

吕良彪：我国风险投资业的十大法律风险防范与律师业务拓展 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/484/2021\\_2022\\_\\_E5\\_90\\_95\\_E8\\_89\\_AF\\_E5\\_BD\\_AA\\_EF\\_c122\\_484694.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/484/2021_2022__E5_90_95_E8_89_AF_E5_BD_AA_EF_c122_484694.htm)

风险投资作为一种新兴的、高风险高回报的投资方式和高新技术公司的融资手段，已经成为高新技术产业化的桥梁，成为科学技术转化为现实生产力的催化剂，成为一个民族创新的重要因素。中国现阶段社会诚信的普遍缺失、风险投资法律体系的不完备以及风险投资实践的匮乏，导致风险投资领域公共救济严重不足，使风险投资业在中国的法律风险更为突出。本文拟对当前我国风险投资领域的法律风险进行分析，并从实务上探讨律师对于防范法律风险的针对性措施。

### 一、我国风险投资业面临的十大法律风险及其防范策略

**风险之一：风险投资主体信息不对称的法律风险**

一是风险资本募集过程中风险投资家与风险投资人之间的信息不对称的法律风险，包括事前的信息不对称（即投资者无法在事前准确地知道风险投资家的真实能力）和事后的信息不对称（即风险投资家是否善尽职责投资人难以各悉）。此类风险又称为隐藏的行为，将导致道德风险。

二是项目投资过程中风险投资家与企业企业家之间的信息不对称导致的法律风险，既包括客观方面存在的外生性非对称信息（即因所投资领域高度专业性而客观存在的信息不对称），也包括主观方面双方都可能有意隐瞒信息和提供虚假信息导致的信息不对称。

**基本防范策略：**其一，相关投融资合同中明确权利义务，防范风险。在风险投资过程中有两类合同，即风险投资家与投资者之间的投融资合同和风险投资家与企业企业家之间的投融资合同，它们是风险投资

各方主体用以避免信息不对称所带来的逆向选择和道德风险等难题的重要工具。如投资者为避免风险投资家的机会主义行为，在合同中合理安排薪酬激励条款和约束条款；在风险投资家与风险企业家之间，投资工具的选择、投资阶段的安排、投资企业董事会席位的分配等内容的约定，等等。其二，完善立法，确立风险投资机构有限合伙的组织形式。国外的风险投资机构多采取有限合伙的方式，出资仅占百分之一的风险投资家可以享受百分之二十左右的项目收益，但同时要对风险投资承担无限连带责任。而我国的《公司法》、《民法通则》等法律尚无有限合伙这一法定形式，这就制约了风险投资的发展，需要在未来的合伙法中予以明确。

风险之二：技术开发不能与缺乏市场前景的法律风险 在种子资金投入阶段，实际上是风险投资机构与技术开发方共同开发技术，技术开发不能是这一阶段的主要风险；而在导入资金投入阶段，技术缺乏市场前景则成为主要的法律风险。基本防范策略：其一，加强前期科学的可行性调查论证，加强投资的审慎性，降低投资风险；其二，加强合同的技术性，以合同的明确性、周密性防范法律风险；其三，加强资金的监管。

风险之三：风险企业知识产权合法性的法律风险：风险企业在对核心技术的所有权上存有瑕疵（如该技术系创业人员原所在单位的职务发明）显然会影响风险资本的进入，因为在很大程度上，风险资本看重的可能就是该项技术。此外，创业者与原单位的劳动关系问题、原单位的专有技术和商业秘密的保密问题以及遵守同业竞争禁止的约定等，都有可能引发纠纷，不利于风险资本的引进。基本防范策略：其一，审查创业人员或主要技术人员与原单位的劳动合同；其二，审

查核心技术权利的法律归属，确认相关知识产权的合法性；其三，妥善解决创业人与原单位的劳动纠纷与同业竞争禁止的矛盾。

**风险之四：风险投资协议缔约不能、缔约不当与商业秘密保护的法律风险**

风险投资机构与风险企业谈判的核心成果是《风险投资协议》的订立，这是确定风险投资资金方向与双方权利义务的基本法律文件。在此过程中可能涉及三方面的风险：一是缔约不能的法律风险；二是谈判过程中所涉及技术成果等商业秘密保密的法律风险；三是缔约不当的法律风险，如以简单的未来股权转让协议替代风险投资协议，以致未能准确界定双方权利义务。

**基本防范策略：**其一，对于缔约不能的，双方可事先约定缔约成本的承担；如一方存在严重过错的，可以按照《合同法》第42条关于缔约责任的有关规定处理；其二，对于谈判过程中所涉及技术成果等商业秘密的保密，《合同法》第43条有原则性的规定，双方可于谈判前具体约定相关的保密条款及违约责任；其三，对于缔约不当的，可由双方就相关内容进行补充和修正，协商不成的可依照合同纠纷的解决方式解决。

**风险之五：尽职调查不实及法律意见书失误的法律风险**

这一风险是作为中介的律师事务所等机构与风险投资机构及创业企业共同面对的法律风险。尽职调查不实，中介机构将承担相应法律责任；风险投资机构可能蒙受相应损失；而创业企业则可能因其提供资料的不实承担相应的法律责任。

**基本防范策略：**其一，建立各方基本的诚信基础与工作机制，投资企业和风险投资机构如实出具相关真实法律文件，协助进行调查；其二，严格按照科学的操作规程进行尽职调查，明确各方法律责任；其三，法律意见书中如实陈述和理性分析相关法律风险，明确

法律意见书出具的基础及制定科学的免责条款。

**风险之六：风险投资协议履行过程中的法律风险** 风险投资协议履行过程中可能涉及两方面的法律风险：一是关于风险企业法人治理结构。二是关于股东权益保护。基本防范策略：其一，完善企业法人治理结构，特别是加强风险投资机构对企业的参与和监管权利；其二，以合同形式完善股东权益保护机制。

**风险之七：风险资本流转不能的风险：**由于股份有限公司设立的高门槛及风险企业创业的特征，在我国现行公司法体制下，吸收风险资本的企业大多数情形下是有限责任公司的形式。所以，风险资本投入后换取的通常是单一的有限责任公司的普通股权。这就是风险投资资金在投入后缺乏在证券资本市场上的可流动性（一般在资金投入后都会规定一个最低的资金滞留期，往往都约定三年内风险投资人股权不得转让）。基本应对策略：资金在企业里相当时期的滞留，是风险投资区别于其他投资的重要特征。但在未来的发展时期，我们可以借鉴像美国那样包括普通股以及可转换优先股、可转换债券等在内的多种资产证券化选择。

**风险之八：IPO不能的法律风险** 风险企业股票发行上市通常是风险资本家们所追求的最高目标。股票上市后，风险投资商作为发起人在经过一段禁期之后即可售出其持有的风险企业股票或者是按比例逐步售出持有的股票，从而获取巨额增值，实现成功退出。理论上说，部分规模较大的企业也可选择进军我国的主板。但目前而言，风险企业IPO尚存在相当的难度，由此引发的法律风险不言而喻。基本防范策略：其一，加大中国风险投资企业在美国纳斯达克、香港创业板等海外证券市场的上市；其二，尽快建立和完善我国自己的创业板市场。

**风险之九：股**

股权转让不能（原股东或管理层回购不能）的法律风险 在我国的风险投资实践中，回购退出方式主要是指原股东回购或管理层回购。风险企业原股东回购风险投资方的股权实际上是股权转让的一种特殊形式，即受让方是风险企业的原股东。有的时候是由风险企业管理层来受让风险投资方的股权，这时则称为“风险企业家回购”或“管理层回购”。以原股东或管理层回购的方式退出，对风险投资方来说是一种投资保障，也使得风险投资在股权投资的同时也融合了债权投资的特点，即风险投资方投资后对风险企业享有股权，同时又在企业原股东或管理层方面获得实现债权的保障。回购不能也是风险投资退出的主要风险。基本防范策略：其一，原股东回购在操作程序与股权转让基本相同，通常依赖于风险资本投入时签署的投资协议中的有关回购的条款；其二，原股东或管理层回购不可错误地表述为“企业回购”，要防止企业为回购主体引发的违反公司法要求的法律风险。风险之十：清算不能的法律风险 对于失败的风险投资项目来说，清算是风险资本退出的唯一途径，及早进行清算有助于风险投资方收回全部或部份投资本金。依据《公司法》的规定，清算包括非破产清算和破产清算两类。非破产清算是指因企业营业期限届满解散、股东会决议解散或者企业违法被责令关闭解散等情形下的清算；破产清算则是指企业因资不抵债、不能清偿到期债务而被依法宣告破产后的清算。在破产清算中的法律风险在于，由于企业已资不抵债，风险投资方作为股东投入的风险资本也就血本无归；非破产清算的难点在于形成公司僵局后的顺利解决，虽然新的《公司法》在第一百八十三条对此作出了原则规定，但由于缺乏操作性的具体司法解释，

相关的法律规定在司法实践中还很难得以实施。基本防范策略：其一，在双方投资协议中约定可供操作的具体清算条款；其二，在实践中不断完善公司僵局的司法和经济解决模式。

## 二、风险投资法律风险防范的律师实务

风险投资法律服务对律师提出了更高要求，也为律师提供了广阔的法律服务市场空间。主导风险投资业务的律师，不仅应该精通法律，还要对投资、证券乃至会计、管理和经济学有相当了解；不仅要有娴熟的司法技巧，还要有足够的社会影响力，有能力解决企业投融资过程中的综合问题。风险资本的运营可以划分为以下四个阶段：1，资金募集阶段；2，项目筛选、审查、评价、谈判阶段；3，管理投资项目阶段；4，退出投资项目阶段。律师为风险投资公司提供法律服务也主要是围绕这四个阶段展开。下面将对律师在各个阶段所做的主要工作做一介绍，其中的重点是第二和第四阶段。

### 1、资金募集阶段。

根据国外经验，风险资本的来源相当广泛，包括政府财政、养老基金、捐赠基金、银行及保险公司等金融机构、企业、个人资本等等。但我国当前则以政府财政为风险资本的主要来源，辅之以部分商业银行和大型企业集团的出资，个人资本则基本被排斥在外。目前，世界各国的风险投资基金主要采用两种组织结构：（1）有限合伙制。这是由投资者(有限合伙人)和基金管理人(普通合伙人)合伙组成一个有限合伙企业。投资者出资并对合伙企业负有限责任，管理人在董事会的监督下负责风险资本的具体运作，并对合伙企业负无限责任。这是风险资本最具活力的组织结构，但我国《公司法》中尚没有该种组织结构的设定，需要在即将出台的《合伙法》予以明确。（2）公司制。即指风险资本以股份有

限公司或有限责任公司的形式设立。这是我国目前风险投资公司存在的唯一合法形式。鉴于有限合伙制尚未得到我国立法的认可，故律师在资金募集阶段主要涉及公司设立方面的法律业务。如帮助风险投资公司的发起人起草合作协议、拟定公司章程、办理公司的审批和注册登记等等。随着未来有限合伙法律制度的确立，律师在风险投资公司成立时的业务将大大增加。如草拟、修改和完成合伙协议，并对有限合伙人和普通合伙人的利益关系从法律上加以界定。

2、项目筛选、审查、评价、谈判阶段

A投资准备阶段。律师在一个具体风险投资项目中介入的最早时间是投资准备阶段。在这个阶段律师的主要任务是帮助风险投资人寻找合适的投资项目，并从法律上进行论证。其工作内容主要包括：（1）为投资者提供高科技项目和投资机会；（2）代为进行项目考察；（3）对被投资者进行资信调查；（4）对企业提交的商业计划书进行法律评价。一般来说，风险投资人只有在得到律师对投资计划的法律可行性认可之后，才会进入到下一阶段。

B、洽谈阶段。当风险投资商决定与投资对象进行面谈时，律师就要介入并提供法律服务。这是律师通常情况下介入风险项目的时间。律师的工作主要有以下五个方面：（一）审阅各种法律文件，包括风险投资公司方面的和风险企业递交的材料，主要内容有风险企业的章程、股东协议等，重点在于对被投资公司的股权结构及有关知识产权及专有技术的合法有效性的审查。（二）参与商业计划的制定，起草各种法律文件，主要是股权架构方案及投资协议的制定。为风险投资人设计出最佳最经济的方案是律师在此阶段工作的重中之重。

A，股权架构方案的设计。股权架构方案包括财务结构安

排和治理结构安排两部分。其中财务结构安排又包含金融工具设计和股权安排两项。

a, 金融工具设计 根据风险投资的特点，风险投资人一般要采用多种金融工具。金融工具选择的关键问题是要确保投资的变现、对投资人利益的保护和对企业的适度控制。在风险投资中比较常见的金融工具有普通股、优先股、可转换优先股、可转换债、附购股权债、纯债权等。根据我国《公司法》的规定，目前优先股没有法律地位，故缺少一定的可操作性。对于其它几种金融工具，可以根据实际情况进行选择。

b, 股权安排 所谓股权安排是指确定风险投资人在被投资企业全部股权中所占的份额。这里涉及三方面内容：确定风险投资额；确定被投资企业的股份分配；确定资金分期到位和对企业发展情况的检查标准。风险投资人在风险企业中所占的股份比例，往往是以未来企业的现金流量来进行计算的。一个简单的估算公式如下：风险投资人所占股份比例 = 投资额 × 预期回报倍数 / (回收期末盈利 × 市盈率)

根据被投资企业所处的不同阶段，风险投资人对投资回报的要求也不同，如对种子期企业要求有10 - 15倍的回报，成长期企业要求为6 - 8倍等。回报倍数也反映了风险投资人的预期收益率。试举一例如下：某网络公司制订了一份商业计划书，按此商业计划，如果风险资本家投入1000万元的资金，在4年后可盈利2400万元。假设企业所在行业的平均市盈率为10，风险资本家根据企业发展阶段要求4年预期回报为6倍，则风险投资人在企业中所占的股份比例应该是： $1000 \times 6 / (2400 \times 10) = 25\%$ 。剩下的股份归创业家或风险企业。

在上面提到的公式中，盈利预测是相对主观的，投资方与企业通常有争论，因为这关系到二者在企业中所拥有的股份的

分配。为解决这个冲突问题，一般采取设置股票期权的方法，即允许企业家在未来按照事先约定的较低的价格来增加股权，但这种期权只有在企业家达到原来计划的经营业绩目标时才能执行。当然实际的操作可能更复杂，因为还会涉及到分段投资和股权重新分配问题等等。

c,治理结构安排。治理结构安排所要解决的主要问题是信息不对称的情况下，通过一定的制度安排来协调风险投资人和被投资企业管理层之间的关系，以防止管理层以风险投资人的损失为代价来谋求自身利益的最大化。治理结构安排主要依赖于两种机制：激励机制和约束机制。激励机制包括(1)给予管理层一定的股权安排，这样使得管理层的利益同企业的利益相一致，继而也实现了同风险投资人的利益相一致；(2)将风险投资人的股权安排为一定数量的可转股权债，这样可以减少投资人的投资风险；(3)给予管理层期权安排，允许管理层在实现未来管理目标时可按事先约定的较低价格或无偿增持股份。约束机制包括(1)制定管理层雇佣条款用以惩罚业绩较差的管理者。该条款通常包括解雇、撤换管理层并回购管理者持有的股份的种种情况；(2)通过占有董事会席位来对管理层进行监督；(3)风险投资商可以同企业签订一份投票权协议来给予风险资本家在一些重大问题上以特别投票权；(4)投资人可以使用分段追加投资的方式来增强对企业的控制能力。

B.在股权架构方案完成之后，律师还应为当事人起草风险投资协议做为谈判的框架。风险投资协议的主要条款包括：a，项目的股权分配与投资总额；b，投资所使用的金融工具的类型和构成；c，风险资本到位的时间安排和对企业的验收标准；d，被投资企业治理结构安排；e，管理层的有关声明和保证、承诺条款

，违约及其补救措施；f，企业的信息披露程序g，管理层和员工的聘用条款和持股计划；h，投资期限和风险投资退出机制。包括股权回购、IPO等情形下的处理办法。(三)风险企业自身的重组。有时因为原风险企业产权混乱或拥有不良资产和债务，则需对原企业进行重组或组建新的公司来避免风险投资商的投资风险。(四)技术入股和管理干股的产权安排。在风险投资中经常会出现诸如技术入股，甚至是管理干股的问题。律师对此应考虑如下问题：1，技术入股和管理干股的对象和范围；2，合同产品的技术性能指标；3，合作方在技术上的权利和义务；4，经济内容。5，法律法规对技术入股或管理干股的比例限制。原《公司法》规定技术股不得超过公司注册资本的20%，新《公司法》只规定了不超过的70%上限。对于管理干股一般可通过期权方式来解决。(五)参与谈判协商，确定和保障风险投资商的投资权益。此阶段的工作重点是帮助风险投资商把握以下几个关键问题：1，谈判对象的主体合法性(包括主体资格、知识产权状况等)。2，解决财务架构问题，即金融工具安排和股权安排。3，解决公司治理结构的两个问题，即对企业管理层的激励和对企业的控制程度。上面提到的五类业务都应通过律师的调查取证和起草的法律文件来完成，必要时律师应同会计师一起进行工作。C、注册登记阶段。一旦双方投融资条件谈妥，律师的作用就在于审查投资协议草案，并定稿投资协议和其它重要的法律文件，并可代企业办理各种登记手续。3，管理投资项目阶段；作为风险投资公司方的律师，在风险企业获得风险投资并正常运营后，可以代表投资方行使投资权益，对高科技企业的资产，尤其是高科技企业重中之重的无形

资产（专利、专有技术、著作权、商标）等进行监督，协调投资各方在项目运作中的关系。另外作为风险投资人提供给风险企业的一种增值服务，律师还可以为风险企业提供其他一系列的法律服务。（参见：《新公司法对我国风险投资业的影响》一文关于风险企业治理与相关诉讼的论述。）

4、退出阶段 在投资项目运作成功后，律师将为风险资本的退出提供法律服务，参与项目上市、收购兼并等整个过程，协助投资者最大程度地收回投资。这里相关的工作和法律程序十分复杂，包括谈判协商，起草审阅各种交易文件，同证券管理部门及相关政府机构接触，出具法律意见书等。风险资本的退出主要包括首次公开上市（IPO）、收购和兼并(协议转让)、执行偿付协议等几种方式。这些均需要律师协助准备各项法律文件。该阶段是律师工作的另一个重点。

A、公开上市。当企业符合上市标准时，公开上市是风险投资人得以退出的最佳方式。律师在风险企业公开上市中所做的工作绝大多数属于证券律师业务范畴，这里不再详细论述。目前，高新技术企业有在世界各地二板市场上市的趋向，作为风险投资人的律师，应该熟悉各地二板市场，如美国NASDAQ市场、香港创业板市场的有关规定，并同当地律师进行紧密配合。

B、兼并收购(协议转让)一般是指由另一家企业收购被投资企业的一定股权，使得风险投资人得以撤出投资的方式。其交易方式通常有三种：现金收购、股票收购、现金和股票混合收购。这里的律师业务主要体现在产权交易和企业兼并方面。

C、偿付协议是一种用以帮助投资人把他对风险企业的投资变现的一项合约保证，通常事先要签订强制性的回购条款和确定股权价值的计算方法。

4，破产清算。这是风险投

资失败后的处理方法。在风险资本退出过程中，律师工作的重点为：（1）产权的确定和评估。包括土地使用权和房屋所有权、经营中的各项权利(如各类许可证、配额和限额、知识产权)。（2）拟定整个退出程序方案，制作所涉及的法律文书，并保证该程序的合法实施。（3）进行各项商业谈判。（4）代理当事人办理各项登记手续。由于风险投资这一新生事物在我国出现仅有短短数年时间，国家尚无相关的法律和法规，《公司法》、《证券法》并不完全适合于风险投资的特点，甚至还有重大的冲突。因此我们在从事具体风险投资的法律业务时，除了借鉴国外的成功操作模式外，还应注意到在中国的可行性以及是否有变异的必要和可能，并根据现有的法律法规，以个案中成熟的公司、合同法律实务防范法律风险，只有这样才能充分保护当事人的合法权益，并使得风险投资事业能够得以健康成长。 100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)