

创业板前的冷静

本文以一个失败的风投案例来说明风险投资企业的法律风险所在，以及如何控制创投中的法律风险

文/孙阳

孙阳，广东华商律师事务所律师，执业范围包括公司证券（投资、收购、重组、境内外上市、私募）、综合公司事务、外商投资、房地产投资等。曾参与《公路法》、《收费公路管理条例》的立法起草工作，并在《中国律师》、《中国证券报》等媒体发表多篇专业文章

中国的私募股权投资（PE）、创业投资（VC）市场日趋活跃，不断重复传颂的成功案例吸引了越来越多的国内外投资者进入中国。2008年，中国创业板即将设立的消息也刺激了更多投资者进入市场，渴望通过发掘和投资潜力企业，上市后获得高额资本回报，他们往往忽略了风险投资的“高度风险”。

投资风险有很多，风投失败的原因也很多，有的是因为技术革新等技术风险，有的是因为市场变化等商业风险，有的是因为政府政策风险，有的则是因为法律风险。

案例描述：

广西一个高新技术股份有限公司（简称“A公司”）于2008年初进行私募融资，通过增资扩股和股权转让，引进了两家内资VC企业和两个境外VC投资者。公司计划在私募后于2009年初申请在深圳证券交易所公开发行股票、上市。私募时，除聘请了具有证券业务资格的注册会计师事务所负责审计外，并没有聘请中介机构。但是，在私募完成后筹备上市时，发现若干可能构成上市障碍的法律问题。

问题 1：股权变动存在重大法律瑕疵

在筹备上市时，律师开始对A公司进行尽职调查。

A公司的前身是一家中外合资经营企业，外方股东是“香港天空实业公司”（化名，下同），中方股东是“广东金属装饰公司”；A公司后经批准，变更为外商投资的股份有限公司，工商变更登记后的外方发起人股东是“香港天空实业有限公司”，内资发起人股东是“广东金属实业有限公司”等。

“香港天空实业公司”与“香港天空实业有限公司”只差“有限”两个字，同样“广东金属装饰公司”与“广东金属实业有限公司”在名称上也相差不大。在A公司历次变更的批文和工商变更登记资料中均没有反映出“香港天空实业公司”与“香港天空实业有限公司”之间、“广东金属装饰公司”与“广东金属实业有限公司”之间，曾经就A公司股权发生过转让；在一些文件中还有这样的表述：“香港天空实业有限公司”（原“香港天空实业公司”），“广东金属实业有限公司”（原“广东金属装饰公司”）。初步判断，“香港天空实业公司”与“香港天空实业有限公司”，“广东金属装饰公司”与“广东金属实业有限公司”，似乎是公司名称变更。

但是，律师深入调查后发现，“香港天空实业公司”是一个2003年成立的非法人独资企业，而“香港天空实业有限公司”是一个2007年成立的有限公司，两者不存在主体变更、延续关系。同样的，“广东金属装饰公司”是一个集体企业，而“广东金属实业有限公司”是一个私人有限公司，也不存在主体变更、延续关系。

尽职调查得出的结论：A 股份公司在股权变动的历史沿革方面存在重大问题，直接导致后续的一系列股权转让和增资扩股的合法性都存有疑问。

律师点评和建议：

法律尽职调查（Legal Due Diligence）是控制风险的必要手段和重要环节，应通过法律尽职调查将风险控制在可以接受的范围，不承担不必要的风险。

在上述案例中，如果欲投资 A 公司的 VC 企业和个人风险投资者聘请律师对公司的历史沿革进行法律尽职调查，完全可以及早发现其法律瑕疵，避免作出错误的投资决定。

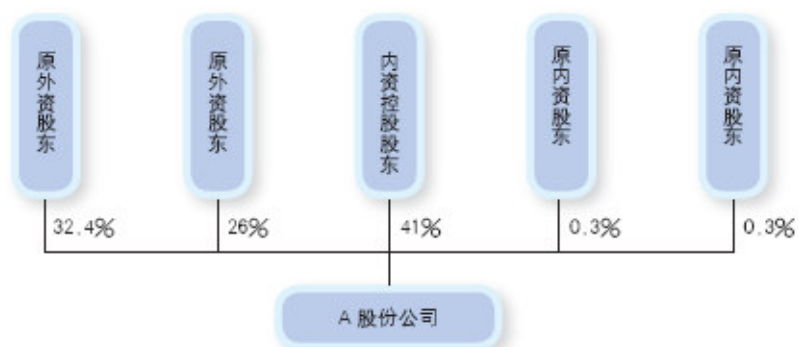
如果准备通过被投资企业上市后出售股份的方式退出、获利，VC 企业的法律顾问在尽职调查时，还必须对照拟上市地的上市规则的要求，分析判断拟投资企业上市的法律可行性。

对于成立时间相对较长的企业，历史沿革、股权变动等方面的法律关系可能会比较复杂，尽职调查应有所侧重，通过展开全面调查设法找出隐藏的风险问题点。

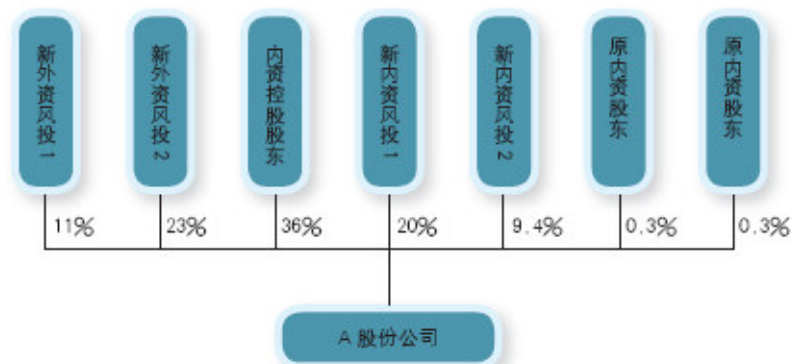
此外，VC 企业应当建立完善的项目选择机制。项目选择是风投业务链条的第一个环节，应当聘请有经验的律师参与项目的初审评估、后续论证。

问题 2：私募融资方案设计失误

融资前 A 股份公司的股权架构为：



私募融资后 A 股份公司的股权架构为：



A 公司在私募时，通过原股东出让部分股份和增资的方式引进了两家境内知名 VC 企业和两个境外投资者。

对比后会发现，融资前 A 股份公司的原 5 个股东，有 2 个股东退出，剩 3 个股东；在私募融资后，原股东的持股比例下降为 36.6%，新增加的 4 个风险投资股东合计持股比例为 63.4%。虽然公司最大的股东没有改变，新增加的股东均为财务投资者和创投，但是，这么巨大的股权变动，毫无疑问会被审批机关认为属于重大变化，从而导致无法完成原定的 2009 年上市计划，上市计划有可能要推迟。

显然，对于融资企业和风险投资者，此次私募融资方案在设计上出现了重大错误。

在该案例中，领投的是一个国内知名的创业投资企业，曾有成功案例，而跟投的既有创投企业，也有刚刚被吸引投入到风险投资市场的普通投资者。跟投的认为领投的投资者出资额远远高过自己，且是知名的专业创投，于是完全信赖领投的判断，没有聘请律师，只是将领投的投资文件稍作改变就作为自己的投资文件予以签署。

律师点评和建议：

对于融资企业：进行资本运作（包括私募、上市），应从初始阶段就在专家（投资银行、具有上市经验的）的指导下进行，制定正确的重组方案和融资方案。

对于跟投的 VC 企业或投资者：不可完全依赖领投的风险投资企业，应作必要的独立分析和调查。

创投企业应聘请有经验的律师作为顾问，并将律师纳入到企业整个的风险控制机制中，使其成为风险控制的组织和制度保证的一部分。如不外聘律师，也应当在投资团队成员中配置有经验的法律专业人士。

问题 3：文件签订不规范，法律保障不充分

经律师审查，两家境内 VC 与 A 公司及其最大股东签订了《增资扩股协议》。为控制风险，创投企业在《增资扩股协议》中约定了“对赌条款”，董事委任条款（创投企业有权推举一名董事和一名独立董事）、增资资金用途条款（改变用途须全体董事一致通过）、公司治理条款（赋予创投推举的董事对某些重大事项的否决权等）、竞业限制条款等。协议还约定，这些条款的内容应当在修订后的新公司章程中予以体现。

但是，增资扩股后修订的 A 股份公司新章程，经律师审查，发现《增资扩股协议》中保障创投企业的这些条款无一被写入到新章程中，因此，除了与控股股东约定的对赌条款等协议内容仍具有法律效力外，凡是涉及 A 股份公司的内容（如推举公司董事等），应被视为 VC 企业放弃了该等权利，当初看似有效的协议保障最终全部落空。

律师点评和建议：

完善的风险投资法律文件是法律风险控制的重要工具。

投资具有上市前途的企业，增资扩股是最通常的方式。直接与被投资企业签订增资扩股协议，需要设法解决协议部分内容无法实施的法律风险。增资扩股协议的主体应当包括被投资企业及其全部股东。如果不能与全部股东取得一致，应与控股股东和其他接受协议的股东签署增资扩股协议，签约股东持有的股份数额可以保证按照被投资企业章程的规定、能完成公司新章程的修订，或者形成股东大会决议，从而获得具有法律效力的投资保障。

上市后的风险

需要注意的是，渡过上市前的风险期，被投资企业成功上市，并不意味着风投就可以高枕无忧。在股份锁定期，存在着上市公司亏损、股价下跌、甚至退市等上市后风险。《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法（征求意见稿）》中尚未规定股份锁定期，对风投是个好消息。笔者认为，不论是否规定股份锁定期，不论是从风险控制角度还是从股票增值角度，风投，特别是在被投资企业有董事代表的风投，都应当积极通过董事会、监事会参与公司治理，配合股份公司的上市保荐机构加强公司上市后管理风险的控制，协助上市公司建立完善管理制度。

这些管理制度包括：协助上市公司继续搞好规范工作。下列制度特别需要关注：重大投资决策制度，防止大股东、其他关联方违规占用上市公司资源的制度，防止高管人员利用职务之便损害上市公司利益的内控制度，保障关联交易公允性和合规性的制度等；关注上市公司募集资金的使用、投资项目的实施等承诺事项；关注上市公司为他人提供担保、从事风险较大的并购、投资或者业务等事项；协助上市公司建立高管人员的激励制度。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。