок, а не просто восстановление общего режима иностранных инвестиций, существовавшего до принятия российского контрсанкционного регулирования в 2022 году. Если появятся внешние условия для возвращения иностранных компаний и такой подход регулятора будет сохранен, то каждая «входная» сделка потребует значительных усилий по ее индивидуальному структурированию, согласованию и подготовке документации.

С учетом объективного сокращения «выходных» сделок и ограни-

ченной активности на российском M&A-рынке иностранных игроков из дружественных стран преобладающее значение имеют внутрироссийские сделки. Их основными мотивами являются классические бизнес-цели слияний и поглощений: развитие новых направлений и дополнительная синергия для бизнеса, расширение продуктовых линеек и услуг, консолидация и оптимизация затрат.

На протяжении 2025 года участники рынка сталкиваются с рядом вызовов, которые влияют на инвестиционную активность российских компаний и требуют новых подходов к планированию, структурированию и реализации сделок. Один из таких вызовов — высокий уровень ключевой ставки и, как следствие, высокая стоимость заемных средств,

что ограничивает возможности участников рынка по привлечению финансирования. Данный фактор приводит к сокращению общего количества сделок по сравнению с предыдущими периодами. При этом некоторые участники рынка активно используют инструменты M&A для решения проблемы ограниченного доступа к источникам финансирования. В первой половине 2025 года наметился тренд на привлечение собственниками бизнеса стратегических инвесторов путем продажи им доли в компании и создания с ними совместных предприятий (СП) под гарантии финансирования операционных потребностей и дальнейшего развития бизнеса. Такие сделки, как правило, отличаются сложной договорной структурой: обе стороны готовы принять решение о заключении сделки только при условии наличия четких юридических гарантий защиты их ключевых интересов. Для текущего собственника критичным является сохранение контроля над управлением бизнесом (как минимум в течение определенного срока после создания СП), а для нового партнера — наличие правовых механизмов, позволяющих гарантировать защиту стоимости и возврат предоставленных им инвестиций. Несмотря на риски, такие сделки выгодны обеим сторонам: действующий собственник получает возможность сохранить и развивать бизнес, а инвестор — увеличить стоимость приобретенного пакета, получить доступ к интересующим его компетенциям и технологиям и т. д. Примером такой сделки из практики нашей фирмы является приобретение летом 2025 года «Яндексом» доли в компании SolidSoft (одном из крупнейших российских разработчиков межсетевых экранов для защиты веб-приложений) и создание совместного предприятия с ее основателями.

Особенностью сделок в 2025 году является повышенное внимание сторон к оценке рисков и уровню защиты от них. Пословица «Семь раз отмерь, один раз отрежь» стала как никогда актуальной. Причиной такой осмоторности является не только необходимость принятия максимально эффективного инвестиционного решения в услови-

ях ограниченной ликвидности, но и иные обстоятельства. Например, многие игроки учитывают тенденцию изъятия активов в доход государства в связи с историческими рисками: допущенными ранее нарушениями законодательства об инвестициях в стратегические предприятия, нарушениями условий приватизации в 1990-х, наличием коррупционной составляющей при приобретении активов. Кроме того, развитие в судебной практике принципа презюмируемого знания покупателя о рисках приобретаемого актива существенно ограничивает возможности покупателей полагаться на инструмент заверений об обстоятельствах и вынуждает их находить альтернативные юридические конструкции для защиты своих интересов.

Ответом на высокую оценку рисков становится повышение значимости процедуры юридической проверки актива. В данном случае важно находить разумный баланс между желанием покупателя проверить все вопросы в максимальном объеме и увеличением сроков и стоимости процесса проверки. Исходя из нашей практики, вовлечение опытного консультанта на ранней стадии процесса помогает покупателю заранее определить наиболее актуальные проблемные зоны актива и сконцентрировать на них внимание. Продавцам также следует учитывать повышенную тревожность покупателей — проведение предпродажной подготовки актива и по возможности минимизация очевидных рисков являются дополнительными гарантией успешного выхода на сделку.

Кроме того, в последнее время нередко встречается практика удержания части покупной цены для покрытия потенциальных рисков, которые могут проявиться после закрытия сделки. Распространенной становится практика использования обеспечительных платежей как специального механизма гарантированной уплаты покупной цены. Также следует отметить тренд на развитие инструментальной эскроу в российских сделках. При этом в сделках с акциями все чаще вместо классического подхода с открытием денежного счета эскроу в банке стороны рассматривают альтернативный меха-



низм — использование услуги регистратора по встречному депонированию акций и денежных средств, когда процесс передачи права собственности на акции и уплата покупной цены происходят под контролем регистратора. Использование новых подходов в сделках обеспечивает больший комфорт сторонам и повышает шансы на их успешное заключение.

Преобладание российских сторон в сделках тем не менее не означает утрату в них «международного элемента». Сохраняется тенденция на использование российских игроками иностранных юрисдикций для создания холдинговых компаний, развития инфраструктуры для инвестиций за рубежом и создания совместных предприятий с дружественными иностранными партнерами. Если в предыдущие годы речь шла о тестировании различных юрисдикций в условиях санкционного давления западных стран, то в текущем году можно говорить о формировании более или менее устойчивого интереса к среднеазиатским странам СНГ и ОАЭ. Кроме того, отмечается внимание и к ряду других стран Ближнего Востока и Африки (например, Оман, Катар, Маврикий).

В этом году среди основных игроков рынка — M&A-команд крупных компаний и юридических консультантов — заметнее стало обращение к возможностям искусственного интеллекта (ИИ). Постепенно становится привычным привлечение ИИ для разных задач в процессе подготовки реализации сделок: анализ большого массива данных при юридических проверках, подготовка протоколов встреч, написание отдельных положений договоров, редактирование. Очевидно, что в ближайшем будущем мы увидим дальнейшее развитие этой практики.

Подводя итог, хотелось бы отметить, что российский рынок M&A в 2025 году позволяет его участникам сохранять осторожный оптимизм, несмотря на объективные сложности и риски. Разумная креативность в подготовке сделки и аккуратность при ее реализации позволяют достичь выгоды от ее совершения даже не в самых простых условиях.



ЕЖЕГОДНЫЙ РЕЙТИНГ ЛУЧШИХ ЮРИДИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ 2026

Уже десять лет мы выявляем наиболее эффективные
и надежные юридические фирмы, которые предлагают современные
и инновационные консультационные услуги для корпоративных юристов.

- Сильные позиции
- Обширный трек-рекорд
- Ключевые отрасли права и экономики
- Последовательное подтверждение опыта на протяжении долгого времени

Издательский дом «Коммерсантъ» приглашает юридические
фирмы к участию. Прием анкет: 15.10.2025 — 31.01.2026

Информация о рейтинге: lawrating@kommersant.ru

Коммерсантъ. Только лучшие.