

财经
法律

民法

经典文库

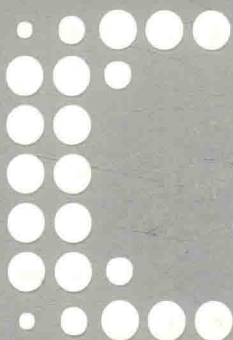
总主编

赵万一

学术研究系列

合同法视野下 公司法与金融法的适用

赵万一 主编



Civil and Commercial Law Classics

法律出版社 LAW PRESS • CHINA



民法
经典文丛

总主编 赵万一
学术精英系列

合同法视野下 公司法与金融法的适用

赵万一 主编

Civil and Commercial Law Classics

法律出版社 LAW PRESS • CHINA

图书在版编目(CIP)数据

合同法视野下公司法与金融法的适用 / 赵万一主编

—北京:法律出版社,2017

(民商法经典文库)

ISBN 978-7-5197-1646-2

I. ①合… II. ①赵… III. ①公司法—研究—中国②

金融法—研究—中国 IV. ①D922.291.914

②D922.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 282454 号

合同法视野下公司法与金融法的适用

HETONGFA SHIYE XIA GONGSIFA YU JINRONGFA DE SHIYONG

赵万一 主编

策划编辑 沈小英

责任编辑 陈 妮

装帧设计 马 帅

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京建筑工业出版社

责任校对 晁明慧

责任印制 吕亚莉

编辑统筹 财经出版分社

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

印张 25.25

字数 440 千

版本 2017 年 12 月第 1 版

印次 2017 年 12 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-1646-2

定价:83.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

“民商法经典文库”

编辑委员会

主 任 赵万一

委 员 (按姓氏笔画为序)

王 洪 刘云生 李雨峰

李 燕 汪青松 张 力

张建文 张 耕 陈 苇

侯东德 曹兴权 谭启平

总序：民商法学研究的时代使命

时至今日,虽然理论界对民商法在中国社会主义法律体系中的角色定位并未形成完全一致的看法,但其在促进社会权利意识的觉醒、创造力的激发乃至社会经济的振导方面所发挥的巨大作用则几乎没有任何人能够予以否认。一方面缘于其调整内容的广博性、调整方式的人本性、调整范围的全覆盖性和规制目的的正义性;另一方面则得益于其所承载的使命的厚重性和立法理念的先进性与进步性。通过研读世界主要国家的法律发展史我们不难发现,具有时代引领意义的重要民商法律制度的制定通常是伴随一个国家社会制度的重构、社会政策的改变和社会观念的变革应运而生的。因此,民商法律制度的设计通常并不仅仅表现为单纯的制度进化和规则演变,而更多反映了社会经济政治制度环境的优化和社会意识的嬗变。我国也不例外。发轫于20世纪70年代末的经济体制改革,不但将现代中国社会深深打上了法治的烙印,而且极大激发了法律对社会关系特别是社会经济关系的调整冲动,从而将上层建筑对经济基础的促进作用发挥到极致。时至今日,伴随计划经济向商品经济和市场经济的成功转型而不断拓展其作用深度和广度的民商事立法,无论是对中国民众国民性格的塑造、行为模式的固化,还是对整个社会经济运行驱动力的重新构

造,都产生了越来越显著的影响。以平等和自治为核心的民商法律制度不但成为国家调整社会关系特别是社会经济关系的最重要法律手段,而且成为社会主体行为选择的首要凭依因素;以公平和效益为主旨的民商法律思维已经深深嵌入人们的思维逻辑链条中,成为人们臧否立法和司法活动的主要标尺;以良善、诚信、忠实为先导的民法文化不但发挥着启佑民智之功效,而且已逐步内化为一种社会习惯和社会生活方式。但我们也不得不清醒地看到,在民商法极度繁荣的背后,实际上仍隐藏着深刻的价值认同危机。其主要表现是:在民商事立法过程中“泛政治化”倾向明显,公法权力侵犯私法领域的现象严重;私法依附于公法,私权受制于公权的状况仍未得到根本扭转,民商法的“婢女”地位并未得到彻底改变;作为民商法制度根基的平等原则并未得到有效贯彻,以政治上的先进性取代经济上的先进性,并进而在主体立法上采取差别性待遇的做法还比较普遍。在民商事司法领域中,由于未对价值取向各异的不同审判类型进行必要的审判理念区分,从而导致审判活动既无法满足以自然人为代表的普通民事主体对公平理念的强烈渴求,也无法有效实现以公司为代表的商事主体追求效益的行为动机。在法律意识层面上,民商法的私法属性和权利法属性并未获得普遍的社会认同,民商法所体现的一些基本法律价值和法律精神也没有随着民商事立法的繁荣而获得广泛的尊重和支持。造成这种广大民众对民商法的价值认同感不高的原因是多方面的,既缘于民商法的野蛮性增长完全受益于改革开放的机缘而缺乏必要的理论准备和必要的法治理念的积淀,更基于强烈的经济发展驱动而导致的对法律功能的误读和法律资源的配置错误。由于民商法是直接介入市场经济和商品经济形态塑造和规则设计的法律制度,因此无论在立法上还是在司法实践中,人们都有意或无意地将所有的民商事法律制度的作用都定位为促进市场经济的发展,从而严重背离和淡化了作为民商法精神内核的人本主义思想和人文主义理念。不仅如此,民商法的非理性繁荣还助长和神化了法律对社会关系的调整作用,包罗万象的法律规则试图将调整的触角延伸到公民生活的每一个领域。实际上,法律更多地是作为约束人类非理性行为的必要羁绊而存在的,任何类型的强制行为都不可避免地会对社会主体的行为及与此相连接的社会关系起到一定的限制作用。特别是当我们对法律的作用作偏狭理解的时候,法律的这种限制作用往往成为政府干预私人生活的重要工具。

从经济基础对上层建筑的作用结果来看,肇端于20世纪70年代末的经济体制改革和对外开放不但极大解放了长期受到压抑的生产力,而且充分激活了潜藏在人类内心深处追求财富的欲望,使人们从普遍的羞于言利转变成了不择手段的财富攫取。中国社会第一次感受到法律对社会生活的强大影响力和导引力。正是基于法律对社会经济关系的强力介入,不但彻底改变了利益的获取和分配方式,任何主体的正当经济利益诉求都必须通过法律加以固化、疏导和界定,而且极大地促进了社会财富的增加,使中国在很短的时间内从一个贫穷落后的国家跃居为世界第二大经济体。正是基于对法律作用的高度重视,我们在短短的30多年时间里建立起了比较完备的社会主义市场经济法律体系,从而为全面实现依法治国奠定了必要的法律硬件基础。但同样应当正视的现实是,虽然我们在民商法律制度设计层面上已基本实现了与发达国家的接轨,但仍没有真正建立起符合中国需要的法治理念和法律精神,更没有建构出既能引领世界发展潮流又具有中国特色的法律制度和法律体系。实际上,任何国家的法治现代化都不能通过简单的对外国法律制度的借鉴而完成,成熟的法律制度除了要借鉴外国的先进法律经验外,还必须加强对本国法治资源的挖掘和对法治适用环境的建设和改造。为此,我们不但要重视对民商法具体法律制度的吸收和构造,而且更应加强对民商法基本理念、基本作用、基本精神和基本价值的研究和认识,更准确地定位民商法在构建新时代中国特色社会主义法律体系中的地位和作用,因为只有以先进理念作支撑的法律制度才能真正有效发挥其对社会关系的精准调整作用。

大学作为现代文明的发祥地和社会知识的集散地,既是民族文化的传承者,也是现代文明特别是现代法治文明的创造者和传播者。大学之所以具有这种文明创造和传播功能,一方面在于大学所独有的人才密集优势;另一方面则依赖于大学所秉持的自由之意志、独立之精神。正是基于这种独特的人文精神特点,大学才负有为天地立心、为生民立命、为往圣继绝学、为万世开太平的历史重任。相对于其他类型的院校而言,法学院校基于其独特的创设要求和人才培养目标,在创新社会法治理念、提供法律制度有效供给、推进国家现代法治文明建设方面无疑负有特殊的义务和责任。西南政法大学作为一所以法学为主的多科性院校,创设于新中国百废待兴之时,繁荣于改革开放的历史机遇期,不但见证了中

国法治建设的曲折历程,而且对中国的法治建设贡献了自己的责任和智慧。其民商法学作为传统的优势学科之一,经过几代人的不懈努力,逐步形成了以民本天下为情怀、以商达经纬为志向、以知行合一为目标、以振兴国家为责任的学术精神和专业特色。自20世纪50年代开始,学科奠基人金平教授、杨怀英教授等老一辈开宗学者秉持学术报国之大愿,开拓奋进、殚精竭虑,历经筚路蓝缕之磨难,披荆斩棘之艰辛,初创西南政法大学民商法之学林。80年代之后,沐浴改革开放之春风,西南政法大学民商法迎来第一次鼎盛时代,金平教授和杨怀英教授作为全国民商法领域中的重要领军人物,以他们的敬业精神和人格魅力,团结和凝聚了包括邓大榜、聂天颢、黄名述、李开国、柯瑞清、邓宏碧、张和光、赵勇山等30余位在全国具有一定影响力的中年骨干教师;以王卫国、伍载阳、张玉敏、尹田、吴卫国、赵万一等为代表的一批年轻学者开始在国内学术舞台上崭露头角。西南政法大学也自然而然地成为国内名副其实的民商法教学与研究重镇。90年代末期以来,在李开国、张玉敏、赵万一等学术带头人的带领下,本学科全体同仁励精图治、拼搏进取、内外双修、涅槃重生,不但使学科师资规模达到创纪录的100余人,而且在职称结构、学历结构、学缘结构等方面都有了实质性改善,教学科研水平也不断上升到一个个新台阶。我们坚信在国内外同仁的关心和支持下,经过本学科全体师生的共同努力,西南政法大学民商法学的明天一定会更加灿烂辉煌。

民商法作为一个应用性很强的实用性学科,并非产生于书斋中的理论推演,而应来源并服务于社会经济生活。本学科一直以关注民生、强调民本为己任,努力将自己的研究服务于国家的经济建设和法治建设。早在20世纪80年代,年逾花甲的杨怀英教授曾亲自带队,在当时条件十分艰苦的云南西双版纳和德宏自治州长途奔波数千里,开展了长达数月的田野调查,出版了具有填补空白性质的《滇西南边疆少数民族婚姻家庭制度与法的研究》。这个优良传统一直传承至今,陈苇教授在主持司法部重点课题时,以“农村妇女土地权利保障”为视角,先后组织1000多名学生深入农村进行考察并形成了数十万字的调研报告。在2008年“5·12”大地震发生后不久,以本学科刘俊、谭启平、刘云生等教授为主的12位法学专家联名上书全国人大常委会,建议尽快制定重大自然灾害处置特别法令并草拟了一部近万字的《重大自然灾害处置特别法令(建议稿)》,充分体现

了学者的责任与担当。

近年来,国际、国内民商法学科的迅速发展向我们提出了严峻挑战。国际上,无论是源于罗马法的大陆法系还是源于海洋经济需要而产生的英美法,都正朝着更深、更广、更前沿的方向延伸和发展,民商法学理论日益博大精深,法学流派呈现多元化趋势;民商法学研究更加注重与法律实践的契合,注重对司法领域中出现的新的法律问题的审视和研究;在全球化趋势的推动下,各国民商法学日益走向相互渗透与融合,同时又更加注重与本国国情的结合,呈现出国际化与民族化共同繁荣的趋势;法学理论方面,跨学科研究方兴未艾,交叉学科、边缘学科如雨后春笋大量涌现。在国内,随着依法治国方略的推行,民商法学研究更加深入与务实。一方面在全球化的大潮之下,如何借鉴人类精神遗产,引进外国合理的法律制度与精神,成为摆在中国民商法学面前的重大课题,这个问题解决的好坏将直接决定我国民商法学发展的成败;另一方面在国内市场经济发展过程中出现的各种法律问题也向民商法学提出了挑战,如何立足中国的法律实践,利用世界各国的先进经验,发扬我国古代优良传统风俗,应对未来经济、政治、文化的重大转折,也是中国民商法进一步发展所必须解决的重大课题。为了总结西南政法大学民商法学科在过去 30 多年中取得的成绩,饮水思源,时刻铭记老一辈民法学者对本学科发展所做出的突出贡献,我们曾与法律出版社联袂于 2009 年编辑出版了 5 卷本的“西政民商法学阶梯”丛书和 20 卷本的“西南民商学人文库”和多卷本的“民商经典译丛”。为了发挥本学科在民商法基础理论特别是民法哲学方面的研究优势,我们先后编辑出版了两辑共 13 本“民法哲学”丛书。为了扩大与台湾地区的学术交流活动,我们曾与华中科技大学出版社、台湾元照出版公司倾力打造了“华中·元照西政民商法学术文库”和“华中·元照中青年法律科学文库”。在学术平台建设方面,由上海中汇律师事务所和学院联合打造的《中国不动产法研究》获学院倾力支持,于 2016 年成功入选 CSSCI 来源集刊。

为了进一步充分发挥法学研究对法律实践的引领作用,我们决定集合校内外各种资源,推出既能综合反映西南政法大学民商法学科科研实力,又能广纳群贤、有效荟集国内外最新民商法学研究成果,并能对中国法治建设起到推动作用的大型系列丛书——“民商法经典文库”。本文库分为民法哲学系列;经典译著

系列;学术研究系列;前沿争鸣系列;名家讲坛系列;教育研究系列;经典案例系列及年度十大有影响力案例系列;研究随笔系列九个系列。同时,我们也真诚邀请国内外贤儒同人不吝赐稿积极支持我们的工作。我们相信,在国内外同行专家的共同帮助下,本文库一定能够达到预期目标。

是为序。



2011年11月6日于西南政法大学

* 赵万一,西南政法大学民商法学院院长,教授,博士研究生导师,中国法学会商法学研究会副会长。

目 录

私募股权投资特殊条款的合法化

——不完全合同理论视角的分析	程淑娟	1
----------------------	-----	---

公司章程自治的边界与股东责任

——以禁止篡夺公司机会原则为思考视角	崔文玉	14
--------------------------	-----	----

关于日本公司法中的章程自治

——以表决权的代理行使为题材	[日]大杉 谦一 著 李春女 译	22
----------------------	------------------	----

有限责任公司股东表决权协议研究	董新义	27
-----------------------	-----	----

公司法的合同理念重构:民商合同区分与商事合同思维

——以股东间协议为分析视角	范 健 王冬冬	42
---------------------	---------	----

公司法上契约自由的例外之固有权

——不得以多数决剥夺的权利之德日法比较考察	[日]高桥英治 著 李春女 译	54
-----------------------------	-----------------	----

日本公司治理准则	[日]黑沼悦郎 著 诸秀艳 译	71
----------------	-----------------	----

公司法的逻辑

——公司的契约性质等于公司法的合同进路吗	黄 辉	77
----------------------------	-----	----

合同法意思自治原则在公司法中的适用问题	姜一春	95
---------------------------	-----	----

英格兰与威尔士的契约法与公司法

——董事的注意义务

..... [英]约翰·洛克雷 著 龙寒宇 贺晓阳 译 106

公司法契约精神的传统与革新 雷兴虎 温青美 115

不完全契约与公司治理 李求轶 132

公司合同理论下董事离任问题的探讨 梁 爽 赖衍禹 146

有限责任公司中约定股权回购条款的效力分析

——以利益衡量理论为视角 吕成龙 157

合同法对公司法适用的影响

——局限性及修正思路 荣振华 182

金融本质和金融工具与合同法和金融法律关系 汪其昌 195

欧洲场外衍生品金融监管立法改革

——内容与启示 王乐兵 周 杰 217

董事监督义务之建构及实践

——台湾兆丰银行遭美国纽约州金融服务署裁罚

1.8 亿美元案之省思 王志诚 239

从“孟文公案”中的优待股争议看类别股权益的平衡路径 吴建斌 255

商行为若干理论研究误区之澄清 夏小雄 276

公司关系与公司利益

——公司法规范的解释基础 徐强胜 294

论董事自我交易之合同效力 赵 渊 316

被保险人安全维护法定义务的契约化

——兼及《保险法》第 51 条 曹兴权 333

期货交易结构的法律分析

——以合同为中心 杨 淦 356

对赌协议效力认定之实证研究

——以商事审判与民事审判之分野为视角 杨 姗 366

合同法视角下对赌协议的效力判定规则研究

——以公共政策考量为中心 曾凡昌 唐倩倩 377

私募股权投资特殊条款的合法化

——不完全合同理论视角的分析

程淑娟*

我国自加入 WTO 后,资本市场和法律环境(如 2006 年《合伙企业法》的修改)不断完善,2004 年设立中小板和 2009 年设立创业板之后,私募股权投资已经成为我国继银行借贷、IPO 之后的第三大融资方式。清科研究中心发布的 2015 年前 11 个月 VC/PE 投资行业数据解读显示,私募股权投资市场募集到位的基金数量达到历史高位,私募股权投资机构新募集基金 1975 只,是 2014 年的 4.41 倍;披露金额的私募基金在数额方面刷新了历史纪录,投资规模保持了高位稳定增长;退出市场上,虽然 2015 年年中境内的 IPO 暂停对 VC/PE 机构的退出有所影响,但有多层次资本市场的不断完善,新三板退出给了机构新的选择,机构的退出方式也逐渐多元化。^① 2016 年的 3 大热点投资行业为消费、TMT(科技、媒体与通信)、大健康产业;2016 年上半年中国创业投资市场基金活跃度虽然有所下降,但大型机构投资者募集的资金仍十分庞大,私募股权投资市场热情高涨,上半年 PE 新募

* 西北政法大学民商法学院教授,法学博士。

① 清科研究中心:《2015 年前 11 个月 VC/PE 行业数据解读》,载《中国战略新兴产业》2016 年第 2 期。

集基金 484 只,募集规模 3236.29 亿元,虽然比 2015 年募集数量下降 47.4%,但募集总规模上涨 6.7%。^① 私募股权投资基金显然已经成为当前风险偏好型投资者的一种重要营利方式,也是资本市场不可或缺的一种融资手段,特别是在新三板、新兴板、科创板市场上具有降低交易费用、拓宽融资渠道、提供技术支持、拉动民间投资等多重积极意义。在私募股权投资业务中,投资方通过对拟投资的目标公司进行初审后,与目标公司的控股股东或实际控制人进行谈判,确定估值、投资交易结构、业绩要求和退出计划等核心商业条款,在与目标公司签署《投资意向书》(term sheet)或正式《投资协议》中,投资方对目标公司往往约定享有若干优先权,如分红优先权、清算优先权等,以及一系列特殊权益,如反稀释权、回赎权、共同出售权、强制随售权、对赌条款等。这些优先权或特殊权益,构成了私募股权投资投资者对目标公司进行投资的法律文件中的核心条款。如果我们研习这些具体条款的内涵,就会发现现行《公司法》及《合同法》对它们确实存在一些不适应。但是,从公司合同理论视角来看,它们却具有相当的内生合理性。因此,法律应当以谦抑的态度包容并鼓励它们的合法存在。

一、私募股权投资协议中的特殊条款

私募股权投资往往是长期的,因而投资方和目标公司及股东之间的信任往往相当重要。但以逐利为目的的投资方和目标公司,容易受到机会主义的侵害。因此,为了增强双方的信任、减少交易成本,在私募股权投资中往往对投资方采取一系列的优待措施,大体包括如下几类。

(一) 优先权条款

在股东权利平等、同股同权、同股同利的公司法原则下,股东按资本多数决享有权利。但是,私募股权投资中往往对投资方设计了极富吸引力的优先权条款。不少优先权条款往往组合使用,特别是当优先分红权与优先清算权和赎回权联系起来时,可以保证投资人获得较为稳定的收回投资及取得投资回报的保障。

^① 清科研究中心:《VC 募集两极分化 PE 投资活跃度不减》,载《中国战略新兴产业》2016 年第 16 期。

相对于普通股股东的权利,常见的优先权条款包括:

1. 优先分红权。优先分红权是指在公司宣告分派股息时,有权优先取得相当于投资额一定比例的股息的权利,其优先性主要体现为分红的顺序。

2. 优先清算权。对优先清算权惯常表述是,“一旦发生公司清算事件,投资人有权优先从可分配款项中获得投资本金加上年化[*]%的内部收益率,剩余的全部所得款项按比例分配给所有股东”。优先清算权是指投资人在目标公司清算、结束业务时,有权优先于普通股股东按照事先约定的价格获得目标公司清算价值的全部或一部分。当然,如果公司运营情况比较好,是不需要此权利的。此外,在 PE 投资“优先清算权”中所指的“清算”,与我国《公司法》中规定的“清算”概念并不相同,它是指除 IPO 之外的一切导致公司控制权变更的重大资产或股权的变动情况,包括但不限于公司被兼并、合并、公司全部或知识性全部资产被出售、租赁、转让或其他处置方式。例如,表达为:公司因合并、被收购、出售控股股权以及出售主要资产,从而导致公司现有股东占有存续公司已经发行股份的比例不高于 50%,以上事件视为清算。优先清算权中又分为几类:第一类是参与型优先清算权,就是投资人除获得优先清算额外,还可以按股权比例参与剩余清算资产的分配。这类权利显然对投资人是最有利的。第二类是非参与型优先清算权,投资人仅要求获得优先清算额,不参与剩余清算资产的分配。这类优先清算权对公司其他股东相对有利。第三类是折中方案,即约定如投资人按股权比例可获得的清算分配已经超过其原始投资成本的几倍(如 2 倍或 3 倍)时,投资人应该放弃优先清算权,所有股东按持股比例分配。

3. 优先购买权。优先购买权是我国《公司法》第 71 条明确规定的形成权。私募股权投资协议中也常有优先购买权的设计,其系指当目标公司创始股东对外转让股权时,投资人股东有权在相同条件下购买创始股东对外转让股权的权利。

4. 优先认购权。优先认购权也称优先增资权,惯常表述是:“本轮融资交割之日起[*]年内,投资人有权追加投资[*]万元人民币或等值美元,获得[*]%的股权。”优先认购权是指公司发行新股时,投资人股东可以按原先持有的股份数量的一定比例优先于他人进行股份认购的权利。

(二)赎回权条款

在公司资本维持原则之下,禁止股东抽回出资,但私募股权投资中为投资方

设计了赎回权条款。赎回权即股份回购,是指投资人在一定条件下要求公司按照事先约定的价格赎回其所持有的股权,即在目标公司业绩达不到期望值时,或在其他情况下,例如,在规定期限内无法上市时,投资者有权要求退股,收回股本投入,并获得一定的溢价。对赎回权惯常的表述是“如果公司未能在投资完成后[*]年内实现合格IPO并上市,投资人有权要求公司赎回全部或部分股份。赎回价格为投资金额加上每年[*]的内部回报率”。赎回权条款通常是以一定期间内公司不能上市作为触发条件的,尤其是机构投资者,受限于其本身基金的运作年限,其通常希望保留赎回权这一退出途径。另外,如果公司运营不善,无资金实力,赎回权条款也很难执行。所以在实践中,有些天使投资交易因投资额小且项目公司本身资金实力有限,故投资人会考虑放弃赎回权安排。

(三) 共同出售权及强制随售权条款

投资风险本应当由投资方自行承担,但私募股权投资中却设计了投资方与目标公司股东共担风险的共同出售权和强制的随售权条款。共同出售权(Tag-Along Rights)是指,普通股股东如欲转让或出售股票,优先权股东有权按照出资比例,同价优先将其所持有的股票出售给买方。强制随售权(Drag-Along Right)是指,强制原有股东卖出股份的权利,即如果目标公司在约定期限内没有实现上市,或出现事先约定的出售条件时,投资人有权要求原有股东和自己一起向第三方转让股份,原有股东必须按投资人与第三方谈好的价格和条件按与投资人在目标公司中的股份比例向第三方转让股份。

(四) 反稀释保护条款

在民法的公平原则下,投资权益的大小应当与投资的多少成正比,但私募股权投资常用的反稀释条款恰是为保护原始股东权益的做法。反稀释条款的惯常表述是,“投资完成后,如公司发生新的股权融资,发行价格低于本次投资价格的,公司应无偿向投资人发行新的股份或采取其他方式,使投资人全部股份的加权平均价格不高于新一轮发行价格”。反稀释保护条款也称反摊薄条款,是指如果目标公司在投资人进入后又发行了新的股份融资,那么投资人必须获得与新投资者同样的购股价格,即确保投资人的每股购买价格与后来的投资者相同。投资人要求的反稀释调整机制又分为两种:一种是完全棘轮(full ratchet)的反稀

释调整机制,投资人的入资价格直接调整为后续新一轮融资的发股价格,以此调整投资人的股权比例;另一种是加权平均棘轮(weighted average ratchet)的反稀释调整机制,这种机制下投资人调整后的价格是按一个加权平均的公式计算出来的,计算结果通常比新一轮的发股价格高一些,因而也是一种对公司及创始股东更为友好的反稀释调整机制。

(五)对赌条款

对赌,在传统民法的观念中有违等价有偿的交换原则。权利义务不对等的射幸合同也只有在法律明确允许的情形下才能存在。对赌条款是指基于目标公司业绩而在投资人和创始股东(或管理层股东)之间进行股权调整的约定,也称基于业绩的调整条款或估值调整条款。通常对赌的内容是丰富多样的,主要是两种:一种是赌上市,即目标公司能否实现上市;另一种就是赌业绩,即如果达到预先设定的财务指标。不过,如果对赌条款过于严苛,也可能会使目标公司及股东急功近利,从而实现长期的业绩增长,实践中的设计需要平衡双方的利益。常见的对赌的方式包括:

1. 现金补偿或股权补偿。若标的公司的实际经营指标低于承诺的经营指标,则控股股东应当向投资方进行现金补偿,应补偿现金 = $(1 - \text{年度实际经营指标} \div \text{年度保证经营指标}) \times \text{投资方的实际投资金额} - \text{投资方持有股权期间已获得的现金分红和现金补偿}$;或者以等额的标的公司股权向投资方进行股权补偿。但是,股权补偿机制可能导致标的公司的股权发生变化,影响股权的稳定性,因此其在上市审核中不易被监管机关认可。

2. 回购请求权。如果在约定的期限内,标的公司的业绩达不到约定的要求或不能实现上市、挂牌或被并购目标,投资方有权要求控股股东其他股东购买其持有的标的公司股权,以实现退出;也可以约定溢价购买,溢价部分用于弥补资金成本或基础收益。如果投资方与标的公司签署该条款,则触发回购义务时将涉及减少标的公司的注册资本,操作程序较为复杂,实务中往往不建议采用。

此外,私募股权投资协议中还可能因融资阶段不同而包含涉及公司控制权的表决权、董事提名权等,本文不再展开论述。