

美国式创业融资契约在中国 法下的障碍与实现

徐珊珊

摘 要: 本文对美国式创业融资(也称“风险投资”)契约的一些重要条款进行了分析,并指出这些条款在中国法律环境下实施存在着障碍,即在我国既有的投资法律框架下实现融资目的存在的障碍。由于美国式创业融资契约高度灵活自治的需要不能得到满足,笔者认为在我国相关法律尚未订立和修改的背景下可以采用国际商事仲裁来保护双方灵活安排的要求,以利于我国的创业企业引进外国创业资本。

关键词: 创业融资契约; 保护投资者; 控制管理权; 优先退出权; 国际商事仲裁
中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2006)03-0041-06

创业资本的表现形式虽然是权益资本,但在本质上是一种创业资本家与创业家之间的融资契约安排。在这种特殊的融资契约安排里,必须考虑到创业资本家与创业家之间的信息不对称,创业企业发展的高风险和不确定,以及由这些原因而引发的与普通投资关系及借贷关系不同的代理问题、激励问题。美国式创业融资契约被认为符合最优创业融资合约理论的预期,可以使创业资本家的融资激励与创业家的商业利益协调一致,较好地解决代理及激励问题。实践中,美国式创业融资契约在其国内也已被证明是行之有效的。在过去的40年里,美国的风险投资已经培育出了许多世界级的“领袖”公司,其中包括微软、英特尔、苹果、联邦快递、思科系统等。而且,仅2000年一年,美国的风险投资业就向约5 000个项目融资90亿美元。目前,我国的创业资本刚刚起步,国际主流的创业资本还未真正进入我国,因此,是否可以在我国的法律环境下成功运行美国式创业融资契约值得关注。本文将讨论美国式创业融资契约的主要内容及作用,其在中国法下的障碍,以及在中国目前法律环境下实施美国式创业融资契约的建议。

一、美国式创业融资契约的重点条款及作用

可转换优先股是美国式创业融资契约中最常用的融资工具,它可根据持有人的选择,或在设定条件下,转换成另一种证券,如公司的普通股。通过在创业融资契约中对可转换优先股的各项权利以及转换条件的设计,可以实现对创业资本家的保护、创业资本家对创业企业管理的控制、以及创业资本优先退出等目的。从保护投资者的角度来说,如果风险企

业创业失败,可转换优先股持有人可基于优先分红权取得一定的优先分红;一旦创业企业解散或清算,可转换优先股持有人还可基于优先清算权优先于普通股的持有人即创业家在创业企业的清算财产中受偿。如果创业企业创业成功,可转换优先股又可以保证创业资本家充分分享企业股票的增值。

1. 保护投资者的若干条款 美国式创业融资契约中常用于保护创业资本家的条款有:优先分红及优先清算权、选择性或一定条件下自动的转换权、反稀释股权保护权和股权转让限制等权利。这些条款通常与可转换优先股配合使用。除此之外,在美国式创业融资契约中还有一些条款如阶段性融资、离职股权保护条款以及竞业禁止条款也经常被用来保护创业资本家的利益。以下作简要分析。

(1) 阶段性融资条款。创业资本家最初的投资通常是不足以完成创业家的全部商业计划的,他们的投资通常会分阶段进行。创业资本的投入一般分为4个阶段:种子期的投入、导入期的大投入、成长期的大投入和成熟期的部分投入。创业资本家可以通过分段投资来控制创业企业,即创业资本家严格控制预算,每次只投入足够让风险企业发展到下一阶段所要的资金量。阶段性融资条款并不是规定创业资本家有继续融资的义务,而是规定创业资本家有权保留放弃投资的选择。这样可以对风险企业的创业家产生很大的压力,创业家为了使企业能持续生存下去,必须在每一阶段都努力工作,不断把风险企业推向成功。

(2) 反稀释股权条款。在创业企业经营过程中会有许多不确定的风险,如技术需要革新、人员流动、政府政策的变化、市场竞争格局的变化、客户偏好的变化、甚至还可能出现国际以及国内的经济环境的恶化。这时,创业企业通常需要注入新的资金,并需要对创业企业重新估价。这时就可能稀释原来的创业资本家的股权。为防止稀释,在美国式创业融资契约中通常订有反稀释条款,其直接意图在于对于投资相同金额,较晚的投资者不能比前期投资者获得更多的权益,而其根本目的则在于减少风险企业的新一轮融资。反稀释条款一般规定,投资者拥有企业股份的比例在将来某一特定的时期内不会减少,在这个时期内,为保证前期投资者的利益,企业扩股时如果把股份以较低的价格出售给以后的投资者,前期投资者将免费获得额外的股份,以免损害前期投资者的利益。

(3) 股票转让限制权条款。几乎所有的美国式创业融资契约中都使用了这一条款,该条款要求股份转让之前应事先取得其他所有股东(包括创业资本家)的同意,其目的在于控制风险企业股东的身份,股权转让的时间,以及股权转让的方式。

(4) 离职股权保护条款与竞业禁止条款。由于没有任何合同可以强制性要求创业家不能离开创业企业,因此只能通过融资契约来提高他们离开的成本,以保护风险投资者的利益。美国式创业融资契约中广泛使用的离职股权保护条款与竞业禁止条款的目的就在于此。根据离职股权保护条款,创业家所持有创业企业的股票必须在一定的归属期限之后才能充分行权,也就是说,如果创业家在一定期限期满之前离开创业企业,企业则有权收回或以较低的价格回购他们所持的公司股票。创业家离开得越早,就有越多的股票未到期行权期限。根据竞业禁止条款,创业企业会与创业家订立一份竞业禁止的合同,从而禁止创业家在一一定的时期以内服务于与创业企业相同的行业的其他企业,否则将承担严重的赔偿责任。

2. 控制管理权的若干条款 在美国式创业融资契约中,创业企业的现金流量权、董事会权、投票权、清算权以及其他管理控制权常用状态依存性安排来进行分配。此外,集团投票权、绝对多数投票权、股票期权计划、里程碑也是美国式创业融资契约中普遍使用

的条款。前两项条款使得创业资本家可以对创业企业的经营活动拥有较大的控制权,而后两项条款的目的在于对创业家及创业企业员工的激励。

(1) 集团投票权条款。在美国式创业融资契约中通常会规定对于某些特定的事项的决策必须取得可转换优先股的持股人(即创业资本家)的同意。该条款有时也规定在创业企业的公司章程之中,用以保证创业资本家在董事会中有一定的代表人数。该项权利实际上给与了创业资本家对一些事项的否决权。

(2) 绝对多数投票权条款。这是指对于创业企业所采取的某项措施需要经股东以及董事会均以绝对多数同意才能通过。此类事项通常包括创业企业赎回公司股票、实质上出售公司全部资产、控制权发生改变的兼并、选举董事会、增发股份等。创业资本家设置这类条款的基本目的也在于设定事实上的否决权。此类条款有时也规定在创业企业的章程之中。

(3) 股票期权计划与里程碑条款。股票期权是指创业企业向创业家以及其他员工发行的可以在固定的期限内以约定的价格购买企业一定股份的权利,该项约定与前文所述的离职股权保护条款通常结合起来使用,既可激励创业家又可保护创业资本家,以利于双方之间维护较长期合作关系。里程碑条款则是一种状态依存性安排,即当公司业绩到达一个里程碑时,应向创业家发行额外的股票,其目的也在于激励创业家。

3. 优先退出权的条款 在美国式创业融资契约中最常用的有关创业资本家优先退出的条款主要有“转换权”、“赎回权”、“一体权及连带权”。

(1) 自动转换权条款。该条款允许创业资本家所持有可转让优先股自动转换成普通股。这一条款通常是与创业企业成功后的首次公开上市相联系的。经过转换,创业资本家可以在公开的证券交易市场上出售其股票获取收益,实现退出。

(2) 赎回权条款。在许多美国式创业融资契约中,创业资本家将此项权利设计为可转换优先股的一项权利。持有这种可转换优先股的投资者可以要求创业企业在将来的某一时间按约定的价格回购这种可转换优先股。这类赎回权条款使得可转换优先股的性质相当于债券,可以帮助创业资本家在创业企业经营失败的情况下,退出该创业企业。在美国这一条款被广泛使用,许多国有企业会赎回它们自己的股票。但根据目前美国的法律,通常只允许企业在盈利情况下回购其股票而不允许企业在资本受损或将因回购股票而受损的情况下回购股票。对创业资本家而言,这项规定使得回购权条款在创业企业经营情况不佳的时候变得没有意义。

(3) 一体权及连带权条款。创业资本退出的另一种方法是非公开地向第三方出售创业企业,一体权及连带权条款可以在这一过程中保护创业资本家的利益。当创业家向第三方出售其所持有的普通股时,一体权条款使得创业资本家有权要求将自己所持有可转换优先权与创业家所持有的普通股一同出售。这一条款对于在创业企业中仅持有少数股份的创业资本家是非常有意义的。相反,连带权条款则使得创业资本家在向第三方出售其可转换优先权时有权要求创业家也一同出售他们所持有的普通股。当然这一条款经常会遭到创业家的强烈反对。

二、在中国法下实施美国式创业融资契约的障碍

创业投资的本质是融资活动,实现投资回报率后退出创业企业才是创业投资的目标,正

如创业资本家常说的“我们并不想控股，我们要的是增长，我们要的是收益”，这与谋求长期发展的传统直接投资活动是完全不同的。从上文中对美国式创业融资契约的各项条款的分析也可以看出，创业资本家进行的创业投资十分注重保护其资金安全，需要极大的灵活性和自主权，与传统的借贷活动中借方的考虑因素很相近。然而，我国以《公司法》和三资企业法为代表的有关直接投资的法律体系却并未考虑到创业资本运行的这些特点，在许多方面存在着对美国式创业融资契约的限制。

首先，可转换优先股不被我国公法性法律所支持。虽然可转换优先股是美国式创业融资契约中的基本融资工具，也是国际上普遍认可的融资工具，但我国现行的《公司法》中没有“优先股”的概念，也没有做出相近的规定，只是在第135条指出“国务院可以对公司发行本法规定的股票以外的其他种类的股票，另行作出规定。”这里“其他种类的股票”是否包含优先股，不得而知，另行规定似乎也一直没有出台。同样，后来颁布的《证券法》也对优先股只字未提。实践中，1995年在上海证交所上市的杭州天目山药业股份有限公司发布公告，将1890万股国有股改为优先股(占总股本的21.6%)，开始了优先股在我国的尝试。后来一些地方的公司也试行了优先股。但从理论上说，由于《公司法》第135条限制了公司的股票的类型，可转换优先股是被我国强制性法律所禁止使用的证券类型，上述公司的实践存在着“安全隐患”。

此外，按《公司法》第172条规定，只有上市公司经股东大会决议才可以发行可转换为股票的公司债券，而且应当报请国务院证券管理部门批准。因此，常用以模拟可转换优先股效果的可转换公司债券也不能为我国创业企业所采用。由于可转换优先股以及可转换公司债券在我国强制性法律上得不到支持，创业资本家只能以普通股的形式投资于我国的创业企业，通过融资契约部分地模拟“状态依存性”安排，单独地约定对创业企业的现金流量权、董事会权、投票权、清算权以及其他的管理控制权的分配。

第二，阶段性融资受到限制。在我国设立外商投资企业存在外资最低出资比例不低于25%以及首期出资不少于认缴资本15%的限制，而我国《公司法》上则更是规定了注册资本的实缴制。这些规定显然不利于创业资本家在创业融资契约中灵活地安排阶段性融资，虽然可以通过创业企业不断地办理增资扩股来实现阶段性融资的目的，但是显然比较麻烦。

第三，股票期权计划难以实现。以外资创业企业为例。我国外商投资有限责任公司实行注册资本认缴制，其实质仍是一种分期付款的实缴制，因此，外资创业企业无法预留股份来实施股票期权计划。而如果通过回购、增资等方式来变通实现股票期权计划也不可行。首先，如果风险企业是有限责任公司，根据《中外合资经营企业法》的规定，合营企业在合营期内不得减少其注册资本。也就是说，创业企业无法通过回购股份来实现股票期权。而如果通过增发的方法实施股票期权，理论上是可行的，但由于必须同时增资，因此，创业家及员工不可能无代价取得创业企业的股份。由此，股份期权计划就只能通过原股东进行转让或赠与来实现，这又显然产生了新的利益冲突的问题。其次，如果风险企业改制成为了股份有限公司，则按《公司法》的规定，也无法进行回购，无偿增发，其行权也存在困难。出于同样的原因，“里程碑”以及“离职股权保护”条款也难以实现。目前，实践中变通的做法就是设立境外控股公司实施股票期权来回避这些问题。值得指出的是，与外资法的规定不同，《公司法》上并未限制有限责任公司回购股份，在没有预留股份的情况下，理论上，内资创业企业可通过回购股份来实现股票期权计划，但回购股份存在回购资金的问题。

题,而且要经过繁琐的变更登记等过程。

第四,“状态依存”地控制管理权难以实现。根据我国外资法的有关规定,对于外商投资企业中的一些重大事项须经过董事会一致同意并经过政府批准。这显然不利于外资创业资本家在设定条件下取得创业企业的控制权。而我国《公司法》对于公司治理的规定比外资法更为严格,明确规定了同股同权原则,限制了创业企业的企业家与风险投资机构之间的自由约定,创业资本家在仅持有普通股的情况下其优先清算与分红权难以得到保护,而且,如果创业资本家在创业企业中不占多数股份,则很难在其资金安全受到影响时控制创业企业的董事会。此时,创业资本家与创业家之间的融资契约由于不能得到法律认可,因而难以得到有效的保护。

第五,外资创业企业难以通过“回赎权条款”实现退出。如上所述,目前外资创业企业无论是有限责任公司还是股份公司回购其股份目前还不能进行操作。

三、中国目前法律环境下实施美国式创业融资契约的建议

由于受到诸多强制性公法的限制,目前在中国法律环境下实施美国式创业融资契约存在着相当的困难。无疑,修改现行的法律或制定专门性的新法律是解决问题的根本方法。但这里笔者提出一种实务性的解决思路,即准备实施美国式创业融资契约的各方当事人可通过选择外国商事仲裁以及外国法律适用来规避对于融资契约的中国强制性公法的适用。

第一,选择外国商事仲裁可以有效地回避中国法院的专属管辖权。如上所述,在中国创业融资契约仍在投资法律的框架下进行,根据中国目前的法律,虽然有关中外方之间的投资合同的争议属中国法院专属管辖的事项,但并不排斥这类事件的可仲裁性。根据《承认与执行外国仲裁裁决公约》第2条第1款及第3款的规定,如果争议双方约定了外国仲裁,缔约国法院应承认这一约定的效力,并依当事人的请求,命当事人提交仲裁。我国于1987年就加入了该项公约,自然会遵守此项义务。

第二,如果创业融资契约双方当事人约定适用外国法律,外国商事仲裁机构适用中国强制性公法的可能性不大。国际商事仲裁机构并非一国的法院,并不服务于任何主权国家,它通常在国家利益间保持中立,对于各国公法的适用往往是出于对当事人更为公平的考虑,以及可执行性考虑。目前,由于各国倾向于承认与执行外国仲裁裁决、执行地点的不确定性、以及无法执行的仲裁也具有价值等原因,出于不被撤销以及可执行性的考虑而适用仲裁地国的公法、执行地国的公法以及准据法国的公法已受到了广泛的批评。

此外,对于仅代表某一国利益的强制性公法,甚至与另一当事方所在国的利益相冲突强制性公法,按照欧洲学者主张的“事实理论”,在国际商事仲裁中,只需将之作为影响双方当事人履约的一个准据法上的事实因素加以考虑。这一理论也已在实际中被广泛运用。因此,笔者认为,如果中外双方当事人在创业融资契约中明确约定适用外国法,而该外国法与我国的相关强制性规定并不一致的话,则外国仲裁机构不一定会适用中国公法性法律。

第三,中国法院通常不会因中国的相关强制性公法未得到适用而拒绝执行外国仲裁裁决。虽然,根据《承认与执行外国仲裁裁决公约》第5条第2款的规定,中国法院可依“公共政策”为由,拒绝承认与执行未适用中国某项强制性公法的规定。或认为双方规避中国法律的行为无效。但是,显然,公共政策与强制性法律规则是不同的概念,一般意义上,法

院并不要求本国强制性规则必须在国际商事仲裁中适用。我国最高人民法院在“关于涉外经济合同法若干问题的解答”中指出,在应适用的法律是外国法律时,如果适用该外国法律将违背我国法律的基本原则,则不予适用,而适用中国相应的法律。“至于何为基本原则,……那只能从我国宪法的角度去理解。”如果用这样的标准来衡量国际商事仲裁的法律适用,则一般意义上的我国强制性规则并非必须得到适用。^①而且实践中,已有中外双方之间投资合同争议选择瑞典斯德哥尔摩商事仲裁院商事仲裁以及适用外国法律的裁决而被中国法院承认和执行的案例。中国法院的这种承认和执行被认为是更符合国际潮流,更有利于中国的对外商事交往。此外,外国仲裁的裁决也可以到其他国家执行。

当然,选择外国商事仲裁以及外国法律适用也只能部分地解决问题,因为这种做法虽然可以回避法院的管辖却仍然无法回避我国相关行政机关对股份登记的管理,创业融资契约也难以在中国法下对抗第三人,而且选择外国商事仲裁的方法对于纯粹的我国国内的创业资本的运作并无实际意义。但是从引进外国创业资本的角度来说,笔者认为这种方法是值得推荐的。

(作者单位:复旦大学)



参考文献:

- [1] 陈治东.国际商事仲裁法[M].北京:法律出版社,1998.
- [2] 张江敏.国际商事仲裁中的法律适用的若干问题的探析[J].武汉大学学报,2003,(6).
- [3] 胡海峰.创业资本契约理论文献综述[J].改革,2002,(5).
- [4] Richard T. McDermott, *Legal Aspects of Corporate Finance*(1985).
- [5] George G. Triantis, *Financial Contract Design in the World of Venture Capital*, 68 U. Chi. L. Rev. (2001).
- [6] Kenneth J. Lebrun, *Making a Private Equity/Venture Capital Investment in Japan: Implementing Techniques Commonly Used in U.S. Transactions*, 23 U. Pa. J. Int'l Econ. L. (2002).
- [7] Steven N. Kaplan & Per Stromberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, Rev. Economic Studies (2002).
- [8] Constance E. Bagley & Craig E. Dauchy, *The Entrepreneur's Guide to Business Law* (2003).

注释:

- ① 需要指出的是,用这样的标准来衡量我国法院的法律适用,并不意味着我国的强制性规则不需要适用。这是因为,我国的强制性规则对于我国法院来说属于直接适用的法,即“应适用的法律是外国法律时”通常是拟可以适用外国法律的私法领域的法律。