



LAW
OFFICES

EGOROV
PUGINSKY
AFANASIEV
& PARTNERS

M&A в текущих условиях

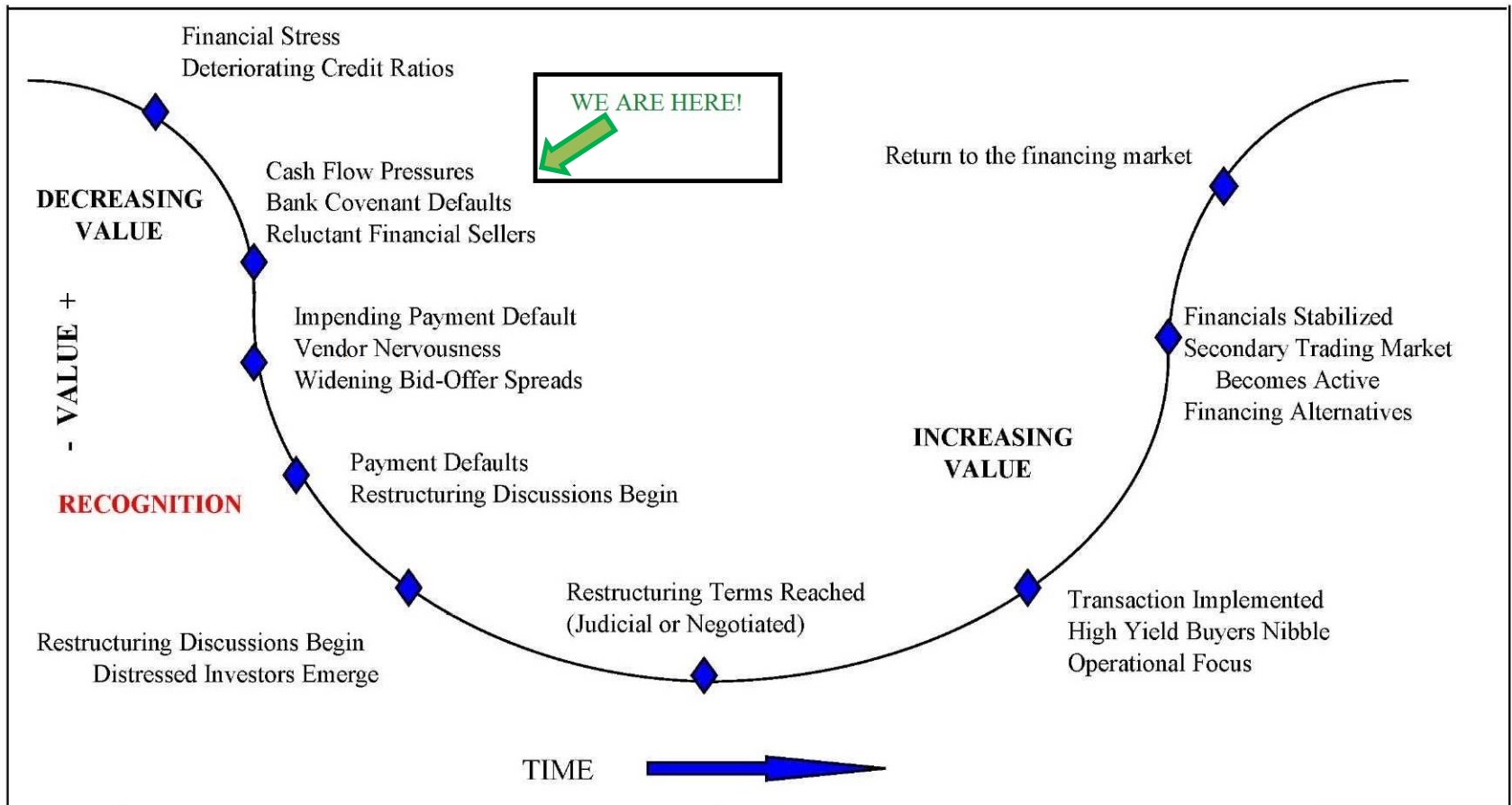
Международный инвестиционный форум
Сочи 2014

Робин Уиттеринг, партнер
Адвокатского бюро «Егоров, Пугинский, Афанасьев и партнеры»

19.09.2014

- **От текущей ситуации выиграют те, у кого есть деньги.** М&А может стать битвой между теми, у кого нет доступа к финансированию, и теми, у кого есть собственные средства либо возможность привлечь заемные, ситуация аналогична 2008-2009 гг., когда преобладали сделки с проблемными активами. До конца неясно, скажется ли текущая ситуация только на входящих инвестициях или же ограничения по обслуживанию долга повлекут волну М&А с проблемными активами.
- **Долгосрочные тенденции и временная шумиха.** (а) Золотые правила М&А, которые являются универсальными для всех рынков (с некоторыми особенностями, характерными для каждой страны), в целом остаются неизменными. Стратегия и структура сделок по-прежнему зависят от цикла сырьевого рынка, что типично для развивающейся экономики. (б) Россия не по собственной воле «уходит в себя». (с) Западные инвесторы не бойкотируют Россию по собственной инициативе (BP/Abbott и др.), они не отказываются от долгосрочного финансирования (РУСАЛ), но на них давит необходимость соблюдать политические санкции, поэтому они вынуждены ждать, как разрешится ситуация.
- **Особые случаи в условиях удорожания финансирования.** (а) Компании продолжают испытывать нехватку капитала: (i) зависимость от внешнего зарубежного финансирования (ii) возможный кризис ликвидности внутри страны (iii) зависимость от банков – эти факторы определяет текущую ситуацию на рынке М&А и создают проблемы при рефинансировании, реструктуризации, сокращении заемного капитала. (б) Санкции повлекли за собой некоторые сделки: (i) перевод российских активов в «тихую гавань» (ii) использование локальных расчетов и развитие альянсов (iii) замена поставщиков из ЕС и США, операции с которыми запрещены санкциями. (с) Энергетический сектор и ряд других проектов, которые не затронуты санкциями. (d) Банки, которые под давлением будут продавать проблемные портфели/активы по сниженным ценам? (е) Небольшие предприятия с менее надежными кредитными линиями и ограниченными альтернативными источниками финансирования?

Где мы сейчас?



- **«Русификация».** Приоритетное положение контролируемых государством игроков (в частности, в энергетическом секторе и в сфере финансовых услуг), даже если они выступают партнерами иностранных (стратегических) инвесторов
- **Модель частных инвестиций.** Российские спонсоры ищут возможности для создания консорциумов с иностранными инвесторами
- **«Немецкая» модель.** Производство и дистрибуция локализованы в России, часто используются совместные предприятия, инвестирование по фазам, устойчивый спрос на продукцию, затем идут инвестиции в производство и обучение персонала, развитие сложных логистических систем, необходимых для обеспечения импорта отдельных компонентов и дистрибуции внутри страны
- **Развивающийся рынок.** (i) Замена инвестиций «с нуля» приобретением готового бизнеса (ii) От инвестиций в природные ресурсы к входящим сделкам M&A (iii) Входящие M&A сделки ориентированы не на дешевую рабочую силу и ресурсы, а на получение стабильных позиций на потребительских рынках
- **Исходящие M&A сделки – новые энергоресурсы и технологии.** Большинство российских исходящих M&A сделок направлено на приобретение компаний в США, Канаде и Украине
- **Положительные моменты.** (i) Иностранному стратегическому инвестору открыт доступ к приватизации (ii) ГЧП (жадно ищет иностранные инвестиции) в инфраструктурных проектах: строительство автомобильных и железных дорог, аэропортов, коммунальной инфраструктуры (iii) ВТО

Финансирование сделок, когда кредиты дорожают

- Предлагайте продавцу долю в капитале (покупателя, материнской или иной компании) вместо денег
- Создавайте альянсы со стратегическими партнерами (ключевыми инвесторами). С одной стороны вы отказываетесь от части капитала, с другой – сокращаете долю заемных средств
- Предлагайте продавцу необеспеченные ценные бумаги/облигации
- Используйте последовательное рефинансирование (замещайте старые долги новыми с более низкой процентной ставкой), чтобы освободить денежный поток для новых приобретений
- Привлекайте долгосрочное, высокодоходное, субординированное «мезонинное» финансирование, возможно, с правом на преобразование в акции заемщика, чтобы высвободить средства на приобретения
- Ловите момент! Покупайте, когда продавцы испытывают трудности (падение ценности бизнеса, необходимость представить дополнительное обеспечение, проблемы с рефинансированием и реструктуризацией долга, неплатежеспособность)
- Требуйте отсрочек и выплат по результатам деятельности компании после закрытия сделки

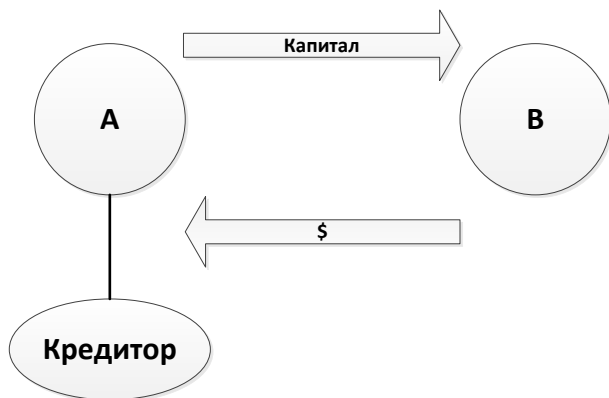
- Банковское кредитование из наиболее привлекательного становится одним из самых не привлекательных источников финансирования
- До финансового кризиса стратегические покупатели часто проигрывали покупателям, приобретающим компанию в инвестиционных целях (фонды прямых инвестиций), которые обладают более легким доступом к кредитам. Заемный капитал пользовался доверием. В период, когда кредиты дорожают, стратегические покупатели становятся лучшими партнерами в М&А сделках.
- Миноритарные инвестиции используются чаще, так как привлечь финансирование для прямого поглощения бывает сложно
- Большая часть частных М&А сделок является сделками с проблемными активами
- Те, у кого недостаточно денежных средств, вынуждены продавать свои активы для удовлетворения требований о предоставлении дополнительного обеспечения
- В строительном секторе активы избавляют от излишней нагрузки и замораживают дальнейшие инвестиции в активы
- Лица, аффилированные с государством, – лучшие покупатели
- **НУЖНО ПОМНИТЬ**, что 2014 год – это не 2008-2009!

- **Приобретение контроля.** Сначала создайте совместное предприятие или альянс, а затем переходите к слиянию (поглощению)
- **Контроль.** Избегайте дистанционного управления компанией
- **Прочные личные отношения.** Ищите партнеров, которые разделяли бы вашу точку зрения
- **Знайте, с кем имеете дело.** Опасайтесь «негласных акционеров»
- **Опасайтесь корпоративных конфликтов и споров.** Будьте бдительны, если государство или конкурент владеет компанией-целью напрямую или через обеспечение, переданное в залог банкам. То же самое с и «назойливыми миноритариями»
- **Независимые связи.** Отношения с государственными органами независимо от партнера допустимы
- **Проверка актива.** Опасайтесь историй, связанных с налогами и экологией, споров о принадлежности актива
- **Уменьшение стоимости.** Прозрачность сделки – ключ к успеху
- **Стратегии выхода.** Думайте заранее, чтобы избежать дорогостоящих споров в дальнейшем

M&A с проблемными активами

- **Определение.** Продажа, покупка или иная форма передачи прав владения в отношении платежеспособной компании/работающего бизнеса. Компания-цель/ее владельцы, возможно, нарушили финансовые ковенанты, дающие кредитору право обратиться за обеспечением
- **Что происходит.** Если ничего не происходит, Компания становится неплатежеспособной. Активы обесцениваются, вопрос – насколько, кредиторы зависят от продажной стоимости активов.
- **Золотые правила, в общем, действуют.** В проблемной ситуации (i) банки могут выступать как продавцы или стимулировать продажу; в зависимости от структуры участия в капитале и контроля за процедурой ликвидации банки могут стать фактическим «владельцем» (ii) все сроки сжимаются
- **Продавец.** Продавец торопится, покупатель, который предложит выполнимые условия, выиграет
- **Кредитор.** Если кредит сложный (субординированный, с разным уровнем обеспечения, с участием местных и офшорных компаний, как в большинстве российских сделок), то борьба между кредиторами за право обратиться за обеспечением и определять порядок распределения доходов от продажи актива (в процентах) будет определять структуру сделки
- **Покупатель.** Договорная защита будет слабой, поэтому важность юридической проверки и оценки повышается. Успешные покупатели (i) понимают, как вести себя в условиях банкротства (как заставить других кредиторов, акционеров, заинтересованных лиц и миноритариев померить свои аппетиты, как вынудить третьих лиц вернуть выведенные активы и как сделать процедуру банкротства максимально удобной для всех) и (ii) следят за рынком, чтобы при случае наброситься на «жертву».

(A) Прямая продажа



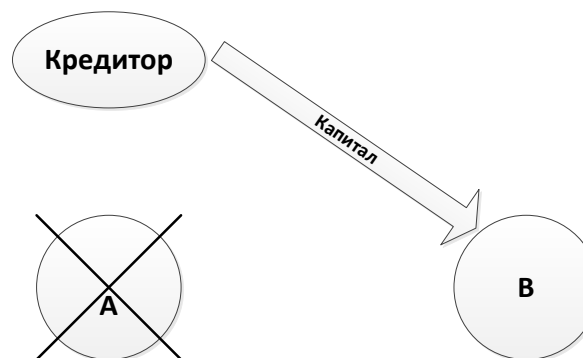
Покупатель (B) приобретает капитал (часть или весь) от текущего владельца (владельцев) (A)

Кредитор получает деньги или переносит срок оплаты (возможно, дает скидку)

Возможны эскроу или отсрочка платежа

(A) получает разницу между ценой покупки и стоимостью прав Кредитора

(B) Продажа через Кредитора



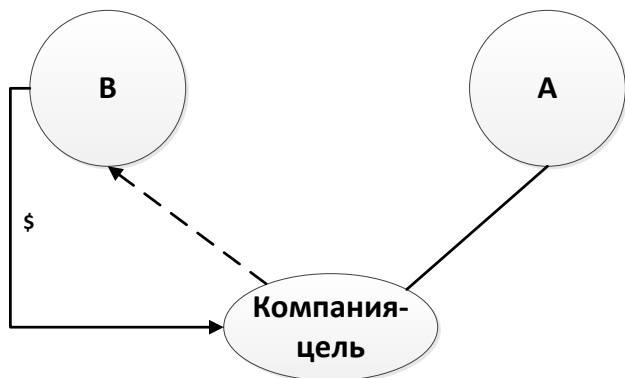
Кредитор приводит в исполнение требования в отношении Компании-цели

Покупатель (B) покупает Компанию-цель у Кредитора

Кредитор может выйти или перенести срок оплаты

(A) получает остаток актива

(A) Размытие доли

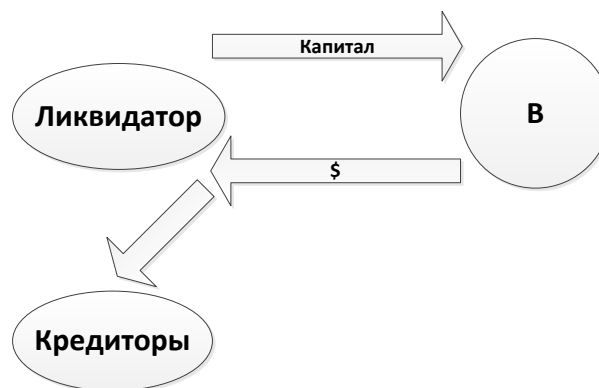


В размывает долю А, вкладывая деньги

Кредитор (частично) получает оплату

Может быть частью рефинансирования

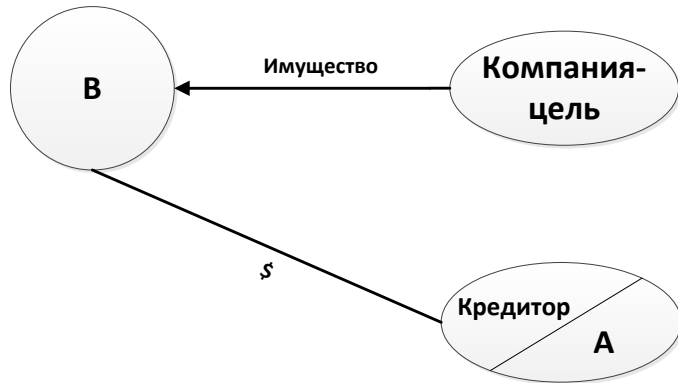
(B) Продажа в процессе банкротства



Компания-цель находится в стадии ликвидации

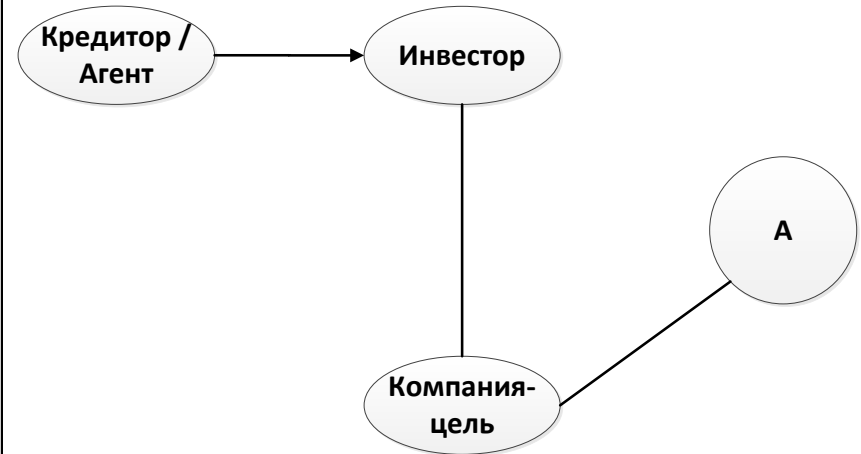
Компания-цель продается с согласия кредиторов

(А) Продажа имущества



Выборочный подход («снятие сливок») обусловлен наличием у Компании-цели существенных обязательств

(В) Долг в обмен на долю или покупка долга

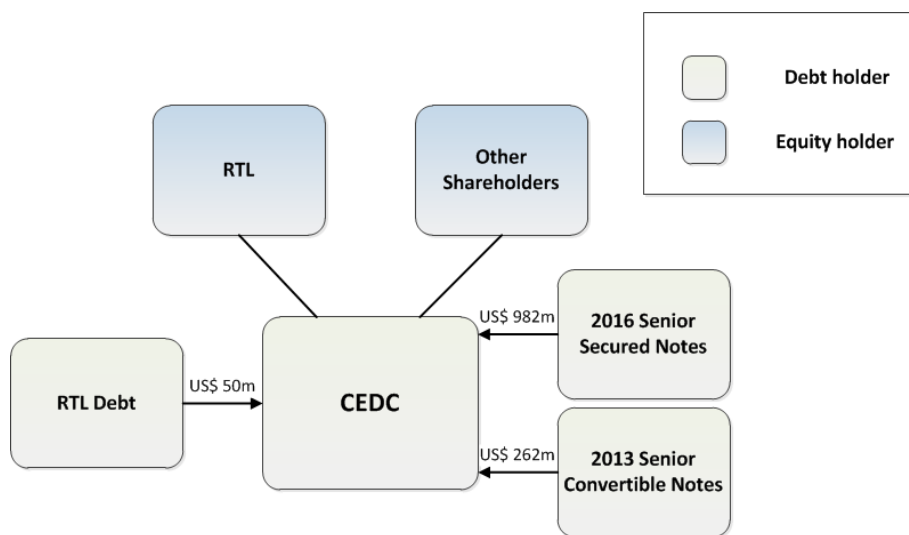


Кредитор конвертирует часть долга в капитал Компании-цели, остается ее владельцем либо сразу продает

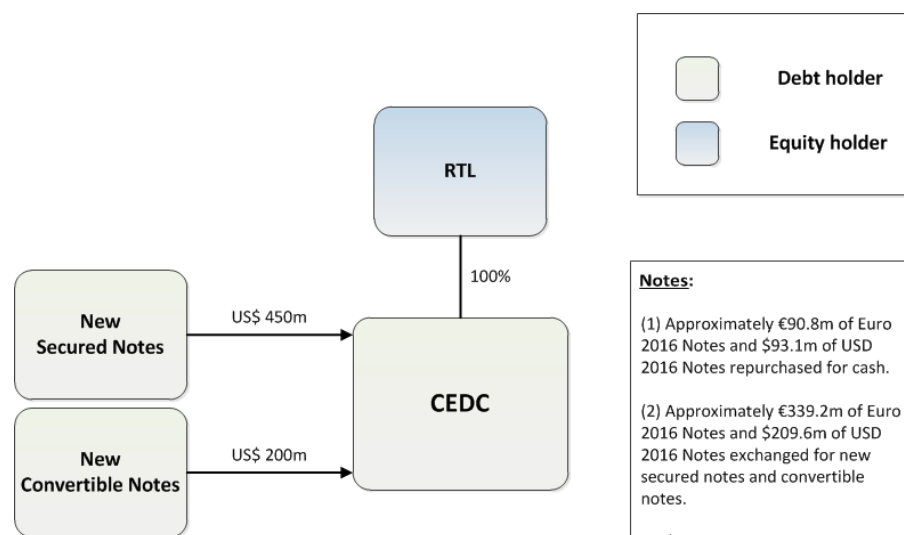
ИЛИ

Кредитор уступает права требования со скидкой, а Покупатель накладывает взыскание на Компанию-цель с максимальной выгодой для себя

До реструктуризации



После реструктуризации



Notes:

- (1) Approximately €90.8m of Euro 2016 Notes and \$93.1m of USD 2016 Notes repurchased for cash.
- (2) Approximately €339.2m of Euro 2016 Notes and \$209.6m of USD 2016 Notes exchanged for new secured notes and convertible notes.
- (3) \$16.9m payment to holders of 2013 Notes.
- (4) CEDC's existing common stock cancelled.