



**Ричард КАУИ**  
партнер  
 Hogan Lovells (CIS)

В ходе переговоров по сделке стороны часто ссылаются на рыночную практику, аргументируя свою позицию. Рыночная практика также служит хорошим ориентиром в случае, когда ни у одной из сторон нет твердой точки зрения по обсуждаемому вопросу. Важно помнить, что рыночная практика в одной стране может отличаться от практики в другой стране или регионе, соответственно примеры обычно принятых деловых договоренностей в Англии не всегда могут быть применимы к российскому бизнесу.

## Совместные предприятия в России

### Рыночная практика



**М**ы проанализировали ряд совместных предприятий, учрежденных в России по английскому праву (или с использованием основных принципов английского права), которым оказывали консультационные услуги, за период с 2007 по первую половину 2011 года. Ниже приведен анализ договоренностей, к которым пришли стороны в результате переговоров, по таким ключевым вопросам, как:

- структура совместного бизнеса,
- выход,
- управление,
- вопросы, отнесенные к исключительной компетенции органов управления,
- тупиковые ситуации,
- существенные нарушения акционерного соглашения и
- передача акций.

#### Структура

Грамотное структурирование сделки позволяет снизить риски сторон. В особенности это касается оформления отношений между партнерами в совместном предприятии.

К ключевым вопросам, которые должны быть рассмотрены при обсуждении структуры сделки по созданию совместного предприятия, относятся:

#### Стороны акционерного соглашения

Часто ожидается, что помимо самих акционеров сторонами акционерного соглашения будут оффшорная холдинго-

вая компания и основная операционная компания.

Включение таких сторон позволяет акционерам обращаться в суд с иском непосредственно к соответствующей компании и требовать обеспечения своих интересов в виде наложения ареста непосредственно на активы операционной компании.

Основные операционные компании и офшорные холдинговые компании были сторонами акционерных соглашений в 25,0 и 74,0% случаях соответственно.

### **Цели бизнеса**

Утверждение бизнес-плана компании значительно уменьшает будущие разногласия сторон касательно развития совместного бизнеса. Бизнес-план также может быть использован в качестве основы для продолжения нормально функционирования компании в случае спора между акционерами. Акционерные соглашения содержали положение об обязательном утверждении бизнес-плана в 40-76%<sup>1</sup> сделок.

### **Финансирование**

Возросло количество сделок, в которых детально прописывается процедура финансирования совместного бизнеса акционерами (процент таких сделок с 2007 до 2011 года увеличился с 34,0 до 71,0%).

В документы по сделке также чаще стали включать обязательство акционеров финансировать непосредственно операционные компании (с 34,0% сделок в 2007 году до 57,0% в 2010-2011 годах).

Количество сделок, предусматривающих привлечение долгового финансирования, сократилось.

### **Дивиденды**

Стороны стали чаще включать в документы по сделке обязательство по выплате дивидендов не менее определенного размера (с 29,0% сделок в 2007-2008 годах до 43,0% сделок в 2010-2011 годах). Согласованный размер дивидендов, обязательных к выплате, составлял от 10 до 100% прибыли.

### **Обязательство не конкурировать с бизнесом (non-compete)**

Обязательство акционеров не конкурировать с бизнесом совместного

предприятия содержалось в 28-57% сделок. В 10-52% случаев положения об отсутствии конкуренции сохраняли свое действие после выхода из совместного бизнеса (от одного года до трех лет).

### **Выход**

Многие совместные предприятия учреждаются на определенный срок, поэтому важно четко прописывать процедуру выхода из совместного бизнеса с тем, чтобы каждая сторона понимала правила игры. Обычно выход из совместного бизнеса осуществляется либо путем продажи совместного предприятия (остающемуся акционеру или третьему лицу), либо путем первоначального публичного предложения (IPO).

IPO как способ выхода из совместного бизнеса стало менее популярным в последние годы в связи с непростой ситуацией на рынке.

Соответственно увеличилось число сделок (с 14,0% в 2007-2008 годах до 36,0% в 2010-2011 годах), в которых продажа акций рассматривалась как предпочтительный способ выхода из совместного предприятия.

Акционерные соглашения могут предусматривать право акционера требовать продажи совместного бизнеса третьему лицу. Учитывая рыночную ситуацию, в последние годы количество акционерных соглашений, предоставляющих акционерам такое право, стабильно уменьшается.

Положение о запрете требовать продажи совместного бизнеса третьему лицу в течение определенного срока было предусмотрено в 25-40% сделок. Срок запрета отчуждения акций компании составлял от одного года до пяти лет со дня учреждения совместного предприятия.

### **Положение об управлении**

Для эффективного функционирования совместного предприятия стороны должны согласовать структуру органов управления и определить их компетенцию. К основным вопросам, которые должны быть рассмотрены при обсуждении вопросов управления совместным бизнесом, относятся:

#### **Оффшорная структура**

Инвестиции в Россию и страны СНГ, как правило, осуществляются с помо-

щью специально учреждаемой офшорной компании. Оффшорные юрисдикции зачастую позволяют использовать более гибкие режимы корпоративного управления. В некоторых случаях инвестиции осуществляются непосредственно в российскую компанию. Такой вариант типичен для международных финансовых корпораций, таких как IFC и ЕБРР.

#### **Право вето**

Акционеры все чаще выражают желание контролировать назначение директоров офшорных компаний, требуя предоставления им права вето в отношении лиц, назначаемых их партнерами (от 20,0% сделок в 2007-2009 годах до 50,0% в 2010-2011 годах). Акционерам следует обращать особое внимание на то, чтобы их партнеры не злоупотребляли своим правом отклонять кандидатов в органы управления.

#### **Минимальная доля владения совместным предприятием**

Акционерные соглашения могут предоставлять акционерам возможность увеличивать или уменьшать принадлежащий им пакет акций, а также предусматривать изменение прав акционеров по назначению директоров в случае изменения их доли владения совместным предприятием.

В документах по сделке чаще стали обуславливать право назначения директора определенным количеством акций, принадлежащих акционеру (от 2,0% сделок в 2007-2008 годах до 25,0% в 2010-2011 годах). Минимальная доля владения совместным предприятием, необходимая для назначения члена совета директоров, составляла от 3 до 9% акций компании.

Вопросы, касающиеся управления российскими операционными компаниями:

#### **Российская операционная компания**

Полномочия генерального директора российской компании обычно весьма широки. По этой причине акционеры совместного предприятия часто согласовывают различные способы ограничения полномочий генерального директора.

К таким способам относится создание дополнительных органов управления на уровне российской операционной компании: совета директоров (для

<sup>1</sup> Здесь и далее приводятся примеры минимального и максимального размера процентов сделок, содержащих соответствующие положения, проанализированных за период с 2007 по первую половину 2011 года (если не указано иное).

принятия стратегических решений) и правления (для коллективного принятия решений по вопросам руководства текущей деятельностью). Если российская операционная компания является обществом с ограниченной ответственностью, партнеры могут отнести ряд вопросов к компетенции единственного участника/общего собрания такой компании.

#### *Право вето*

Достаточно часто на уровне российской операционной компании не создают дополнительных органов управления (43-57% сделок). Поэтому акционеры пытаются получить право вето в отношении назначения генерального директора (более половины сделок).

При этом меньшее значение придается назначению членов правления (право вето принадлежало акционерам в 5-33% сделок).

С другой стороны, состав совета директоров операционной компании имеет огромное значение для акционеров (акционеры имели соответствующее право вето в 33-100% сделок).

#### **Минимальная доля владения совместным предприятием**

Акционерные соглашения также могут предусматривать, что право назначения в органы управления российской компании обусловлено наличием у акционера минимальной доли владения акциями совместного предприятия (от 2,0% сделок в 2007-2008 годах до 67,0% – в 2010-2011 годах). Минимальная доля владения совместным предприятием, необходимая для назначения членов в органы управления российских компаний, составляла от 7 до 51% акций.

#### **Вопросы, отнесенные к исключительной компетенции**

Помимо определения структуры органов управления совместным предприятием стороны, как правило, согласовывают перечень особых вопросов, решение по которым не может быть принято без совместного одобрения акционеров или лиц, назначенных ими в органы управления компании (reserved matters). В большинстве случаев такие особые вопросы отнесены к компетенции акционеров, поскольку они имеют возможность действовать в собственных интересах, тогда как члены совета директоров, как

правило, несут фидуциарные и иные обязательства перед всеми акционерами (а не только перед акционерами, которые их назначили).

В последнее время наблюдается тенденция принятия решений по таким вопросам акционерами (71,0% сделок в 2010-2011 годах) или совместно акционерами и офшорным советом директоров (85,0% сделок в 2010-2011 годах).

Перечень вопросов, отнесенных к исключительной компетенции, является предметом коммерческих переговоров, но, как правило, он включает в себя следующие пункты:

- структура бизнеса,
- вид деятельности,
- компетенция органов управления,
- финансирование совместного бизнеса и
- одобрение крупных сделок.

Очевидно, что акционер (особенно стратегический инвестор или фонд прямых инвестиций) будет стремиться согласовать как можно более широкий перечень таких особых вопросов. Однако необходимо иметь в виду, что слишком объемный перечень может повысить риск появления тупиковых ситуаций, а также привести к замедлению бизнес-процессов в связи с необходимостью оформления одобрений соответствующими органами управления.

#### **Тупиковая ситуация**

Несмотря на то что при учреждении совместного предприятия партнерам кажется, что они согласовали все основные вопросы управления бизнесом, им необходимо рассмотреть вариант развития событий, при котором они не смогут прийти к согласию по какому-либо существенному вопросу, например, вопросу, отнесенному к исключительной компетенции акционеров (тупиковая ситуация).

Риск возникновения тупиковой ситуации (deadlock) может быть уменьшен несколькими способами.

Например, акционерное соглашение и/или бизнес-план могут содержать подробные положения касательно того, как должен вестись бизнес в случае разногласий акционеров.

Стороны также могут сократить перечень особых вопросов, отсутствие соглашения по которым будет рассматриваться как тупиковая ситуация.

Безусловно, регулярное и конструктивное общение между партнерами сокращает вероятность возникновения тупиковых ситуаций.

Существует ряд способов разрешения таких ситуаций. Ниже приведены основные варианты, которые обсуждались нашими клиентами в ходе переговоров:

#### **Разрешение споров мирным путем**

Обязательство приложить усилия для разрешения любой тупиковой ситуации по взаимному согласию предусмотрено в 100% акционерных соглашениях.

#### **Продажа или выкуп акций в результате реализации опциона**

Продажа акций посредством колл-опциона (право купить акции, принадлежащие другой стороне, по определенной цене) или пут-опциона (право продать акции другой стороне по определенной цене). Тупиковая ситуация рассматривалась как событие, дающее право на реализацию соответствующего опциона.

#### **Экспертное решение**

Данный способ может использоваться как самостоятельно, так и совместно с другими вариантами. Важно понимать, что эксперты зачастую могут помочь в разрешении конфликта, носящего не коммерческий, а технический характер. В последнее время использование экспертов для разрешения тупиковой ситуации сократилось.

#### **Выкуп акций при помощи специального порядка**

Общепринятые варианты выкупа акций другой стороны включают "русскую рулетку" (Russian roulette, одна сторона предлагает свои акции к продаже, и отклонение предложения запускает в действие обязательство другой стороны приобрести такие акции по изначально указанной цене) и "техасскую дуэль" (Texas shoot-out, аукцион, позволяющий каждой стороне назвать цену за приобретение акций другой стороны).

#### **Независимые директора**

Акционеры назначают новых независимых директоров и предоставляют им полномочия по разрешению любых возникающих тупиковых ситуаций. Чтобы данный способ был эффективным, такие директора должны быть действительно независимыми от акционеров и обладать опытом в соответствующей сфере.

### **Отсутствие процедуры разрешения тупиковых ситуаций**

Акционеры, как правило, не хотят видеть, как стоимость их совместного бизнеса уменьшается, что может произойти в случае продолжительного конфликта. Треть всех акционерных соглашений, заключенных с 2009 года, не предусматривает никаких положений относительно разрешения тупиковых ситуаций, за исключением разрешения споров мирным путем.

Поскольку многие из способов разрешения тупиковых ситуаций требуют передачи акций или контроля над совместным бизнесом, сторонам необходимо учесть требования, связанные с получением антимонопольных или иных обязательных одобрений.

### **Существенное нарушение**

Стороны каждого совместного предприятия сами определяют, какое событие является существенным нарушением акционерного соглашения. Существенное нарушение может привести к принудительной передаче акций стороны-нарушителя ненарушившему акционеру (вместо требования о возмещении убытков, вызванных таким нарушением, либо вместе с таким требованием).

За рассмотренный период не сложилось каких-либо специфических тенденций, связанных с наличием в документах по сделке положений о существенных нарушениях.

Некоторые предусмотрительные акционеры включают в акционерные соглашения описание ситуаций, которые рассматриваются как существенное нарушение обязательств:

- акционер перестает владеть акциями, достаточными для удовлетворения требований (50,0% сделок),
- изменение контроля над акционером (45,0% сделок) и
- существенное нарушение акционерного соглашения (41,0% сделок).

После существенного нарушения не нарушившая соглашение сторона, как правило, имеет право продать свой пакет акций стороне, допустившей нарушение (в большинстве случаев за заранее согласованную цену или по более высокой цене), или выкупить акции нарушившей договор стороны (в большинстве случаев за согласованную стоимость или по более низкой цене). Любая такая продажа или покупка может потребовать получения антимонопольных и иных обязательных одобрений. Стороны должны уделить особое вни-

мание тому, чтобы цена за передачу акций не была эквивалентна неустойке, поскольку это может быть недействительно в соответствии с английским правом.

### **Передача акций**

Права акционеров на распоряжение акциями совместного предприятия часто являются предметом обстоятельных споров в силу различных причин, среди которых и то, что успех совместного предприятия зачастую зависит от личности акционеров.

Основные вопросы для обсуждения следующие.

#### **Ограничения на передачу акций**

Большинство акционерных соглашений содержали положения об ограничении на передачу акций (71-86% сделок). Обычно такие ограничения применяются ко всем акционерам, хотя акционеры с сильной переговорной позицией (например, фонды прямых инвестиций) могут добиться неприменения к ним таких ограничений.

#### **Преимущественное право**

Большинство сделок предоставляли акционеру преимущественное право приобретения акций другого, продающего акции акционера. В случае предоставления такого права передающий акции инвестор в 40-86% сделок должен был передать все свои акции.

Отдельные акционерные соглашения, однако, содержали положения о частичной передаче акций. В таком случае частичная передача акций могла повлиять на права продающего акции акционера (например, на право назначения директоров).

В документах по сделке важно предусмотреть, какое предложение о продаже акций будет являться надлежащим, чтобы избежать ситуации, когда акционер вынужден заключить сделку по приобретению/отчуждению акций на коммерчески невыгодных для него условиях.

Как правило, такое предложение должно быть добросовестным (*bona fide*), безотзывным и полученным от третьей стороны, отвечающей соответствующим требованиям (такая сторона, например, не должна быть аффилирована с передающим акции лицом, так как это может позволить ей сделать предложение для приведения в действие прав на передачу акций, таких как право принуждения к совместной продаже).

### **Право совместной продажи (tag along rights)**

Большинство сделок предусматривали право совместной продажи для других акционеров, чтобы позволить им принять участие в продаже и продать принадлежащие им акции, когда один акционер продает свои акции третьей стороне.

Право совместной продажи обычно возникает, когда третья сторона приобретает определенный процент акций, или может возникнуть, когда продается любое количество акций (тогда другие акционеры могут участвовать в продаже пропорционально принадлежащим им акциям).

#### **Право принуждения к совместной продаже (drag along rights)**

Значительное количество сделок (от 32 до 60%) предусматривали право принуждения к совместной продаже, в соответствии с которым другие акционеры должны продать принадлежащие им акции, когда акционер продает свои акции третьей стороне.

Право принуждения к совместной продаже возникает, как правило, когда третья сторона приобретает большую часть бизнеса и выражает желание приобрести оставшуюся его часть.

Стороны могут включить в документы по сделке положение о запрете отчуждения акций (*lock-up provision*), в соответствии с которым акционерам запрещено распоряжаться принадлежащими им акциями в течение первоначального инвестиционного периода.

В 2007-2008 годах 57,0% сделок предусматривали такое положение, в 2009 году процент таких сделок упал до 42,0% и затем немного вырос до 43,0% в 2010-2011 годах. Срок запрета отчуждения акций составлял от одного года до пяти лет.

### **Заключение**

Рыночная практика, касающаяся создания и деятельности совместных предприятий в России, меняется одновременно с экономическими условиями и коммерческими обстоятельствами, в которых оказываются стороны.

Сторонам следует очень тщательно подходить к согласованию основных положений акционерного соглашения с тем, чтобы создать все условия для эффективного и прибыльного управления совместным бизнесом.

