

一位国际律师与“私募”的亲密接触

中国创业者为尽快找到资金，很少对风险投资商的法律文件提出异议，甚至，没有聘请律师

文/曹捷

曹捷，路伟国际律师事务所律师，美国纽约大学法学博士，具有美国纽约州（1995）和华盛顿州（1999）律师执业资格，曾在中国香港、美国西雅图等地工作，目前在北京执业，多次参与私募股权和风险投资交易，执业经验丰富

多年的国际律师生涯，我接触了大量的私募股权和风险投资交易。仅从一些案例中，管中窥豹，可见一些中国企业的一般性问题，尤其是创业人与风险投资人的合作。

创业者，盯钱，更要盯法律

先看一看这个普遍的现象：许多中国创业者，能够快速拿到投资人的钱，并且，定价满意，就极少考虑其他问题，尤其是法律问题。一般地，当投资方律师草拟好法律文件，在双方的谈判阶段，一些企业基本上是无条件退让。

究其原因，是创业者太急，从他们的思维角度出发，当然是早一天资金到位，就有早一天成功的机会。但因忽略法律问题，往往事与愿违。自 2000 年以来，笔者曾代表风险投资商参与很多中国的风险投资项目，在其中，几乎无一例外的情况是：创业者没有自己的法律顾问。

特别应该引起中国创业者注意的是，在投资方的律师起草法律文件后，创业者这方面，基本没有反馈。偶尔，创业者会电话咨询个别条款的含义，比如注册权等等。但大多数时候，询问几乎没有。

缺乏经验、判断力和预算不足，许多中国的创业者在选择律师时，往往十分不专业。

有这样一个故事，2000 年前后，一位海归创业者，聘用了其在外国的一位个体律师朋友作法律顾问，该律师已近退休年龄，没有风险投资执业经验，由于对电子邮件等不熟练运用，经常写错电子邮件地址，造成许多麻烦，浪费了投资方律师很多时间，给他作解释，但毕竟他还是尽了一位法律顾问的责任，帮助他的客户——被投资的创业者，了解法律文件中的重要条款，及其作为创业者的责任、义务及承担的风险。

另一个故事，2006 年，一位在中国创业的海外人士请了一位执业律师。这是我所经历的风险投资项目中耗时最长、文件修改次数最多的一次。原因很简单，这位律师没有作过风险投资项目，花了大量时间和我们讨论常规条款。先解释条款含义，再解释为什么是常规条款，即在所有风险投资文件中，都会出现一般投资人都会要求得到的条款，如注册权条款等。

复杂的注册权

在创业者与风险投资人的利益博弈中，要充分了解注册权及其谈判技巧。

注册权，是风险投资人所要求的权力中最基本的权力之一，是投资者所得股份获得流动性的重要途径。一般来说，在投资人权力协议中占相当大的比例。

要了解注册权，先要了解美国证券法对于股票发行和交易的限制。简单地说，股票的发行如果没有向美国证券交易委员会（SEC）注册，则为限制性股票，不能在公开场合交易，即使公司将来成为公众公司也不例外。在风险投资中，投资者获得的是限制性股票，获得流动性的最佳办法，是风险投资人要求给予这些限制性股票以注册权。

注册权一般来说有三种，适用于创业型企业的前、中、后三个不同发展时期。在成为公众公司之前，有要求注册权；在成为公众公司之时（即IPO时），有拖带注册权；在成为公众公司之后，有S-3/F-3表格注册权。其中，投资人和公司所最关注的是要求注册权。投资人一般坚持要多次要求注册权，原因是如果投资人在目标企业中属少数，在没有该权力的情况下，其资金退出要取决于他人（多数股东）的决定。问题往往是，创业者在经营风格（作为私人公司还是公众公司）、退出时机等重大问题上与投资人相左。因此投资人会要求这一权力，保证退出的权利。

但对创业型企业来说，要求注册，即意味着公司将向美国证券交易委员会公开注册，耗时昂贵（如以美国一般会计准则，或国际财务会计标准准备财务报告，及按照SEC的要求提升公司治理水平等），而且将承担作为一家公众企业的信息公开义务。

另一个重要的概念是附属登记权利。指无论企业何时公开发售，有附属登记权的股东都可以要求企业同时注册他们已经购买的股份，这样对企业来说，在承销量不变的情况下，发行的新股相应减少，获得的新投资也相应减少。但因该登记权是在首次公开发行时进行，在时机和费用上对企业来说，基本不成问题。因而，企业较易接受。但即便如此，企业也会要求给承销商保留减少要求注册的股份数量，或延退注册时间、限制注册次数（如一年内不超过一次）及要求锁定期的权力。

S-3/F-3表格注册是在公司成为公众公司12个月，或更长时间后的一种注册的权力。但此时，企业已成为公众企业，负担不大，因而，很少成为谈判的焦点。

在向SEC注册完成后，投资者所持有的股份才能在公开市场出售。对于创业者来说，他们的股份一般是没有注册权的限制性股份，并且在大多数情况下还有若干年的授予期，即使在公司IPO的情况下，他们的授予权也有可能不被提前。另外，即使在股份完全授予的情况下，创业者如果有企业的控制权（即关联人士），其股份还会继续受相关规则的限制。

创业者和律师的角色

如果将风险投资商比喻为“猎人”，那么，“猎人”投资的第一步就是选择“猎物”——目标项目，或目标公司。“猎人”通过多种渠道，做出判断，作出投资决定。

接下来，就是“猎人”与“猎物”的商业谈判，即投资人与创业企业的股东们的谈判。如果是几家“猎人”同时考虑对目标企业投资，“猎人”们会选择一位“头领”，作为“牵头投资人”与目标企业谈判。

谈判中，主要涉及的条款有定价、注册权、优先认购权、优先权、追随权和授予权。其中，定价直接涉及“猎人”的利益，即其在目标企业中的股权比例；注册权会影响“猎人在目标企业中股权的流动性；优先认购权可以保证“猎人在目标企业中的股权，在以后的几轮融资中有参与权，即股权不被稀释。优先权则类似于《公司法》中的优先购买权。追随权可以保证风险投资商与创业者共同享有退出机会。授予权是根据创业者的股权作出限制性安排，以保证创业者在一定时间内继续为公司的成长作出贡献。

了解上述一系列概念，对创业者来说，掌握对方的利益关注点，找出谈判的焦点，作到胸中有数，应对如流，掌控主动权。

此外，还有许多比较规范的权利和义务的条款，如董事会的选举权、重大事项的表决权、投资人的信息权、创业者的保密义务/非竞争义务，以及创业者向企业转让其目前拥有或者未来工作中所形成的独创知识产权的义务。还有分红权、分配权及在下轮融资每股定价低于本轮融资的情况下产生的反稀释权。林林总总，各项条款都是每个风险投资项目中，“猎人”与“猎物”通过谈判来决定的内容。

对于一个创业者来说，需要做的决定是非常复杂的，在与企业承担连带责任的情况下，你的风险不仅限于你已投入的时间、精力和金钱，连带责任意味着你的房产、家产也可能由于你的创业而受到牵连。

但从另一个角度说，“猎人”希望知道你愿意为公司过去、目前的行为承担责任。如果说“不愿意承担责任”，“猎人”的信心大打折扣。而且，在时间、金钱上（法律服务费）的花费，也许保护了你个人的利益，但是否因此也损害了企业，或其他股东的利益，从而影响企业的凝聚力与战斗力？做为创业人，这些都是非常困难的决定。需要有全盘、长远的眼光。

上述的问题，更凸显了一个有经验的国际律师的重要性——

首先，律师帮助创业者了解自己在投资协议下的主要责任和义务；

其次，帮助创业者了解哪些是常规性条款，哪些是可以通过谈判修改的条款；

再次：针对客户需要修改或建议客户修改的条款做出一个全面的分析，指明利弊得失，所有这一切都应该是在合理的时间/全额范围内提供的服务。因而也不影响资金的到位时间和公司的业务发展。当然，最终所有的决定都要反映创业者的意愿。

一个好的律师就是应提供给创业者全面、客观、透彻的分析，以帮助创业者做出正确的判断。

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。