

Китайский холдем: VAM-соглашения на китайском рынке венчурных инвестиций

Понятие VAM-соглашения

Китай – одно из важнейших направлений венчурных инвестиций в мире, и здесь регулярно появляются «компании-единороги», такие как Bytedance, Dji и Shein. Рост таких компаний традиционно подпитывается притоком венчурного капитала. Тем не менее, договорные конструкции, используемые между инвесторами и стартапами в Китае, отличаются от тех, которые мы наблюдаем на иных мировых рынках.



Соглашение о корректировке оценки (Valuation Adjustment Mechanism, «VAM-соглашение»), иначе известный как «контракт на ставку» (Bet-On Agreement), является одним из наиболее распространенных инвестиционных контрактов в Китае. VAM-соглашение дает инвестору право скорректировать первоначальную оценку компании и получить компенсацию в денежной или акционерной форме от учредителя при наступлении определенных событий. Например, если какой-либо показатель (как финансовый, так и нефинансовый) не достигается на определенную в VAM-соглашении дату, то учредитель обязан выплатить компенсацию инвестору. В некоторых случаях целевая компания также становится стороной VAM-соглашения.

По сути, VAM-соглашения позволяют корректировать оценку компании путем установления конкретных показателей эффективности. Инвестор и учредитель как бы «делают ставку» на то, сможет ли компания достичь таких показателей, тем самым корректируя отдачу от своих вложений. Китайские юристы делят такие целевые показатели эффективности на три основные категории:

1. финансовые показатели эффективности (financial KPI), такие как выручка, EBITDA, прибыль, темпы роста продаж, совокупный среднегодовой темп роста, величина чистых активов, объем продаж, доля рынка и т.д.¹;
2. нефинансовые показатели эффективности (non-financial KPI), такие как качество продукции, приобретение новых патентов, успешное внедрение новых технологий или бизнес-процессов, вступление в стратегическое партнерство, коэффициент удержания высококвалифицированного персонала и т.д.² и
3. наступление или ненаступление определенных событий, которые могут в той или иной степени отражать эффективность деятельности компании, например, совершение сделки M&A, выход на IPO и т.д.³

Среди распространенных в Китае структур VAM-соглашений можно выделить следующие:

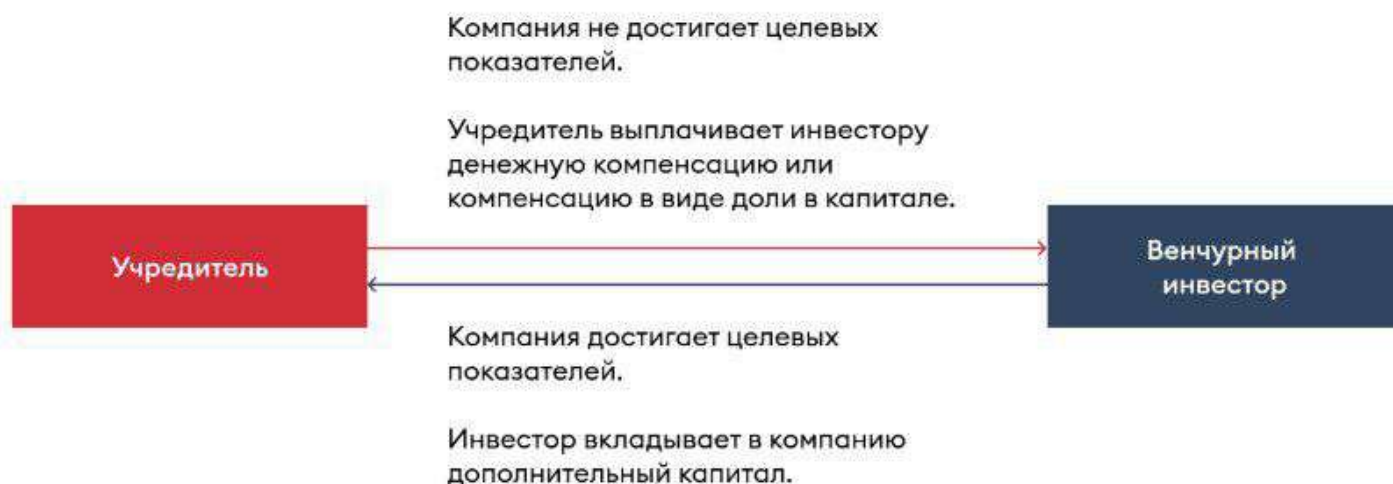
Способ компенсации	Последствия достижения показателей эффективности	Последствия недостижения показателей эффективности
Денежная компенсация	<ul style="list-style-type: none"> • дополнительный имущественный взнос в уставный капитал в заранее согласованном размере; • уменьшение накопленных дивидендов к выплате. 	<ul style="list-style-type: none"> • дополнительное финансирование не производится; • инвестор получает компенсацию от учредителя или самой компании.
Долевая компенсация	<ul style="list-style-type: none"> • инвестор продает акции учредителю; или • акций выкупаются компанией по определенной в соглашении цене. 	<ul style="list-style-type: none"> • размещаются новые акции по сниженной цене; • учредитель передает акции инвестору.
Корпоративный контроль	<ul style="list-style-type: none"> • дополнительные выплаты менеджменту компании. 	<ul style="list-style-type: none"> • инвестор получает право сменить совет директоров компании.

¹ Lin Lin. *Contractual Innovation in China's Venture Capital Market*, NUS Law Working Paper 2020/004. P. 10

² Там же

³ Там же

В пример можно привести VAM-соглашение на основе финансовых показателей эффективности⁴:



Примеры формул расчета компенсации:

$$\text{Денежная компенсация} = \text{сумма инвестиций} * \left(1 - \frac{\text{фактическая чистая прибыль за финансовый год}}{\text{целевая чистая прибыль за финансовый год}} \right)$$

$$\text{Долевая компенсация} = \text{приобретенная доля} * \left(\frac{\text{целевая чистая прибыль за финансовый год}}{\text{фактическая чистая прибыль за финансовый год}} \right)$$

Почему VAM-соглашения популярны в Китае?

Все венчурные инвесторы в Китае сталкиваются с проблемой информационной асимметрии. Это может быть связано с несколькими факторами, включая развивающийся рынок оценочных услуг в Китае, отсутствие единой национальной кредитной системы, подобной кредитным бюро в США, и неэффективность привлечения частных лиц к договорной ответственности. Зачастую оценка китайского стартапа является завышенной.

VAM-соглашения служат инвесторам для снижения стоимости инвестиций при материализации риска недостоверности информации на раннем этапе инвестирования.

⁴ Там же

Например, VAM-соглашение может предусматривать, что в случае достижения компанией целевых показателей компания и (или) ее учредитель имеют право скорректировать оценку компании в большую сторону, чтобы компенсировать потери от первоначально заниженных вложений. И наоборот, если целевые показатели не достигаются, инвестор получает право потребовать корректировку оценки компании в сторону уменьшения для компенсации своих потерь.

Еще одной причиной популярности VAM-соглашений является отсутствие в Китае признанных конвертируемых инструментов, таких как конвертируемые акции или облигации. С этой точки зрения VAM-соглашения выступают в качестве временной меры до окончательной законодательной настройки конвертируемых инструментов.

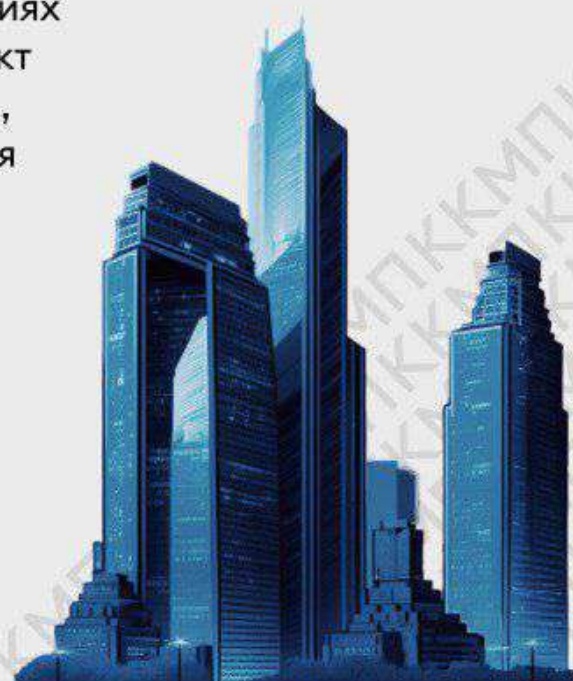
Чем могут быть полезны VAM-соглашения для российского инвестора?

Прежде всего, VAM-соглашения дают безопасный способ выхода российских инвесторов на китайский рынок. На своеобразном и самобытном китайском рынке сложно использовать традиционные западным рыкам инструменты. Однако нанимать местный менеджмент не только общепринято, но и необходимо. Используя VAM-соглашения, российский инвестор может найти баланс между управленческими амбициями местного менеджмента и контролем над своими инвестициями. Такой контроль может осуществляться через самые разнообразные показатели, установленные в VAM-соглашении.

VAM-соглашение также служит эффективным стимулом для менеджмента к приложению максимальных усилий для развития бизнеса и соответствия интересам инвестора. Удачным примером представляются инвестиции Morgan Stanley в китайскую компанию Inner Mongolia Mengniu Dairy Industry. В результате китайская компания достигла целевого 50-процентного ежегодного роста и успешно провела IPO на гонконгской бирже, а менеджеры получили около 60 миллионов акций компании в качестве вознаграждения за достижение целевых показателей, установленных в VAM-соглашении с Morgan Stanley.

Однако, на рынке можно встретить и неудачно подготовленные VAM-соглашения. Одна из наиболее серьезных проблем проявляется в том, что китайское законодательство в одном из вариантов его истолкования препятствует заключению VAM-соглашений. Чтобы обеспечить возможность их принудительного исполнения в условиях меняющегося китайского законодательства, требуется серьезная юридическая проработка формулировок.

Проблема комплаенса с китайским корпоративным законодательством актуализировалась после вступления в силу нового Закона КНР о компаниях в 2024 году. Это, например, демонстрирует пункт 3 статьи 224 Закона КНР о компаниях 2024 года, который для непропорционального уменьшения уставного капитала компании требует единогласное одобрение всех акционеров (если устав не предусматривает иное). Следовательно, для реализации некоторых долевого моделей VAM-соглашений инвестору необходимо удостовериться в том, что в устав компании включено положение о непропорциональном уменьшении капитала при отсутствии единогласного решения.



Для более надежной реализации VAM-соглашений также рекомендуется заключить корпоративный договор или договор о согласованных действиях (*acting in concert agreement*). Между китайскими судами, однако, существуют разногласия в квалификации таких соглашений и средствах защиты при их нарушении. Некоторые китайские суды рассматривают корпоративные договоры как компонент учредительных документов и, следовательно, подлежащих принудительному исполнению по суду (см. Дело 2018 Su 01 Min Zhong № 10492), в то время как другие суды относятся к ним как к простым договорным конструкциям и отмечают, что средством защиты от их нарушений не может быть, например, признание недействительным решения собрания акционеров.

Поэтому в корпоративный договор рекомендуется включить условие о неустойке, покрывающей возможные убытки при нарушении обязательств по выплате компенсации по VAM-соглашению. Отметим, что по наблюдениям нашей практики китайского права, китайский арбитраж более склонен поддерживать принудительное исполнение VAM-соглашений (см., например, решения CIETAC JinZhongZi № 0779 и № 0556 от 2014 года).

Руководитель практики китайского права ККМП Чак Пэн обладает глубоким пониманием используемых в Китае инвестиционных инструментов, включая VAM-соглашения. Релевантный практический опыт позволяет Чаку оказывать инвесторам первоклассную поддержку в выборе оптимальной модели VAM-соглашения и его подготовке.



Учитывая сходство между VAM-соглашениями и конвертируемыми инструментами, представляется интересной возможность привлечения российскими компаниями займов в виде китайских долевых инвестиций с возвратом в виде денежной компенсации при выполнении определенных условий (целевая трехлетняя процентная ставка в Китае находится на уровне 3,4%).

Вы можете оставить комментарии к нашей публикации в нашем телеграм-канале. Вы также всегда можете связаться с нашей практикой китайского права по электронной почте: Chuck.Peng@kkmp.legal.