

创 业 投 资 引 导 基 金 运 作 丛 书

Venture Capital Fund Laws
and Regulations

创业投资基金的 法律规制

李建良 著

Guide



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

创业投资引导基金运作丛书

Venture Capital Fund Laws
and Regulations

创业投资基金的 法律规制

李建良 著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目 (CIP) 数据

创业投资基金的法律规制 / 李建良著. -- 北京:
社会科学文献出版社, 2016. 8

(创业投资引导基金运作丛书)

ISBN 978 - 7 - 5097 - 9631 - 3

I. ①创… II. ①李… III. ①创业投资基金 - 法律 -
研究 - 中国 IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 205478 号

· 创业投资引导基金运作丛书 ·

创业投资基金的法律规制

著 者 / 李建良

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 冯咏梅

责任编辑 / 冯咏梅

出 版 / 社会科学文献出版社 · 经济与管理出版分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: [www. ssap. com. cn](http://www.ssap.com.cn)

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 三河市尚艺印装有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 11.5 字 数: 113 千字

版 次 / 2016 年 8 月第 1 版 2016 年 8 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5097 - 9631 - 3

定 价 / 59.00 元

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

 版权所有 翻印必究

总 序

创业投资引导基金是政府参与创业投资、弥补市场失灵的一个重要工具。鉴于创业型中小企业具有经营不确定性、信息严重不对称、缺少硬资产和历史经营记录等特征，传统金融机构在解决创业型中小企业融资问题上存在“理性歧视”，但是这种“理性歧视”为创业投资的产生创造了条件。在无须进行硬资产抵押，也无须用历史经营记录来说明未来的情况下，创业投资创造了一种“合理预期的高收益和合理控制的高风险”机制。基于这一机制，从理论上来说，创业投资的对象应该是那些处于高成长阶段、具有独特性且管理素质较高的未上市中小企业。这就是说，即便是创业投资，对处于高成长阶段之前的早期创业型小企业的融资需求也无法满足。然而，由于创业型小企业的竞争优势是“在高不确定性领域，靠绝对低成本取得相对高的收益”，成熟大企业的竞争取胜之道则在于“在低不确定性领域，靠高投入取得规模收益”，故早期创业型企业对于一个国家建立创新型经济至关重要。在这种情况下，设立创业投资引导基金，通过风险共担、政府让利等途径引导社会资本投向早期创业型企业便成为各国政府争相仿效

的一项重要举措。

我国政府设立创业投资引导基金始于 20 世纪末，最早的政府创业投资引导基金为科技部中小企业创新基金，以及北京、上海等城市的地方政府设立的地方性引导基金。2009 年，依据国家发改委、财政部《关于实施新兴产业创投计划、开展产业技术与开发资金参股设立创业投资基金试点工作的通知》，由国家发改委和财政部主管的国家新兴产业创投计划正式启动。经过几年的实践，截至 2013 年底，该计划联合各省、自治区、直辖市以及计划单列市在全国范围内已参股设立了 141 只新兴产业创业投资基金，资金总规模达到 390 亿元，吸纳社会资本约 250 亿元，对引导社会资本投向国家战略性新兴产业领域内的创业型早期企业、扶持创新企业的发展起到了非常重要的作用。

作为国家新兴产业创投计划参股基金的顾问和专家评审委员会委员，笔者有幸全程参与了该计划的启动及运作过程，并多次受国家发改委和财政部委托就创业投资引导基金运作的相关方面进行研究，研究内容包括引导模式、联合投资、尽职调查与风险防控、子基金管理评价、监管机制、退出机制、相关法律等。本丛书是对这一系列研究成果的总结，计划出版五本著作，即《创业投资引导基金的引导模式》《创业投资引导基金的联合投资》《创业投资引导基金运作的尽职调查与风险防控》《创业投资引导基金参股子基金的管理评价方法》《创业投资基金的法律规制》。鉴于目前国内尚缺乏对政府创业投资引导基金进行深度研究的系列专著，

相信这套丛书的出版不仅有助于创业投资引导基金运作的各参与方更清晰地了解政府创业投资引导基金的运作逻辑和实务操作要领，而且有助于各参与方明晰自己的权利和义务，从而为创业投资引导基金及其参股子基金的有效运作打下必要的知识基础与技能基础。

本丛书的出版直接受益于国家发改委委托笔者所做的各项横向和纵向课题研究以及相关领导对出版著作的理解与支持。在此，特向国家发改委顾大伟先生、徐建平先生、石一女士、霍福鹏先生等领导表示感谢。同时，也要感谢国投高科技投资有限公司和盈富泰克创业投资有限公司的各位领导和朋友，他们是白明辉先生、刘廷儒先生、刘伟先生、刘维平先生、刘彦斌先生、杨建东先生、赵威先生、林深女士、董川先生、孙一鸣女士、钟晓龙先生等。对于他们的支持，我将永远铭记在心。

本丛书也是北京市教委科学技术与研究生建设项目——知识管理及技术经济平台建设项目的成果之一。本丛书的出版得到了北京信息科技大学经济管理学院葛新权院长的热心帮助与指导。作为我的领导和良师，葛院长对我在教学和科研工作之余投身政府与企业咨询顾问工作给予了充分的理解和支持。没有这种理解和支持，这套丛书恐怕无法与读者见面，在此深表感谢。

李建良

2015年9月14日于北京

摘 要

规制是创业投资基金周期循环运作的基础。在现行规制结构中,《公司法》和《合伙企业法》对创业投资基金的影响最为重大和直接。尽管这两部法律分别在“认缴资本制”“非货币出资”“法人治理结构”“表决权分配”和“协商缴资”“GP 与 LP 身份转换”“非货币分配”等方面所做的规定对规范创业投资基金的运作起到了很大的推动作用,但仍在“出资人数”“亏损承担与投资回收资金分配”“表决机制”“被投资企业破产清算”等规制方面对创业投资基金的运作构成了较大制约。据此,本书向行业主管部门提出两条政策建议:第一,向立法机构提出修法建议;第二,为创业投资基金周期循环运作各环节制定相关指引,促进其规范发展。

Abstract

Laws and regulations are the foundation of venture capital fund's cyclical operation. The Corporate Law and the Law on Partnership Enterprises affect venture capital fund mostly and directly among current laws and regulations. These two laws constrain venture capital fund by enacting classe of maximum investors, capital refund limitation, loss sharing restriction, voting mechanisms and investee liquidation though they have strongly promoted the normative operation of venture capital fund with standardizing capital contribution installment, non - currency capital contribution, corporate governance, voting rights allocation, negotiable capital contribution, identity converting between GP and LP, and non - currency refund. As a result, we propose two suggestions to the related governmental departments. Firstly, to propose the legislative to revise the laws and regulations. Secondly, to draw up a related guide for venture capital fund's cyclical operation.

前 言

创业投资作为一种解决中小企业权益性资本缺口问题的特殊资本运营方式需要一定的运作周期。这一周期通常包括创业投资基金募集与治理、项目筛选评估、交易结构设计、投资后管理以及投资退出与回收资金分配等多个环节。创业投资周期循环是创业投资机构得以发展壮大基本路径，而这一路径能否有效贯通则直接受到相关法律法规的规制。在这些法律中，《公司法》和《合伙企业法》的重要性尤其突出。因此，有必要就这两部法律对创业投资基金的规制进行研究。

本书即为这一研究的成果总结。研究表明，现行《公司法》对创业投资基金的募集与治理、创业投资项目的筛选评估、创业投资项目的交易结构设计、创业投资项目的投资后管理以及投资退出与回收资金分配等都进行了全过程的规制，为公司制创业投资基金的运作提供了相对完备的法律依据。就有利的方面来说，现行《公司法》对我国创业投资基金的影响主要体现在以下七个方面：①《公司法》关于实行出资“认缴登记制”和分期缴资以及对出资不到位的违约责任规定都有利于公司制基金的资本募集；②《公司法》关于股东与公司之间的关联交易表决回避、

股东撤资的严格约束以及以公司章程为公司内部最高约束文件的规定有利于规范公司制基金的内部治理，保持公司制基金运营的稳定性；③《公司法》关于股东非货币出资的规定为创业投资基金投资高技术的轻资产公司并进行溢价出资提供了法律依据；④《公司法》关于非货币出资估值的合理公允要求及违法追究为创业投资基金进行合理估值提供了法律保障；⑤《公司法》关于股东权利和公司股东（大）会、董事会、监事会等法人治理结构的明确界定为创业投资基金对被投资企业进行投资后管理和增值服务提供了法律依据与规范途径；⑥《公司法》关于股东要求清算权的界定为创业投资基金在被投资企业严重亏损时通过清算退出止损提供了法律依据；⑦《公司法》关于有限责任公司可以由股东在章程中约定不按持股比例分配的规定为对公司制基金只进行少量参股的基金管理人（GP）获得 20% 的业绩分红提供了法律依据。

从不利的方面来看，单就对创业投资基金的影响而言，现行《公司法》仍有许多需要改进修订的地方，主要表现在以下几个方面：①在公司制基金的募集方面，《公司法》对有限责任公司和股份有限公司都规定了严格的股东人数限制，虽然这一限制有利于防止非法集资，但与创业投资基金内在的社会化募集要求存在冲突，不利于创业投资基金规模的扩大以及相应组合投资功效的发挥；②在公司制基金的治理方面，《公司法》要求诸如投资决策、利润分配等事项均经过股东（大）会、董事会按一定议事规则表决

通过，从而对创业投资基金委托管理模式的投委会最终决策构成了约束，使得投委会最终决策仍需通过股东（大）会、董事会的形式表决，这显然不利于公司制基金投资管理效率的提高，同时《公司法》对公司制基金出资人转让其出资也规定了其他股东的优先受让权和场所限制，这也与创业投资基金作为机构和居民资产配置选择之一所要求的流动性相冲突，不利于引导社会资本进入创业投资行业；③在公司制基金的项目筛选评估方面，《公司法》关于“公司不得投资于使其承担无限连带责任的企业”的规定使得公司制基金无法投资普通合伙企业，公司制母基金也无法充当参股子基金的普通合伙人（GP），从而限制了公司制基金的投资范围；④在投资项目的交易结构设计方面，由于现行《公司法》中“可转换优先股”等可转换金融工具缺位，对有限责任公司和股份有限公司回购自身股份有着非常严格的情形界定，对董事实行选举制，并严格规定了重大事项的董事会或股东（大）会表决机制，同时又清晰界定了“同股同权”“同次发行同价”“不得损害其他股东和债权人的权益”等原则，从而使创业投资实践中广泛实行的诸如可转换金融工具、回购、对赌（估值调整）、反摊薄、投资方委派董事和对重大决策行使一票否决权等合约自由机制无法得到直接落实，因而不利于创业投资基金合理控制其投资风险，严重阻碍了我国创业投资事业的发展；⑤在项目投资后管理方面，交易结构设计中的合约自由机制因受《公司法》的制约而不能得到落实，使得创业投资

基金对被投资企业的运营监控缺乏有效的实施手段，这同样也不利于其风险控制；⑥在投资退出方面，基于《公司法》的规定，被投资企业 IPO 退出受到发起人数量和复杂流程的限制，创业投资基金所持被投资企业股权的转让又受到其他股东优先受让和交易场所的限制，被投资企业从创业投资基金手中回购其自身股权的情形条件又通常不能满足，从而使得创业投资的灵活退出受到了很大的制约，因而无法顺利实现创业投资基金的周期循环运作；⑦在公司制基金的投资回收资金分配方面，由于《公司法》要求公司只有在弥补亏损和提取法定盈余公积金之后才可以向股东进行收益分配，同时又严格禁止股东中途撤资，故公司制基金投资回收的资金中只能向出资人分配收益的一部分，在创业投资基金存在封闭期且一般不能将回收资金用于再投资的情况下，稀缺资金将留存在基金账户上直至被最终清算，这会大大降低投资资金的使用效率，不利于吸引社会资本进入创业投资领域。

与《公司法》不同，现行《合伙企业法》对创业投资的规制和影响只体现在创业投资周期运作的基金募集与治理以及基金投资回收资金分配这几个环节上。从有利的方面看，现行《合伙企业法》对我国创业投资发展的促进作用主要体现在以下几个方面：①在有限合伙制基金的募集方面，《合伙企业法》明确可以由合伙人协商缴资进度，同时为办理合伙制基金的增减资手续提供了便利，并明确了出资不到位的违约责任，有利于创业投资基金依据项目投资进度来进行资本催缴，从而减缓了基金管理人的闲置资

金压力，提高了资金的使用效率；②在有限合伙制基金的治理方面，《合伙企业法》将《合伙协议》视为合伙人之间的最高约定，规定合伙企业可以设立分支机构，明确了有限合伙人对合伙企业的监督权和同业竞争权、对合伙份额的处置权以及 GP 和 LP 的身份转换权，同时规定合伙人可自行约定表决权分配和表决机制以及内部分配机制，从而规范了有限合伙制基金的内部运行机制，为有限合伙制基金的普通合伙人行使投资管理权并获得相应报酬提供了法律依据；③在有限合伙制基金的投资回收资金分配和亏损承担方面，《合伙企业法》规定合伙企业可以进行非货币分配，并约定了合伙企业清算的规程，从而为封闭期满时有限合伙制基金的到期清算提供了明确的规范。

从不利的方面来看，单就对创业投资的影响而言，现行《合伙企业法》同样也存在一些待修订完善之处，主要表现在以下几个方面：①《合伙企业法》中关于合伙企业合伙人限定在 2 人以上、50 人以下的规定与创业投资基金的社会化募集要求不相符，不利于有限合伙制基金扩大规模、发挥组合投资效益；②《合伙企业法》中明确国有独资公司、国有企业、上市公司以及公益性的事业单位、社会团体不得成为普通合伙人，而依据《公司法》第 15 条，公司也不能成为普通合伙人，虽然这一规定背后有着保护国有资产不流失、保护上市公司公众股东和公益事业单位利益的原因，并与有限合伙制基金 GP 承担无限连带责任的最终追索要求逻辑相一致，但与目前国内现实的诚信状况

并不相符，因而限制了有限合伙制基金 GP 的选择范围，也对目前创业投资实践中广泛存在的以有限责任公司充当 GP 的有限合伙制基金的规范运作构成了明显的挑战；③《合伙企业法》规定“外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业的管理办法由国务院规定”，从而使得该法是否适用于外资 LP 或 GP 参与的有限合伙制基金存在界定不清晰之处；④《合伙企业法》中关于“合伙人在合伙企业清算前，不得请求分割合伙企业的财产”的规定限制了有限合伙制基金在到期清算前的本金分配；⑤《合伙企业法》中关于“合伙协议不得约定将全部利润分配给部分合伙人或者由部分合伙人承担全部亏损”的规定限制了 GP 和 LP 约定投资回收资金先向 LP 回本和先由 GP 以其出资承担亏损等相关约定的法律效力；⑥《合伙企业法》中关于“合伙企业不能清偿到期债务的，债权人可以依法向人民法院提出破产清算申请，也可以要求普通合伙人清偿”的规定并未明确合伙人和合伙企业对合伙制基金提出破产申请的权利，从而不利于保护 LP 和债权人的利益。

针对《公司法》和《合伙企业法》对创业投资基金规制的上述不足，本书提出了两条政策建议：第一，从中长期发展我国创业投资事业的角度看，创业投资行业主管部门应针对各制约条款向立法机构提出修订建议；第二，从当前规范我国创业投资活动的角度看，创业投资行业主管部门应以《公司法》和《合伙企业法》各限制性条款为参照，为公司制创业投资基金和有限合伙制创业投资基金的募集与治

理、项目筛选评估、交易结构设计、投资后管理以及投资退出与回收资金分配等制定相关指引，促进其规范发展。

本书的篇章结构如下：第1章对研究背景做出简要介绍；第2章分析《公司法》对创业投资基金的规制与影响；第3章探讨《合伙企业法》对创业投资基金的规制与影响；第4章是研究结论与建议。为方便读者对照相关条文对本书所做分析进行解读，书中增加了附录《甘肃省高级人民法院关于PE投资中“对赌协议条款”有效性的判决书》《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国合伙企业法》。由于笔者非法学专业背景出身，书中所提观点和建议如有不当之处，欢迎读者批评指正。

本书是国家发改委2012年委托课题“创业投资相关法律研究”的成果。该课题研究得到了国家发改委高技术产业司的大力支持与帮助。在此，特别要感谢国家发改委顾大伟先生、徐建平先生、石一女士、霍福鹏先生和朱亚东先生，他们与笔者就本书研究内容和研究方法所做的交流和讨论，让笔者受益匪浅。

本书也是北京市教委科学技术与研究生建设项目——知识管理及技术经济平台建设项目的成果之一。本书的出版得到了北京信息科技大学经济管理学院葛新权院长的大力支持和鼓励，在此深表感谢。

李建良

2016年1月15日于北京

前 言 / 001

第 1 章 研究背景 / 001

1.1 研究任务 / 001

1.2 研究思路与方法 / 003

第 2 章 《公司法》对创业投资基金的规制与影响 / 004

2.1 《公司法》对创业投资基金募集与治理的规制与影响 / 004

2.2 《公司法》对创业投资基金项目筛选评估的规制与影响 / 016

2.3 《公司法》对项目交易结构设计的规制与影响 / 017

2.4 《公司法》对创业投资基金投资后管理的规制与影响 / 031

2.5 《公司法》对创业投资基金投资退出与回收资金分配的
规制与影响 / 034

第 3 章 《合伙企业法》对创业投资基金的规制与影响 / 047

3.1 《合伙企业法》对有限合伙制基金募集的规制与影响 / 047

3.2 《合伙企业法》对有限合伙制基金治理的规制与影响 / 049

3.3 《合伙企业法》对有限合伙制基金回收资金分配的规
制与影响 / 054

第 4 章 研究结论与建议 / 058

4.1 研究结论 / 058

4.2 相关建议 / 065

附 录 / 069

附录 1 甘肃省高级人民法院关于 PE 投资中“对赌协议条款”
有效性的判决书 / 069

附录 2 中华人民共和国公司法 / 083

附录 3 中华人民共和国合伙企业法 / 139

参考文献 / 161