

资本的规则 Law of Capital

中国的问题 世界的眼光 张巍(清澄君)/著

风投世界的路径

/ 硅谷无对赌 / 领售权的奥妙 / Earnout: 你离对赌有多远? / 硅谷风投: 那些有的和没的 /

风险投资的对象大多数属于初创企业。在美国,对于这类企业的内部治理结构法律的强制性规定很少,因此,投资双方有很大的空间约定彼此的权利义务,以求妥善分配和处置在未来投资进程与企业未来发展过程中的各种风险。这些具体的安排都要体现在投资协议之中,由此,风投协议成为投资方与接受投资方构建“私人秩序”(private ordering)的基本媒介。中国的风投行业近年来取得很大进步,但总体仍处于初级发展阶段,也受到旧有制度环境一定的制约,从而在创造风投的“私人秩序”方面失去了不少灵活性……

私募杠杆的威力

/ 经典不过期: 重读《门口的野蛮人》
/ 史上最大规模的私募EB究竟是什么?
……

私募基金作为典型的财务投资人是并购市场上的一大主力。在中国的资本市场上,他们也日益产生重大的影响力。私募基金通常进行中长期投资,并通过积极改变被收购公司的经营管理策略谋求业绩的增长,从而实现获利。与风险投资基金一样,适时退出是私募基金的一个重要课题,实践中最主要的退出方式是将公司出售给战略投资人……

私有化交易的命脉

/ 戴尔私有化: 为“艺术”付出的代价
/ 聚美优品: 为什么不回购股票? ……

近两年来,由于国内与海外市场的市盈率差异,众多海外上市的公司纷纷寻求在海外实现私有化,以便转身回到国内上市。当然,这种套利目的并不是私有化交易的初衷。法律允许上市公司私有化主要是考虑到上市带来的高昂成本。上市的成本与收益核算非但对不同的公司各不相同,就是对同一公司发展的不同阶段也很不一样,因此,法律对私有化交易本身并不抱否定的态度……

跨境收购的逻辑

/ 拆招: 爱康大战美年
/ 万豪为什么赢了? 万豪真的赢了吗? ……

近年来,伴随国内和国际金融环境的变化,中国企业跨境收购的浪潮高涨。根据Mergerstat的统计,近五年间中国买家收购美国公司的交易金额增长超过四成,如果按交易数量计算,增幅则将近七成。中国买家进行跨境收购的动机与其他国家的买家有诸多相似之处,例如为了开拓海外市场,取得先进的技术与管理经验,以促进企业的发展等等。此外,中国国内资产价格的高扬也令境外资产相对变得更有吸引力……



并购攻防的范本

/ Unocal判决的台前幕后
/ 乐不起来的“百乐门” ……

2016年中国资本市场上出现了一股所谓“野蛮人”入侵上市公司的热潮,公司并购与反并购的攻防由此成为从监管机构、内部管理层到公众投资人都高度关注的话题。在公司面临被收购、合并的威胁之时,董事会处于什么样的地位,可以采取哪些行动,这确实是一个十分复杂的法律问题。它涉及对两方面利害关系人的微妙平衡……

丁颖华

国泰君安证券
资本市场部董事总经理

沈哲清

信哲资本创始人、原巴克莱银行
董事总经理兼中国金融机构部门主管

苏龙飞

《新财富》主笔
《股权战争》作者

周志峰

方达律师事务所
创始合伙人

徐明磊

上海证券交易所上市
公司监管一部副总监

彭冰

北京大学法学院教授

蔡祥

博流资本合伙人
原德意志银行执行董事

倾情
推荐



更多法律电子书尽在 docsriver.com 商家巨力书店

资本的规则

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

文前辅文

献给丽雯、清清和澄澄。

序

初识张巍老师，是在2016年2月，一位朋友将张老师写的《盛宴过后是斋月》一文转给笔者，说投稿给新财富。这是一篇以聚美优品为例专门分析中概股私有化法律问题的文章。

2015年至2016年初，随着分众传媒、搜房网等从美国退市并谋求回归A股，中概股私有化成为国内投资界的热门词汇。虽然“中概股私有化”这个词语在媒体中出现的频率超高，但由于其涉及到美国、开曼、中国内地等诸多的法律、监管及资本市场规则，即便是对投资圈并不陌生之人，大多也仅仅是略知大概而不知其详。

细读《盛宴过后是斋月》，顿生震撼。业界流传的一些似是而非的分析、以讹传讹的说法，在张老师的文章中都得到了有效澄清。更加让我印象深刻的是，能把枯燥的专业干货写得如此引人入胜，实属难得。因而，在新财富微信公众号上首发此文时，笔者特意将文章标题改成《关于中概股私有化监管，目前分析最透的一篇（没有之一）》，以衬托此文的份量。

之后，笔者又获悉张老师开设了一个名为“比较公司治理”的微信公众号，于是开始逐篇追看公众号里的文章。拜读张老师的文章，有一种早年读《近距离看美国》系列的感觉，作者将美国的商法条款的渊源，结合文化背景娓娓道来，读着甚是过瘾，让读者看完之后知其然也知其所以然。所以，每次看张老师的文章，都如同接受一次法理思维的洗礼。

大概是甚感中国资本市场各种观念之颠倒，在比较公司治理号上，张老师给自己取了个笔名叫“清澄君”，澄清谬误之意也。比如，作为中国私募股权投资标准条款之一的“对赌条款”，当业界理所当然认为其系源自VC大本营硅谷的“舶来品”。张老师则澄清道，硅谷并无对赌，即使是内涵近似于对赌条款的回购条款，在硅谷也日益鲜见，对赌条款实乃中国PE业者自行创设的投资条款。张老师以系统的数据分析与递进的逻辑推理，解剖了对赌条款何以在硅谷从未出现过却又在中国大行其道的机理。

又比如，针对资本市场的“敌意收购者”，国内上自监管者下至舆论各方，皆在价值取向上对其持否定态度，并冠之以贬义的“野蛮人”之称谓。但张老师却从“公司控制权竞争有利于企业价值最大化”的角度，为“野蛮人”正名。

“市场的竞争犹如大浪淘沙，面对管理层的‘乱政’和‘怠政’，外部股东最容易做的就是‘用脚投票’——抛售公司的股票，而由此引发的股价下跌，将令公司的潜在价值与其市场价值背离。而在资本市场上逐利的投资人就会嗅到这样的机会，他们发起并购攻势，取得这种价值被低估的公司的控制权，撤换原来的管理层，提升公司的业绩，也让自己从中获利。”

“而面临这种市场竞争威胁的管理层就不得不认真经营公司，避免沦为‘门口野蛮人’的猎物。因此，维护公司控制权的正常竞争秩序，对确保实现公司‘由管理层为股东打理财产、为其谋利’的根本目的至关重要。这就不得不要求法律对阻挠此类竞争的反收购措施倍加谨慎。”

在张老师的公众号中，类似于前述澄清外界认知与观念的文章还有不少，比如《“毒丸”的前世今生》《“同股不同权”的是是非非》《店大莫欺客：为什么不许董事会剥夺股东表决权？》等等。这些文章读下来，皆有一种豁然开朗之感。

不仅在公众号上写的文字，张老师给《新财富》撰写的热点分析文章，所带来的影响同样是立竿见影。2016年年中，受宝万之争的影响，诸多上市公司对“野蛮人”举牌都风声鹤唳，尤其是那些股权高度分散的上市公司。在此背景下，国内上市公司掀起了一波修改公司章程、增加反收购条款的热潮，其中最为典型者当属伊利股份了。为此，张老师疾笔写下了《不忘初心，方得始终：伊利股份的章程能不能改？》一文，并交由新财富首发，这篇万字长文细述了伊利修改章程的不合法理甚至涉嫌违反证券法之处。文末，张老师写下了如下一段语气颇重的话：

“作为上市公司的管理者，当你们在章程中设下各种机巧，竭力保全自身地位之时，切不可忘记现代的公司究竟是怎样一个组织，不可忘记它是‘一群人拿了另一群人的钱进行生产活动，从而为后一群人赢得利润的组织’。假如你们忘记自己是在打理别人交付的资产，是在为别人牟取利益，那么你们也就失去了作为公司管理者的资格。如果你们一心要将公司营建成自己的堡垒，那法律就不会容许你们继续把控别人的资产。愿中国上市公司奋发有为的管理者们能时刻铭记：不忘初心，方得始终。”

文章发出第二天，伊利方面即与我刊取得联系，之后伊利高管又亲自登门拜访，向我刊表达了对张老师的尊敬：“张老师的文章我们仔细看了，而且看了好几遍，也拿着文章向数位法律专业人士请教过，都说写得非常好。文中的意见很中肯，我们也诚心接受。”此高

管同时表示，拟修改章程之事，系情急之下作出的决定，有些细节考量的确不够周全。基于张老师文中的意见，其表示已“不再推进章程的修订”。

险资入侵股市，可以说是A股市场2016年贯穿全年的话题，前海人寿、恒大人寿等的频繁举牌、短线炒作等行为，成为上自管理层下至吃瓜群众举国关注的大事，年末证监会主席甚至针对此抛出了“妖精论”。各种乱象之下，关于中国金融业分业监管利弊的讨论再次成为焦点话题。为此，张老师又为新财富撰写了《险资入侵：Something Old, Something New》一文，以清晰的法理逻辑分析了万能险的“证券本质”，并从证券法角度提出对于险资在二级市场的行为之监管路径。这种直指问题本质的分析视角，立刻带来该文应有的影响。据笔者了解，此文不仅在中国基金业协会内部被传阅，而且被递到了证监会主席的案头。

张老师通过“比较公司治理”这个微信小平台，一年多来，四十余篇文字所积累的影响已相当广泛，笔者有幸见证了其中几篇文章的可见影响力。以微信公众号为平台，已经有一大批铁粉追着张老师的文章看，“清澄君”的影响力已然从法律圈向外辐射至资本圈，乃至范围更广的财经圈。

闲时交流，张老师跟笔者半开玩笑说道，做这个公众号有点“不务正业”。实则不然，学者不单需要埋头于书斋潜心研究，同时还需要将其理念转化成通俗的语言进行公共传播，可以说这是更广义的“传道、授业、解惑”。正如张老师所设想的“以讲故事的方式分析学术性的问题”之定位，如此才能让更多的身在资本市场或对此有兴趣的读者吸收其中的理念主张。

新财富主笔

苏龙飞

- 第一章 风投世界的路径
 - 第一节 硅谷无对赌
 - 第二节 领售权的奥妙
 - 第三节 Earnout：你离“对赌”有多远？
 - 第四节 硅谷风投：那些有的和没的
- 第二章 并购攻防的范本
 - 第五节 Unocal判决的台前幕后
 - 第六节 乐不起来的“百乐门”
 - 第七节 “毒丸”的前世今生
 - 第八节 请认真对待“毒丸”
 - 第九节 “辉”一挥手，不叫你带走半片云彩
- 第三章 私募杠杆的威力
 - 第十节 经典不过期：重读《门口的野蛮人》
 - 第十一节 “股神”是怎样玩收购的？
 - 第十二节 史上最大规模的私募EB究竟是什么？
 - 第十三节 毛算算艾派克收购Lexmark中EB的风险
- 第四章 跨境收购的逻辑
 - 第十四节 拆招：爱康大战美年
 - 第十五节 从万豪安邦争夺战看喜达屋董事会的节操
 - 第十六节 万豪为什么赢了？万豪真的赢了吗？
 - 第十七节 艾派克vs. 巨人网络：细细品味跨境收购2.0时代
 - 第十八节 CFIUS：中国买家，你不用忍气吞声
- 第五章 私有化交易的命脉
 - 第十九节 戴尔私有化：为“艺术”付出的代价
 - 第二十节 搜房网回归的光和影
 - 第二十一节 聚美优品：为什么不回购股票？

- [第二十二节 盛宴之后是斋月：中概股私有化的法律问题](#)
- [第六章 公司治理的要义](#)
 - [第二十三节 “同股不同权”的是是非非](#)
 - [第二十四节 万科：算术题承托不住之重](#)
 - [第二十五节 吾爱股东权利，吾更爱章程自治](#)
 - [第二十六节 看宝万之争，说公司自由](#)
 - [第二十七节 不忘初心，方得始终：伊利股份的章程能不能改？](#)
 - [第二十八节 商海月明珠有怒，股市云深法无边](#)
 - [第二十九节 公司狙击手：董事之仇，股东之友](#)
 - [第三十节 拿什么拯救你，我的公司？](#)
 - [第三十一节 卡梅伦走了，王石走不走？](#)
 - [第三十二节 百度要是违了法，股东又能做些啥？](#)
- [第七章 证券监管的基石](#)
 - [第三十三节 美国怎样控制内幕交易？](#)
 - [第三十四节 拉卡拉的“神迹”与监管的逻辑](#)
 - [第三十五节 店大莫欺客：为什么不许董事会剥夺股东表决权？](#)
 - [第三十六节 小杖则受，大杖则走：怎样处罚过线不披露？](#)
 - [第三十七节 险资入市：Something Old, Something New](#)
- [第八章 公司法律职业的职业视野](#)
 - [第三十八节 律界“天元”是怎样炼成的？](#)
 - [第三十九节 好律师到底值钱吗？](#)
 - [第四十节 人才辈出的美国法学院](#)

第一章 风投世界的路径

本章导读

风险投资的对象大多数属于初创企业，在美国，对于这类企业的内部治理结构的强制性规定很少，因此，投资双方有很大的空间约定彼此的权利义务，以求妥善分配和处置在未来投资进程与企业发展过程中的各种风险。这些具体的安排都要体现在投资协议之中，由此，风投协议成为投资方与接受投资方构建“私人秩序”（private ordering）的基本媒介。中国的风投行业近年来取得很大进步，但总体仍处于初级发展阶段，也受到旧有制度环境一定的制约，从而在创造风投的“私人秩序”方面失去了不少灵活性。

一旦确定了投资目标，风险投资人在协议谈判过程中将尤其注重几个问题。

一是控制权问题。对初创企业而言，创始人的作用至关重要，他不仅提供企业成长所依赖的核心——创业的“点子”，也常常直接领导着企业的日常运营。因此，投资方如何取得砝码，不至于让创始人侵蚀投资人的利益，这一点就至关重要。与成熟的上市公司相比，初创企业内部结构的一大特点是控制权（决策投票权）与现金流权利（分享经济利益的权利）可以更为自由地分离组合，由此使得风险投资人在仅占有少数股份比例的情况下仍有可能形成对目标企业的控制。

二是防止自己的股份嗣后被稀释掉。初创企业往往处于长期、反复融资的需求之中。于是，后来的投资者对在先投资者构成的影响就是后者不得不考虑的潜在风险。由此，风险投资协议中往往会包含各种防止股权被稀释，以及保障投资人在出现新的融资机会时的投资权益的条款。

三是确保投资退出的问题。大多数风险投资人都属于财务投资人，因此，如何让投资变现获益自然成为投资人最为关心的问题。退出机制既包括投资项目成功之后的正常变现营利方式（上市、被收购等），也包括紧急情况下的止损退出方式（回赎、出售等）。

当然，投资人关心的问题也是创始人关心的问题，只不过两者的立场相对。比如，创始人要防止受到投资人的过度限制，尤其是不能让投资人偷走自己的“点子”。再比如要避免在先投资人取得过于优惠的投资条件，从而造成日后再融资的困难，还要防止投资人在退出过程中不当损害创始人的利益。

双方微妙的利害平衡都要借助风投协议来体现，因此，风投协议自然需要具有针对性。然而，另一方面，风险投资活动的一大特点是高频率而低投入，以此实现投资组合的多样化和风险分散。可是，这样一来就对投资的成本需要有严格的控制，包括磋商拟定风投协议的成本。这又使得风投协议显示出一定的类似性，尤其对于某些典型投资条款的设计使用，常常伴随宏观经济和资金供求形势而趋同。

本章收录的四篇文章既注重介绍美国风险投资的经验，也对中国风投行业的一些做法进行了反思。第一节分析了中国非常时兴的对赌机制，并与美国的做法进行了对比，它既涉及风投退出，也是控制创始人的一种方式。第二节和第三节介绍了风投退出的两项重要条款——领售权与Earnout，分别侧重于紧急止损与正常营利退出时各方的利益协调。最后，第四节总结了硅谷近年来风投协议的变化趋势，从中可以看到经济大势对风投行业实践的影响。

第一节 硅谷无对赌

“对赌”无疑是国内投资界的一个热词，但经过一番源头查找，却未能辨明其由来。据说这是个舶来货，英文叫value adjustment mechanism，简称VAM。于是，又用这个英文名字Google [\[1\]](#)一遍，发

现跳出来的结果还是对中国对赌协议的介绍，并且大多数也都是中国人用英文写的。

世界高新技术创业的中心，也是VC大本营的美国硅谷有没有对赌呢？印象中似乎没有。又问了一位从事硅谷VC投资业务的律师，竟也未曾与闻。最后，笔者查阅了硅谷知名的风投律所Fenwick & West自2004年以来按季发布的硅谷VC投资协议条款趋势调查。终于基本确认：硅谷无对赌——在以上跨越12年的调查报告中，从未提及value adjustment mechanism，或者VAM的字样。

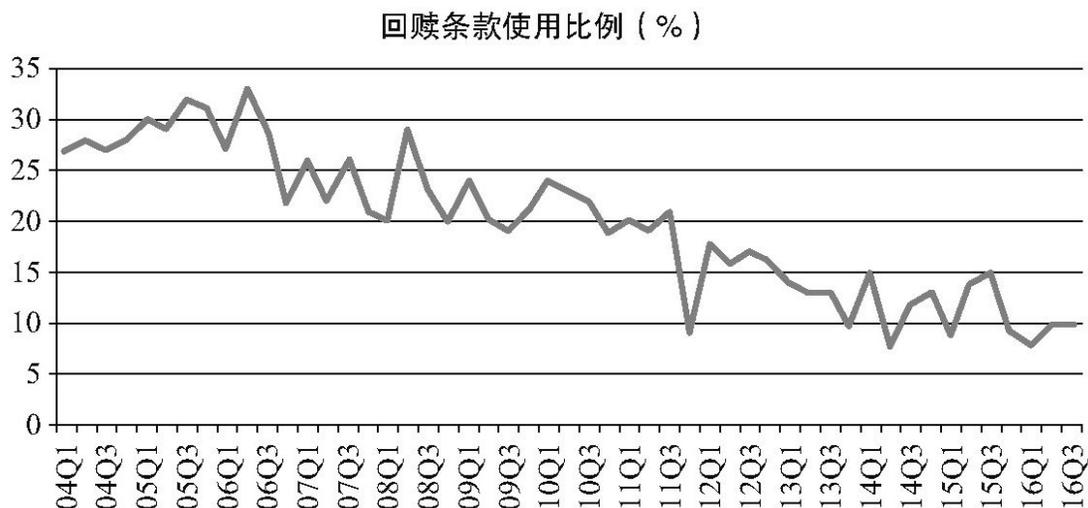


图1 硅谷风投协议回赎条款使用率

数据来源：Fenwick & West VC Survey

在Fenwick的调查报告中，与国内的对赌协议最为近似的VC投资协议条款是回赎条款（redemption）。就是在满足一定条件的情况下，要求创始人以一定价格（通常为投资原价）回购风险投资人持有的股份。然而，即便这样的回购条款，在硅谷的风投协议中也明显式微。以下这张图表示的是自2004年一季度至2016年三季度，硅谷风投协议中包含回赎条款的协议的比例。它清晰地向我们呈现了回赎条款使用

频率下降的趋势。例如，2016年二、三季度只有10%左右的风投协议包含回赎条款。

那么，硅谷因何无对赌呢？要回答这个问题，先要看看中国的对赌究竟是怎样一种机制。

对赌形式

从收集到的国内一些著名的对赌案例看，所谓对赌大致有两种形式。一是补偿，二是回赎。补偿就是在对赌条件被激发之后，要求创始人按一定公式向投资人赔偿预期的投资收益，但投资人在企业中的股份本身并不被回购。号称中国对赌第一案的海富诉世恒案中，双方争讼的对象就是一个典型的补偿型对赌。补偿的公式是（1-2008年实际净利润/3000万元）×投资人投入的金额，补偿对价是现金。如众周知，最高人民法院判定由创始人支付此种现金补偿的对赌协议有效。

另一种补偿的对价是股权，即对赌条件不能实现时，投资人将获得创始人的股权。譬如太子奶和永乐电器与摩根斯坦利的对赌就采用了股权对价。以现金作为补偿对价与以股权作为补偿对价，其经济内涵可以有不小的差别。前者实际上降低了投资人对企业风险的接触（risk exposure），只要能拿到现金，投资人就部分实现了预期的投资收益，这部分收益不再取决于企业今后的表现。而后者则是加大了投资人对企业风险的接触，投资人在企业中的股权比例越高，其收益的波动性与企业经营表现的联系就越紧密。尽管从理论上说，取得现金补偿的投资人也可以再投资于企业的股权，但这无疑又要牵扯到如何对流通性很小的公司股权进行定价的问题。假如投资人真有此心，应该一开始就约定以股权作为补偿对价，免去定价的困难。

只要求补偿，不要求回赎的对赌并没有让投资人得以退出。不过，在现金补偿的对赌中，假如投资人取得了现金，恐怕会影响企业今后的发展资金，而投资人与创始人的合作关系也很难继续保持融洽。换言之，投资人遗留的股权也未必再有多少价值。况且，如上所述，投资人之所以采用现金而非股权补偿，一开始就有减少接触企业风险的意图。因此，以现金补偿的对赌协议，实质上接近于让投资人退出的回赎型对赌。实践中，往往现金补偿与回赎同时出现，例如上面提到的海富诉世恒案，就是二者并行（不过，回赎并不是直接涉诉的内容）。

至于以股权为补偿对价的对赌，投资人仍然要寻求一套退出方案，多半是要找新的投资人接盘。不过，在此之前，投资人还是要受企业经营业绩的影响。所以，对这样的投资人来说，在此期间取得企业的控制权就至关重要。一则可以掌控企业的经营，以期推升资产价值；二则便于今后的转让，并从中获得控制权溢价（control premium），再辅之以领售权等安排，尽力获取有利的转售时机。

而回赎型对赌就是一种退出机制，与硅谷风投采用的回赎条款是一个意思。不过，与硅谷通常按投资原价回赎的情况不同，国内的回赎型对赌大多要求创始人溢价回赎，溢价比例约为年10%左右。在笔者见到的对赌协议中，绝大多数属于此类回赎型对赌，譬如瑞沓和鼎发的对赌，以及硅谷天堂与曹务波的对赌等。

虽说对赌有“赌”的成分，就是在实现一定的业绩目标时，投资人也可以对创始人给予奖励。然而，在实践中似乎这种奖励并不常见。况且，即便有奖励，也要取决于业绩条件，而国内投资人常会将此条件定得颇高，于是，实际上我们更多见到的对赌是对创始人的惩罚。

对赌条件

从对赌协议设定的对赌条件看，主要是两大类：一是上市，二是实现一定的业绩标准，常见的有净利润或其增长率，以及净资产收益率（ROE）等。上市显然是一条投资人退出机制，而后一类对赌条件通常结合回赎的形式，因此也是为了在获得一定投资回报后退出。可见，投资人对赌实际是将无法退出的风险转移给了创始人。换句话说，就是将创始人当作了备用的退出通道。

还有一种对赌的条件不太多见，却颇具中国特色，那就是创始人虚报、伪造财务数据。在周原九鼎和蓝泽桥的对赌协议中就约定有类似的条件。即，以不造假为对赌条件，就是投资人约定如果创始人不造假，就给予创始人奖励，或者反过来，如果发现造假，创始人就给予投资人补偿。广义而言，这也可以被看作一个信息不对称的问题。然而，它更体现了由于国内商事领域的诚信缺失，以及未建立起有效遏制造假的财会和审计制度，从而提高了投资的风险。简言之，这种信息不对称与制度漏洞和行为失范直接相关。

硅谷因何无对赌

在硅谷的风投协议中，非但补偿型的对赌条款不见踪迹，就连回赎条款也日益鲜见。即便有回赎条款，基本也都是以投资原价回赎 [有5%左右的风投协议会包含向投资人支付累积股息（cumulative dividend）的条款]，并且分期进行。此外，硅谷的回赎期限也较国内的回赎型对赌长得多，一般至少5年以后投资人方才可以请求回赎，而国内的回赎期限通常不过2~3年。那么，究竟是什么原因使得硅谷的风投协议没有采用这些对创始人颇为不利的投资条款呢？

谁和你对赌？风投协议的条款首先受制于市场条件。在资金足、项目缺的买方市场中，投资人再要约定不利于创始人的投资条件，只能是一厢情愿。我们不妨再来看下面这张图。图2表示的是自2004年一季度至2016年三季度，硅谷创业型企业当季融资平均每股价格较上一轮融资价格的变化比例。



图2 硅谷股权融资价格变化率

数据来源：Fenwick & West VC Survey

显然，自经济危机以后，硅谷的融资价格总体上节节攀升。也就是说，投资人为取得企业股权愿意支付的价格不断升高。尤其是2014年以后，后一轮投资的价格平均增长幅度超过前一轮的一倍以上。这背后的故事正是资金供求关系的相对变化。假如对比图1与图2，我们很明显地看到两条曲线逆向而行的趋势。换言之，伴随资金供给相对需求的不断充裕，有利于投资人而不利于创始人的回赎条款一路退出市场。