

论债转股融资条款的本土化问题

——以国际私募股权投资合同范本为背景*

沈朝晖**

摘要:债转股融资条款是国际私募股权投资范本中的一类特殊条款,具有灵活性。将它引入到中国的私募投资实践中,面临一些法律障碍与问题。本文分析了中国的企业借贷禁止对债权投资的影响;借贷关系无效对转股行为效力的影响;风险资本家选择债权转股权时与老股东的优先购买权如何协调;当债权人同时是公司股东时,债权人的转股行为是否构成公司对股东债权的提前清偿从而触发破产法上的责任;作为争夺公司控制权的手段之一,债权人能否将设质的股权直接流质等债转股融资条款在中国法语境中触发的法律问题。

关键词:私募股权投资 企业借贷 优先购买权 股权质押

一般认为,国际私募股权投资基金开展的是股权投资,有别于金融机构贷款之类的债权投资。下

* 本项研究是《国际私募条款的法规遵从性研究——以中国公司法(含外商投资法)为背景》(2010)的子课题,该课题由江苏永衡昭辉律师事务所资助,北京大学法学院蒋大兴研究员主持。

** 清华大学法学院博士后研究人员。

面我们将突破这一常规想法,介绍风险资本家使用的债权转股权合约:先进行债权投资,注入资金帮助企业发展,等条件成熟,债权转换为股权;如果有利条件未成就或者不利条件成就的情况下,投资者向创业企业回收债权。这就是美国风险投资协会公布的国际私募投资范本(以下简称“范本”)中的债转股融资条款。^①

债转股融资条款是风险资本家进入目标企业时选择的金融工具之一。它之所以会被选用,是因为在不需要做对赌的特殊安排下,债转股的融资条款约定,充分体现了风险资本家与企业家之间的相互博弈与谈判:项目进展不顺利时,风险资本家不进入企业,行使回售权;当企业家不需要 A 风险资本家,或者找到了 B 风险资本家,那么,通过行使回赎权机制,让不合适的风险资本家退出。项目进展可能好,也可能坏,还有可能处于“活死人”状态。^② 未来充满不确定性。可转换金融工具是风险资本家与企业家设计公司的资本结构,以稀释未来出售公司时(包括 IPO 与收购合并等方式)的利益分配冲突。^③

围绕债转股的投融资运作,本文将重点研究以下问题:

1. 作为债券基础的借贷关系,是否违反中国内地的禁止企业借贷禁令?我们将认真评估其中的法律风险。

2. 如果借贷关系无效,是否导致之后的转股行为无效?二者是何牵连关系?

3. 风险资本家选择债权转股权,与老股东的优先购买权如何协调?特别是,优先股股东、可转债持有人等是否有优先购买权?如果是优先股股东对外转让优先股,其他优先股股东或普通股股东是否享有优先购买权?

4. 当债权人同时是公司股东时,债权人的转股行为是否构成公司

^① “美国风险投资协会”提供一套风险投资的“示范法律文本”,包括国际私募股权投资范本(Term Sheet)、股票购买协议、公司章程、投资者权利协议、投票权协议、优先购买权与共同购买权协议、管理者权利、赔偿协议、示范法律观点 9 份。

^② 活死人状态是说未来公司能够盈利,但盈利能力不足以进入资本市场。参见 John C. Ruhnka et al., *The “Living Dead” Phenomenon in Venture Capital Investments*, 7 J. Bus. Venturing 137 (1992), 137-138。

^③ Erik Berglof, *A Control Theory of Venture Capital Finance*, 10 J. L. Econ. & Org. 247 (1994), p. 248.

对股东债权的提前清偿从而触发破产法上的责任?

5. 作为争夺公司控制权的手段之一,债权人能否将设质的股权直接流质?

一、债转股融资条款的内容:债权与股权之间

债权转股权,可以使用多种金融工具:发行可转换债券(又区分为公开发行与非公开发行);可转股票据;以及在实践中广泛使用的透过合同约定的债转股融资条款。

(一)可转换优先股

“范本”中并没有可转换债券,而是介绍了可转换优先股这种金融工具。可见可转换优先股在美国投资界的普遍性。这一类条款属于私募投资的进入条款。下面节选其中的优先股向普通股转换的条款。

1. 转股时间的约定:“可转换优先股转为普通股没有时间限制,即可以在任何时候,优先股股东行使转换权。A 序列优先股任何时候均可依其股东的选择,初始以 1:1 的比例转换为普通股,但可根据股息支付、合股、拆股和类似事件及下述‘反稀释保护规定’事项而进行调整。”

2. 自动转换(Automatic Conversion,有的翻译为强制转换)的具体内容值得当事人逐一谈判。“范本”的条款内容是:“所有的序列 A 优先股应当自动转换成普通股,以当时适用的转换价格,一旦公司的公开发行完成,每股价格不低于[]倍于原始购买股份的价格(受限于股息支付、拆股、合股和类似事项下的调整),且公司总发行部少于[]百万(扣除承销商的费用与支出之前)(一个‘合格 IPO’)。所有,或者部分,序列 A 优先股应当自动转换为普通股,以当时可适用的转换价格或转换率,如果经至少[]多数序列 A 优先股持有人[书面]同意。”

企业在 IPO 之前,一般需要解决多层股份的问题(multiple classes of stock),否则会阻碍企业上市的进程。因此,“自动转换”的门槛往往是谈判的一个关键点。在这方面,企业家希望自动转换的门槛更低,以确保足够的灵活性;而投资者希望自动转换的门槛更高,给投资者更多的控制 IPO 的时间与具体条款。一个企业往往经过几轮融资,相应地,会

有不同的投资者在不同的阶段进入公司。公司会对不同阶段的投资者发行几轮不同种类的融资工具:可能第一轮是可转换债券,第二、三轮是可转换优先股。因此,平等为不同的投资者设置相同的转换门槛,往往就很重要。据实务人员披露,在海外上市实务中发生的可怕事情是,公司对某一阶段的可转换优先股投资者谈判的转股门槛高于其他优先股,导致公司的上市进程受到这一轮优先股股东的阻挠。

3. 赎回权:赎回权是投资者强制公司以成本价[加小额担保回报率(例如股息)]赎回其股票。“范本”的条款内容是:“经至少[]% A 序列优先股股东的选择,自交易结束 5 周年后的任何时间开始,以相当于原始购买价[加所有孳生而未付的股息]的价格,可以合法可用分配基金赎回 A 序列优先股。赎回应按一年三等分的次数进行。经[]百分比的 A 序列优先股股东提出赎回要求,所有 A 序列优先股应得到赎回(肯定放弃的优先股股东除外)。”^④

4. 转换机制:其进一步区分为选择性转换、强制转换与特别强制转换三种情形。^⑤

(二)可转换债券

可转换债券的发行条款往往涉及这样几个要点:债券的期限、利率、资金汇入时间;转股条件、转股程序、公司的义务、转股权的期限、转股价及其调整等转股权问题;大股东无限连带担保、股权质押等债权担保;赎回条款;回售条款等。

当风险投资者持有可转换债券时,往往要设计很多条款保障自己的转股权,特别是防止“稀释”转股权的价值。因为可转换债券持有人在转换之前,其法律身份是债权人,对公司发行的股票不享有优先购买权。“正如美国律师基金会解释的:只要可转换债券持有人还没有被给予股东权,可转换债券持有人在公司行为损害可转换股份的价值时,几乎不

^④ 译文来自李寿双:《中国式私募股权投资:基于中国法的本土化路径》,法律出版社 2008 年版,第 120~121 页。

^⑤ 详见美国风险投资协会“示范法律文本”中的“公司章程”之“C. A 序列优先股”部分的第 4 条“转换选择权”(转换权、零头股、转换机制、因稀释而调整 A 序列股转换价、为合并或重组等事项而进行的调整)、第 5 条“强制转换”(触发事项、程序要求、强制转换的效果、特别强制转换、分类投票权)等更详细的内容。

能得到保护;例如,拆分股份,以股票分红,分配资产,发行或出售其他可转换债券,发行股份期权,以低于转换价格或市场价格发行或出售普通股股份,合并,出售资产,或解散并清算公司。这类事件通常被形容为‘稀释’转换权的价值。”^⑥

可转换债券持有人的权利保障一般设计有:(1)及时获取通知,以及及时行使转换权。债券持有人要求发行公司对特别约定的损害转换权的行为给予债券持有人事前的通知,使投资人可以在这类特别约定的行为生效之前转换成股票。(2)转股价格调整,或者反稀释条款。有的合同约定在一定的情况下调整转换的价格以反映价值的变化。有时,甚至合同约定禁止公司进行可能会导致转股权价值下降的行为。^⑦

总之,可转换优先股、可转换票据、附认购权的公司债券与可转换债券等这一系列金融工具创设了介于股权与债权之间的权利。它们的优势在于:权利人既能够获得固定收益,同时,持有人有一个选择权,让他以一个事先约定的价格,将债券转换成或认购公司的股份,因此能够从公司价值的增长中收益,或者股份的价值增长(对于公开发行人而言)。总之,这一系列与股权联系的债券为投资者既提供了安全的收入,又提供了投资证券的机会。^⑧

二、本土化问题之一:企业借贷禁止与风险资本家的债权投资

私募股权投资不是普通的营业性业务。若成立一家私募股权投资公司,中国国内规章对其营业范围作了特殊规定。《外商投资创业投资企业管理规定》^⑨第31条有规定,这里尤其值得注意的是第(6)项:“创

^⑥ 李莘:《美国公司融资法案例选评》,对外经贸大学出版社2006年版,第273页。

^⑦ 李莘:《美国公司融资法案例选评》,对外经贸大学出版社2006年版,第273~274页。

^⑧ Philip R. Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, 2nd edition, Sweet&Maxwell, 1995, p. 247.

^⑨ 对外贸易经济合作部、科学技术部、国家工商行政管理总局、国家税务总局和外汇管理局令(2003年第2号)。

投资企业可以经营以下业务:(一)以全部自有资金进行股权投资,具体投资方式包括新设企业、向已设立企业投资、接受已设立企业投资者股权转让以及国家法律法规允许的其他方式;(二)提供创业投资咨询;(三)为所投资企业提供管理咨询;(四)审批机构批准的其他业务。创投企业资金应主要用于向所投资企业进行股权投资。”第32条从反面进行规定:“创投企业不得从事下列活动:(一)在国家禁止外商投资的领域投资;(二)直接或间接投资于上市交易的股票和企业债券,但所投资企业上市后,创投企业所持股份不在此列;(三)直接或间接投资于非自用不动产;(四)贷款进行投资;(五)挪用非自有资金进行投资;(六)向他人提供贷款或担保,但创投企业对所投资企业1年以上的企业债券和可以转换为所投资企业股权的债券性质的投资不在此列(本款规定并不涉及所投资企业能否发行该等债券);(七)法律、法规以及创投企业合同禁止从事的其他事项。”

2005年,主要适用内资创投的《创业投资企业管理暂行办法》^⑩第12条规定:“创业投资企业的经营范围限于:(一)创业投资业务。(二)代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务。(三)创业投资咨询业务。(四)为创业企业提供创业管理服务业务。(五)参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构。”所谓创业投资业务,是指:“向创业企业进行股权投资,以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。”^⑪

该暂行办法还进一步规范了创投企业的业务类型:“创业投资企业不得从事担保业务和房地产业务,但是购买自用房地产除外。”(第13条)“创业投资企业可以以全额资产对外投资。其中,对企业的投资,仅限于未上市企业。但是所投资的未上市企业上市后,创业投资企业所持

^⑩ 国家发展和改革委员会、科学技术部、财政部、商务部、中国人民银行、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局令(第39号)。

^⑪ 参见《创业投资企业管理暂行办法》第2条第2款。《外商投资创业投资企业管理规定》第3条也有类似的规定[“本规定所称创业投资是指主要向未上市高新技术企业(以下简称所投资企业)进行股权投资,并为之提供创业管理服务,以期获取资本增值收益的投资方式”]。

股份的未转让部分及其配售部分不在此限。其他资金只能存放银行、购买国债或其他固定收益类的证券。”(第14条)“经与被投资企业签订投资协议,创业投资企业可以以股权和优先股、可转换优先股等准股权方式对未上市企业进行投资。”(第15条)

问题在于,尽管如上规章承认创投企业允许以可转换债券形式进入目标企业,但是还需要认真评估在目前的金融监管政策中,企业能否发行可转换债券?《公司法》规定了公司债券,《证券法》规范了公开发行,证监会的规章规范了上市公司发行债券(包括可转换债券),可是,对于企业能否私募发行可转换债券,没有明确的说法,以致市场人士对政策的解读与猜测不一:有的认为法律没有禁止即自由;^⑫也有的解读为中小企业发行可转债是禁区。^⑬

(一)非公开发行可转换债券应为公司的自由

有研究指出,大多数国家不允许有限责任公司发行可转换公司债券。理由有三个:(1)有限责任公司资本规模较小;可转换债券的发行要求公司必须有足够的可供转换的股份;(2)有限责任公司具有人合性特征,新股东的进入需要征得全体股东过半数以上的同意;而可转换债券具有一定流动性,新的受让人转股权的行使会破坏有限公司的人合性;(3)有限公司的信息公开性不够,不利于保护债券持有人。^⑭

相比而言,中国允许有限责任公司发行公司债。公司债券发行的实体条件是规定在《证券法》中的。《公司法》第154条规定:“本法所称公司债券,是指公司依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息的有价证券。公司发行公司债券应当符合《中华人民共和国证券法》规定的发行条件。”同时,《证券法》只规范公开发行,其第16条第1、2款规定:“公开发行公司债券,应当符合下列条件:(一)股份有限公司的净资产

^⑫ 魏君贤:“谁陷害了私募可转债?”,载 http://blog.caing.com/expert_article-152-606.shtml,2010年2月4日访问。

^⑬ 邹菁:《私募股权基金的募集与运作》,法律出版社2009年版,第132页。另参见“中小企可转债将为融资添新途”,载《上海商报》,2010年1月21日,转引自 <http://www.smehlj.gov.cn/web/assembly/action/browsePage.do?channelID=1089013892513&contentID=1263959282711>。

^⑭ 时建中:《可转换公司法论》,法律出版社2000年版,第52~53页。

不低于人民币三千万元,有限责任公司的净资产不低于人民币6千万元;(二)累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十;(三)最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息;(四)筹集的资金投向符合国家产业政策;(五)债券的利率不超过国务院限定的利率水平;(六)国务院规定的其他条件。公开发行公司债券筹集的资金,必须用于核准的用途,不得用于弥补亏损和非生产性支出。”

这几个条件中,第一个条件是“门槛”,设定公司的债券市场准入门槛,其中有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元。第二、三个条件属于风险控制条款,防止公司过度借债,资产负债率过高,形成不合理的资本结构。

法条遗留的问题是,非公开发行公司债券,是否也要遵守这些实体条件?非公开发行能否豁免这些条件?

一般来说,公开发行还是非公开发行,在于面向的投资者不同。公开发行涉及不特定的投资者,而非公开发行针对合格投资者,这些投资者有能力与资金保护自己。所以,学界一般认为,在非公开发行的情况下,投资者不需要特别保护。^⑮

(二) 评估企业借贷禁止对风险资本家债权投资的风险

禁止企业之间的借贷是国有企业占主导地位时为规制国有企业对外借贷而设的规定。国有企业的负债率很高,企业借贷出去的资金实际是银行贷款。而且,借贷业务属于金融业务,是需要许可才能从事的业务。^⑯

基于这样的理由,1996年由中国人民银行颁布且至今仍然有效的《贷款通则》第61条规定:“各级行政管理部门和企事业单位、供销合作社等合作经济组织、农村合作基金会和其他基金会,不得经营存贷款等金融业务。企业之间不得违反国家规定办理借贷或者变相借贷融资业务。”第73条进一步规定了法律责任:“行政管理部门、企事业单位、股份合作经济组织、供销合作社、农村合作基金会和其他基金会擅自发放贷款的;企业之间擅自办理借贷或者变相借贷的,由中国人民银行对出借方按违规收

^⑮ 彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2007年第2版,第43~44页。

^⑯ 徐敏:“企业之间不能相互借贷”,载《经营与管理》1997年第9期。

入处以1倍以上5倍以下罚款,并由中国人民银行予以取缔。”

行政法规《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》^{①⑦}第4条第1款授权中国人民银行认定其他非法金融活动:“本办法所称非法金融业务活动,是指未经中国人民银行批准,擅自从事的下列活动:(一)非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款;(二)未经依法批准,以任何名义向社会不特定对象进行的非法集资;(三)非法发放贷款、办理结算、票据贴现、资金拆借、信托投资、金融租赁、融资担保、外汇买卖;(四)中国人民银行认定的其他非法金融业务活动。”第6条第1款规定:“非法金融机构和非法金融业务活动由中国人民银行予以取缔。”

然而问题是,民间企业借贷举不胜举,监管部门根本无力查办。中国的行政改革进程中,中国人民银行已经改革并转型了,已经越来越超脱于具体机构的金融监管,而转变为通货膨胀、货币政策的宏观调控机构。^{①⑧}

而银行业监督管理委员会的监管是针对银行业及少数非银行金融机构,银监会也不会查处企业之间的借贷。结果是,企业与风险投资者自身承担纠纷进入法院之后的法律风险,这属于风险自负。

实践中发生的大唐股份向华平创投发行可转换债券的私募投资纠纷中,上市公司大唐股份设立红筹架构海外发行债券,公告中透露出法律无禁止即为自由的意思:“根据2001年4月中国证监会发布的《上市

^{①⑦} 中华人民共和国国务院令(第247号)。

^{①⑧} 根据2003年12月27日第十届全国人民代表大会常务委员会第六次会议修正后的《中华人民共和国中国人民银行法》规定,中国人民银行的主要职责为:(1)起草有关法律和行政法规;完善有关金融机构运行规则;发布与履行职责有关的命令和规章。(2)依法制定和执行货币政策。(3)监督管理银行间同业拆借市场和银行间债券市场、外汇市场、黄金市场。(4)防范和化解系统性金融风险,维护国家金融稳定。(5)确定人民币汇率政策;维护合理的人民币汇率水平;实施外汇管理;持有、管理和经营国家外汇储备和黄金储备。(6)发行人民币,管理人民币流通。(7)经理国库。(8)会同有关部门制定支付结算规则,维护支付、清算系统的正常运行。(9)制定和组织实施金融业综合统计制度,负责数据汇总和宏观经济分析与预测。(10)组织协调国家反洗钱工作,指导、部署金融业反洗钱工作,承担反洗钱的资金监测职责。(11)管理信贷征信业,推动建立社会信用体系。(12)作为国家的中央银行,从事有关国际金融活动。(13)按照有关规定从事金融业务活动。(14)承办国务院交办的其他事项。1995年版的《中国人民银行法》还规定了“发布有关金融监督管理和业务的命令和规章”。

公司发行可转换公司债券实施办法》中第一章(总则)第二条的规定‘中国境内的上市公司(以下简称发行人)申请在境内发行以人民币认购的可转换公司债券,并在证券交易所上市交易,适用本办法。’因此,此次大唐电信(控股)有限公司发行可转换债券事宜不适用于《上市公司发行可转换公司债券实施办法》,同时也不适用于《上海证券交易所可转换债券上市交易规则》。”“根据公司和华平创业投资有限公司约定,双方就可转换债券事宜将签署《认购协议》。该认购协议和债券受香港法律管辖并按香港法律解释。根据香港法律,此次发行可转换债券事宜只需发行方和认购方双方同意签署协议即可实施,无须其他方审批通过。”^{①9}

尽管行政监管不构成对债权投资的风险,但是一旦双方投融资合作不顺利产生纠纷,诉诸法院的话,则当事人风险自负。具体说,进入司法诉讼程序之后,法律逻辑比较明确,《合同法》只规定了违反法律、行政法规的强制性规定才可能导致合同无效,而《贷款通则》只是规章,未上升为行政法规或法律。《合同法》第52条规定:“有下列情形之一的,合同无效:(一)一方以欺诈、胁迫的手段订立合同,损害国家利益;(二)恶意串通,损害国家、集体或者第三人利益;(三)以合法形式掩盖非法目的;(四)损害社会公共利益;(五)违反法律、行政法规的强制性规定。”最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(一)》第4条更进一步明确了:“合同法实施以后,人民法院确认合同无效,应当以全国人大及其常委会制定的法律和国务院制定的行政法规为依据,不得以地方性法规、行政规章为依据。”^{②0}

然而实际中,企业之间的借贷纠纷,如果起诉到法院,法院一般会认定为无效,只是在如何计算利息与是否处以惩罚方面的处理可能会有差异。^{②1}这体现了法院对行政部门的尊重。在2001年召开的民事审判工作会议上,最高人民法院就此问题做了具体说明。一是《合同法》通过后,《合同法》第52条有关无效的规定必须严格把握。二是在我国一些

^{①9} 《关于大唐电信科技股份有限公司与华平创业投资有限公司合作的补充公告》(编号:临2004-011)。

^{②0} 法释[1999]19号,1999年12月1日最高人民法院审判委员会第1090次会议通过。

^{②1} 戴新燕:“企业借贷禁止的司法适用现状分析”,载《金融法苑》2006年总第72辑。

部门规章还没有来得及变成国务院法规、法律之前,在外贸、海关、税收、金融领域里面的一些规定应当予以尊重。^②

因此,司法认定企业之间的借贷行为无效之后,法律后果为返还借款。返还的请求权基础是不当得利。在这一点上,法律后果基本上与合同有效的法律后果相同,只是后者的请求权基础是合同。

这里的法律风险主要是担保合同将会认定为无效。作为从协议的担保合同,效力跟随主合同。作为主合同的借贷关系无效,则附属合同也随之无效。那么,担保无效的法律后果是当事人之间依照彼此的过错程度分担责任。

(三) 借贷无效是否导致后续的转股行为无效

如上的分析是发生在借贷关系尚未转换为股权投资关系的阶段。接下来看转股以后纠纷进入法院,转股行为是否会因为之前的借贷行为无效导致之后的转股行为无效,从而股份取得违法?转股行为能否独立有效?

转股行为与借贷行为之间的关系不能适用民法中的无因性理论或商事合同的效力切断解释。无因性理论在民法与商法中均有体现。民法中的无因性理论一般是指物权行为的无因性,物权行为的效力不因之前的债权行为效力瑕疵而受到影响,而应该独立判断。商法为了保护商事交易对善意第三人的交易安全,更是应用无因性理论来处理很多纠纷。这在票据法中体现得尤为明显。

商法中适用无因性理论一般是因为保护善意的第三人,但是在债转股的交易中,借贷双方与转股双方往往是同一组当事人,不存在善意第三人,保护交易安全的理由丧失基础。

这并不意味着我们主张转股行为无效。恰恰相反,我们认为不应否认转股行为的效力。基于如下理由:

其一,风险资本家进入企业支付的金额,购买的既是利息,同时还有购股权。这也是企业家为获取资金支付的对价。否定企业借贷,只是否

^② 江平:“企业在合同订立和效力中应特别注意的几个问题”,载《无锡仲裁》2001年第3期;转引自戴新燕:“企业借贷禁止的司法适用现状分析”,载《金融法苑》2006年总第72辑,第7页。

定利息部分,但是风险资本家购买股权的交易不应否定。

其二,否定转股行为的效力,回溯成本较高。借贷关系中,资金即已注入公司,沉淀在公司账户;转股之际,一般是通过公司增资扩股(注意:不太可能是通过股权转让),资金仍然在公司。如果否定转股行为的效力,那公司须向股东退还入股资金,这等于是公司减资或股东被迫抽回出资。

(四) 民间借贷的利率管制

将债转股投融资条款引入中国的私募股权投资,还需要注意中国大陆的借贷利率管制。首先列举相关的条文依据:

《中国人民银行关于取缔地下钱庄及打击高利贷行为的通知》中规定:“民间个人借贷利率由借贷双方协商确定,但双方协商的利率不得超过中国人民银行公布的金融机构同期、同档次贷款利率(不含浮动)的4倍。超过上述标准的,应界定为高利借贷行为。”

发改委监管下的企业债券利率规定:《企业债券管理条例》第18条规定:“企业债券的利率不得高于银行相同期限居民储蓄定期存款利率的百分之四十。”但同时《实施办法》规定:“可转换债券的利率不得超过银行同期存款利率。”换句话说,可转换债券的票面利率不仅要低于同期同等级企业债券的票面利率,而且还应低于同期银行存款利率。

上市公司发行“可转换公司债券的利率由发行公司与主承销商协商确定,但必须符合国家的有关规定”。实践中,可转换债券的利率一般是2%~3%。^②

最高人民法院印发《关于人民法院审理借贷案件的若干意见》的通知(1991年8月13日法(民)[1991]21号):“……六、民间借贷的利率可以适当高于银行的利率,各地人民法院可根据本地区的实际情况具体掌握,但最高不得超过银行同类贷款利率的四倍(包含利率本数)。超出此限度的,超出部分的利息不予保护。”

风险资本家向一家创业企业投资的风险是很高的,因此,有的私募基金与企业约定借贷利率是票面利息的15%。15%利率虽然是在银行

^② 广东韶钢松山股份有限公司发行可转换公司债券募集说明书;柳州化工股份有限公司可转换公司债券募集说明书。

同类贷款利率的4倍(包含利率本数)之内,但明显高于目前境内企业发行债券的利率水平(2%~3%)。不管怎样,按照境内的利率管制,企业发行可转换债券,投资者须遵守境内政策,不能约定要过高的利率。

三、本土化问题之二:外汇管制问题

红筹模式下的引资有一个问题,境外发行可转换债券或签订合同募集而来的资金,如何汇入境内,或者说需要经过哪些行政手续?这涉及中国的资本管制,其体现为三个部分:直接投资管制、证券投资管制和外债管制。对于每一具体的资本项目管制,管制内容区分为两个部分:对跨境资本交易本身的审批与对与跨境资本交易相伴的外汇交易的数量限制。也就是“对交易本身的管制”与“对外汇的管制”。前者的审批由国家发展和改革委员会、中国人民银行、财政部、商务部、中国证监会与银监会等有关行政管理部门执行,而外汇交易的数量限制则由国家外汇管理局执行。^②

海外“壳公司”对海外私募基金发行可转换债券或签订合同引资,本身不是我国企业的对外负债。《外债管理暂行办法》规定:“本办法所称‘外债’,是指境内机构对非居民承担的以外币表示的债务。”(第2条)“本办法所称‘境内机构’,是指在中国境内依法设立的常设机构,包括但不限于政府机关、金融境内机构、企业、事业单位和社会团体。”(第3条)“本办法所称‘非居民’,是指中国境外的机构、自然人及其在中国境内依法设立的非常设机构。”(第4条)

第一,境外资金以债权投资的形式进入中国境内,构成外债,面临较严的管制。换言之,境外资金以股权投资或股权转让的方式进入内地,管制会相对较松。

国家对各类外债和或有外债实行全口径管理,也就是说举借外债、对外担保、外债资金的使用和偿还必须符合国家有关法律、法规和《外债

^② 高木信二、施建淮:“中国资本账户自由化的战略”,载林毅夫、姚洋主编:《中国奇迹》,北京大学出版社2006年版,第220~228页。

管理暂行办法》的规定。²⁵《外债管理暂行办法》规定：“按照债务类型划分，外债分为外国政府贷款、国际金融组织贷款和国际商业贷款。（一）外国政府贷款，是指中国政府向外国政府举借的官方信贷；（二）国际金融组织贷款，是指中国政府向世界银行、亚洲开发银行、联合国农业发展基金会和其他国际性、地区性金融机构举借的非商业性信贷；（三）国际商业贷款，是指境内机构向非居民举借的商业性信贷。包括：1. 向境外银行和其他金融机构借款；2. 向境外企业、其他机构和自然人借款；3. 境外发行中长期债券（含可转换债券）和短期债券（含商业票据、大额可转让存单等）；4. 买方信贷、延期付款和其他形式的贸易融资；5. 国际融资租赁；6. 非居民外币存款；7. 补偿贸易中用现汇偿还的债务；8. 其他种类国际商业贷款。”（第5条）

外商投资企业，且外国投资者出资比例高于25%，则可以在“投注差”的范围内，借用境外股东贷款和其他境外贷款。红筹模式下，境内运营实体已转换为外商投资企业。《外债管理暂行办法》规定：“外商投资企业举借的中长期外债累计发生额和短期外债余额之和应当控制在审批部门批准的项目总投资和注册资本之间的差额以内。在差额范围内，外商投资企业可自行举借外债。超出差额的，须经原审批部门重新核定项目总投资。”（第18条）

第二，如果大股东是自然人，则大股东自然人的对外担保不构成外债，否则，境内机构的对外担保构成外债。

实践中，境外私募股权基金会借道外资银行与股东贷款的形式向中国内地注入资金，以规避中国的外汇管制。²⁶比方说股东贷款的方式，“当A公司成功上市后，一旦锁定期结束，B公司就可以出售A公司股份获得回报，并以此偿还股东贷款。按照中国相关法律法规，外资企业的股东借款在借款和还款时是可以结汇和购汇的，这就完成了整个资金

²⁵ 李寿双：《中国式私募股权投资：基于中国法的本土化路径》，法律出版社2008年版，第84页。

²⁶ 张明：“境外私募股权基金是如何规避中国政府管制的”，载《世界经济》2008年第3期。

循环”。^{②7}

这两种模式对国际私募股权基金而言,都有不足之处。借道外资银行,类似于地下钱庄;而通过股东贷款的方式进入,一是投资完成后都只能汇出投资本金,投资收益难以全部回收汇出;二是交易存在规避中国的外汇管制,存在被查处的风险。^{②8}

四、本土化问题之三:债权转股权

(一)《公司法》让债权出资合法化:债转股的实务操作

2005年《公司法》修改公司出资制度,大大拓宽了出资财产的形式,债权出资在观念、法律与操作上已经合法。1993年版的《公司法》用列举的方式规定了股东出资的财产:“股东可以用货币出资,也可以用实物、工业产权、非专利技术、土地使用权作价出资。……”(第24条)狭窄的出资列举难以吻合丰富的现实,饱受学界批评。^{②9} 债权出资难以合法化。2005年《公司法》规定:“股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资。但是,法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。对作为出资的非货币财产应当评估作价,核实财产,不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的,从其规定。全体股东的货币出资金额不得低于有限责任公司注册资本的百分之三十。”(第27条)可见,只要是可以用货币估价并可以依法转让的财产,均属于合法出资。此外,《公司登记管理条例》规定:“股东不得以劳务、信用、自然人姓名、商誉、特许经营权或者设定担保的财产等作价出资。”(第14条第2款)从这些规定可见,债权出资不存在法律障碍了。

(二)持股比例的约定与公司资本维持原则

投资者往往会直接要求在未来将上市的公司所占的股份比例。双

^{②7} 张明:“境外私募股权基金是如何规避中国政府管制的”,载《世界经济》2008年第3期。

^{②8} 刘柳、罗拉:“关注:股东贷款猛增现象”,载《中国外汇管理》2004年第8期。

^{②9} 蒋大兴:《公司法的展开与批判》,法律出版社2001年版。

方约定的股份比例,可能与投资者的实际出资额不相匹配,也就是投资者当初的一元钱投入,换得了公司的一元钱以上的名义注册资本。这个约定是否违背资本维持原则?

资本维持原则一般也称资本充实原则,指“公司在其存续过程中,应经常保持与其资本相当的财产”,^⑩“以达到保护债权人的利益和社会交易的安全。这一原则要求实缴资本与注册资本的一致”。^⑪ 资本维持原则体现在:股东退股禁止;不得折价发行股票;限定非货币出资的条件;发起人和股东对出资承担连带认缴责任;按规定提取和使用公积金;没有盈利,不得分配;限制公司收购本公司的股份;不得接受以本公司股份提供的担保;^⑫公司的股票和债券之间的转换受到严格的限制等。^⑬

比如在英格兰,如果打折发行的1镑债券,能够迅速转换成1镑的股份,那是违法的,因为这构成了股份的折价发行(Shares would be issued at a discount)。^⑭

股份公司不得折价发行股票,这已经明确规定在《公司法》中。《公司法》规定:“股份有限公司的资本划分为股份,每一股的金额相等。公司的股份采取股票的形式。股票是公司签发的证明股东所持股份的凭证。”(第126条)“股票发行价格可以按票面金额,也可以超过票面金额,但不得低于票面金额。”(第128条)这也就是说,一元钱的股票,股东必须至少支付一元钱购买。^⑮

资本维持原则也体现在有限公司中。《公司法》又规定:“对作为出资的非货币财产应当评估作价,核实财产,不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的,从其规定。”(第27条第2款)《公司法》还规定:“股东按照实缴的出资比例分取红利;公司新增资本时,股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是,全体股东约定不按照

⑩ 赵旭东主编:《公司法》,高等教育出版社2006年第2版,第226页。

⑪ 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2010年版,第320页。

⑫ 赵旭东主编:《公司法》,高等教育出版社2006年第2版,第226页。

⑬ 邓峰:《普通公司法》,中国人民大学出版社2010年版,第320页。

⑭ Philip R. Wood, *International Loans, Bonds, Guarantees, Legal Opinions*, 2nd edition, Sweet&Maxwell, 1995, p. 249.

⑮ 关于禁止股份公司折价发行股票的理论分析,请参见蒋大兴:《公司法的观念与解释 I:法律哲学 & 碎片思想》,法律出版社2009年版,第五章“资本市场的自治与宽容”。

出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外。”(第35条)

资本维持原则还体现在有限公司变更为股份公司的改制过程。“有限责任公司整体变更为股份有限公司时,折合的实收股本总额不得高于公司净资产额。因此,变更时须聘请有证券从业资格的会计事务所进行审计、评估。”(《公司法》第96条)

综上,从法律上看,资本充实原则要求投资者占的股份比例需要与投资者的实际投入金额相匹配。

值得一提的是,《公司法》对股东投入的资产范围是比较保守的。风险资本家带给公司的不仅是金钱,更重要的还有管理、增值服务。这些增值服务价值无穷,往往帮助企业克服发展的瓶颈。^{③⑥}可是,在目前的出资制度下,私募投资者带来的增值服务还难以折算成投资者对公司的出资。

(三) 转股权与老股东的优先购买权之间的权利冲突问题

优先购买权,一般是指有限责任公司股东在同等条件下对其他股东同意转让的股权有优先于非股东购买的权利。^{③⑦}在闭锁型公司,为了维持公司的“人合性”,各地公司法往往规定闭锁型公司老股东对公司新发股份及股权转让的优先购买权。

私募投资者在进入企业时,风险融资中的投资者总是希望了解是否老股东、或其他第三方有优先权利购买融资中出售的股份。于是需要委托律师仔细审查是否存在优先购买权,并取得企业老股东放弃优先购买权的声明。优先购买权可能来自于三个方面:^{③⑧}法律规定;章程约定;合同。违反前二者可能导致股权转让的无效。违反合同约定的优先购买权,会导致承担违约责任与损害赔偿。^{③⑨}

^{③⑥} 例如,作为一家国内创投企业,深创投整合旗下项目,帮助企业解决发展瓶颈。

^{③⑦} 郭卫华主编:《股权纠纷新型典型案例与专题指导》,中国法制出版社2010年版,第92页。

^{③⑧} The Opinions Committee, Business Law Section of the State Bar of California, Report on Selected Legal Opinion Issues in Venture Capital Financing Transactions, *the Business Lawyer*, Vol. 65, November 2009, p. 174.

^{③⑨} The Opinions Committee, Business Law Section of the State Bar of California, Report on Selected Legal Opinion Issues in Venture Capital Financing Transactions, *the Business Lawyer*, Vol. 65, November 2009, p. 174.

当然,严格适用优先购买权,并不总是符合股东的最佳利益。因此,美国的普通法与许多州的法律规定,为满足转股或期权而发行的股份,排除优先认购权的适用。其余排除优先认购权适用的情形还有:原来获得授权但没有发行的股票;库存股;以财产或服务而不是以现金为对价而发行的股票或与兼并有关的股票发行;根据重组计划或在法院的监督下进行资本结构重组而发行的股票。^④

我国《公司法》也规定了优先购买权,但没有类似美国某些州法中的排除性规定:“有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权,应当经其他股东过半数同意。股东应就其股权转让事项书面通知其他股东征求同意,其他股东自接到书面通知之日起满三十日未答复的,视为同意转让。其他股东半数以上不同意转让的,不同意的股东应当购买该转让的股权;不购买的,视为同意转让。经股东同意转让的股权,在同等条件下,其他股东有优先购买权。两个以上股东主张行使优先购买权的,协商确定各自的购买比例;协商不成的,按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。公司章程对股权转让另有规定的,从其规定。”(第72条第2、3款)“依照本法第七十二条、第七十三条转让股权后,公司应当注销原股东的出资证明书,向新股东签发出出资证明书,并相应修改公司章程和股东名册中有关股东及其出资额的记载。对公司章程的该项修改不需再由股东会表决。”(第74条)

下面将讨论一个新问题,优先股股东能否主张优先购买权?也就是优先股股东能否在合理期间内以同等条件优先购买老股东对外转让的股权?与之相关的另一个问题是,如果是优先股股东对外转让优先股,其他优先股股东或普通股股东是否享有优先购买权?这并不是虚构案例,因为一家企业在引资过程中常常是分阶段引资(staging finance),在不同的发展阶段引入多家风险投资人,而不同风险投资家进入企业选择的金融工具可能是多种的,比方说,序列A投资人可能购买的不是企业的普通股,而是可转换优先股或可转换债券,尽管最终目标是希望置换成公司的普通股,通过公开市场出售股票获利退出。

^④ 汉密尔顿:《美国公司法》,法律出版社2008年版,第150页。

从概念上说,优先股的股东在股利分配或剩余财产清算分配时,优先于普通股股东进行分配。这里的优先性是指“在普通股股份分取任何东西之前必须向优先股股东支付特定数额”^④优先股股东也是公司股东之一,而股东享有优先购买权,因此,优先股股东也应享有优先购买权。

我们认为要区分两类不同的优先股。根据是否有权转换公司的普通股,优先股分为可转换优先股与不可转换优先股。不可转换优先股一般对公司的管理没有多大的兴趣,注重的是投资收益,并不重视公司的闭锁性;注重的是财产性权利,而非管理性权利。

而可转换优先股股东,在进入公司时,对未来的合作伙伴们有一定的期许与预期,一旦转股,将合作共事以共同管理公司,因此,应承认可转换优先股股东的优先购买权,而不可转换优先股股东不必享有优先购买权。

(四) 债转股是否构成公司对股东债权人的个别清偿

风险资本家有时会选择兼以债权(或可转换债券)与股权的双重形式同时投资公司。因此此时,风险资本家的身份是双重的:公司的债权人与股东。

实践中,风险资本家将总投资拆分为两个部分,典型的条款约定模拟如下:

投资者向公司提供为期[]个月的、总额[]美元(USA Dollars),票面利息为年息[]的可转换债券融资;同时,提供[]美元的投资。发债和投资的步骤如下:

a. 第一部分的投资为[]美元的可转换股权之债权,投资者承诺于[]年[]月[]日汇入公司制定账户。

b. 第二部分为美元[]为直接投资,在满足合同约定的投资条件之前提下,于[]年[]月[]日汇入公司制定账户,并以相应对价获取公司普通股股权。

债权转股权,上文将之理解为债权出资。下面将换一个视角:债权转股权也可以说成是公司以股权偿债。这是债权人对偿债方式的选择:债权人不选择转股,则相当于选择了让公司支付现金与利息;如果债权人选择转股,则无异于是让公司以股权抵债。于是,这里有一个问题需

^④ 施天涛:《公司法论》,法律出版社2006年第2版,第184页。

要分析:当债权人是股东时,公司对股东的以股偿债是否构成提前清偿,从而触发破产法上的责任?对风险资本家的投资而言,投资行为至少不要触发破产法上的责任。

这里讲的《破产法》上的责任,主要是指破产撤销权。它是指“债务人财产的管理人对债务人在破产申请受理前的法定期间内进行的欺诈债权人或损害对全体债权人公平清偿的行为,有申请法院予以撤销的权利”。^{④②}此外,还有行为无效制度。^{④③}

中国《企业破产法》也有相应规定,^{④④}有学者将这些行为分为三类:^{④⑤}(1)欺诈行为,包括“无偿转让财产行为”、“放弃债权”、“以明显不合理的价格进行交易的行为”;(2)偏袒性清偿行为,包括“对未到期的债务提前清偿”、“对没有财产担保的债务提供财产担保”、“危机期间的个别清偿行为”;(3)无效行为,包括转移财产与虚假债务。

法律密集地规定了公司偿债的诸多行为规范,也为创业企业以股权向股东偿债设定了行为边界。对风险投资可能有影响的是“以明显不合理的价格进行交易的行为”、“危机期间的个别清偿行为”这两项。

下文分析它们对风险投资中的债转股交易可能带来的影响。我们的结论是它们对风险资本家与公司的债权转股权交易没什么影响。

第一,“以明显不合理的价格进行交易的行为”规制的是交易行为的价格。这是为了保证交易不对债务人的财产或清偿能力造成损害。这就要求公司向风险资本家支付的股权作价不能是“明显不合理”的。这其实与资本维持原则的要求一致。

第二,“危机期间的个别清偿行为”规制的是偿债行为的时间。危机期间指的是企业“不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力”时,企业在此状态下对任何无担保债权人的个别清偿,都很可能被认定为可撤销的行为。

然而,“危机期间的个别清偿行为”不包括对有担保债权人的清偿。因为“有财产担保的债权人即使在破产程序中仍享有优先受偿权,可以

④② 王欣新:《破产法》,中国人民大学出版社2007年第2版,第158页。

④③ 王欣新:《破产法》,中国人民大学出版社2007年第2版,第160页。

④④ 我国《企业破产法》第31~34条。

④⑤ 王欣新:《破产法》,中国人民大学出版社2007年第2版,第185~194页。

个别受偿”。^④而风险融资中的债权转股权协议的担保协议,有的是大股东担保,有的是公司担保。如果是后者的话,则允许“危机期间的个别清偿行为”。因此如果是从促进风险融资发展的角度,我们的建议是设定公司对债转股的担保。

五、本土化问题之四:股权出质能否打破民法的禁止流质规定

在大唐股份与华平集团的引资纠纷中,股权质押的实现有利于华平集团迅速控制海外上市控股公司。这是因为在香港法律下,股权质押的实现运行流质,也就是质权人直接过户。

然而,中国物权法尚不允许预先约定直接流质。质权有三种实现方式——折价、变卖、拍卖,还不允许预先约定所有权直接过户。《物权法》第211条规定:“质权人在债务履行期届满前,不得与出质人约定债务人不履行到期债务时质押财产归债权人所有。”这项规定通称为“禁止流质契约”。

值得指出的是,禁止的是事前约定流质,也就是在债务履行期届满之前,不得约定流质条款。但是,法律并不禁止在债务履行期届满或约定情形发生后,双方协议达成流质条款。《物权法》第219条第2、3款规定:“债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的实现质权的情形,质权人可以就质押财产折价,也可以就拍卖、变卖质押财产所得的价款优先受偿。质押财产折价或者变卖的,应当参照市场价格。”^⑤这里的“质权人可以就质押财产折价”,其实就是“流质”。

民法中的禁止流质的理由,学界通说为四条:(1)保护债务人利益说;^⑥(2)交易公平说;(3)交换价值说;(4)优先受偿说。^⑦这些理由可

^④ 王欣新:《破产法》,中国人民大学出版社2007年第2版,第193页。

^⑤ 这些规定是在物权法的“动产质权”,对权利质权(含股权出质)也适用(《物权法》第229条)。

^⑥ 谢在全:《民法物权论》,中国政法大学出版社1999年版,第675页。

^⑦ 王明锁:“禁止流质约款之合理性反思”,载《法律科学》2006年第1期。

以归纳为保护弱势地位的债务人、保护债务人的其他债权人、担保物权是取得物的交换价值而非使用价值。

如上禁止理由没能解释为什么允许事后的流质,而不允许事前的流质。事前与事后有什么本质区别呢?这些理由中没有涉及。此外,流质并不一定损害其他债权人的利益,只要债权人返还高于价款的部分。

我们再来看其他几个禁止流质的理由。

其一,风险融资中的风险资本家与企业家谁是弱势地位需要法律特别保护?一般来说,风险资本家处于强势地位,但从另一个角度来说,风险资本家投资面临着信息不对称与道德风险,也需要保护。而且,风险资本家遇上“马云”式的企业家,我们也很难判断企业家是弱势地位。此外,在中国的背景中,如果企业家有好的项目,那资金是过剩的。^④种种情形,让人难以断定谁是弱势,谁需要法律特别保护。

据国内的资料,日本商法对弱势理论已有修正。《日本商法》上允许债权到期后,质权人可依与出质人达成的协议取得设质的股份或折价受偿,并退回超过债权的部分。^⑤其理论是,“依商行为产生的债权,无论系债权人或债务人的行为产生,此类债权的担保没有必要适用民法旨在保护弱者的流质禁止的规定。因此质权人可于债权到期而未获清偿时,依契约规定直接取得设质之股份”。^⑥

其二,股权的价值是公司的资产减去负债而得出的净资产,是固定的,但是股权的交换价值受限于交易市场,不易呈现。对于闭锁型公司,没有一个公开的市场来交易闭锁型公司的股份,其股份的交换价值也锐减。在这种特殊价值评估中,投资者之所以愿意接受闭锁型公司股票设质,看重的是股份对公司的表决权、盈余分配权等。而这些权利的行使前提是需要取得公司的股份。

其三,对于风险资本家而言,有控制权争夺意义的还是事前约定流质条款。如果等到债务履行期届满或发生实现质权的约定条件,风险资

④ 陈慧颖、于宁、王紫雾、曹祯:“全民PE热”,载《新世纪周刊》2010年第19期。

⑤ 林建伟:《股权质押制度研究》,法律出版社2005年版,第224页。

⑥ 钟青:“股权质押研究”,载梁慧星主编:《民商法论丛》,金桥文化出版(香港)有限公司2001年版,2001年第3号总第20卷;转引自林建伟:《股权质押制度研究》,法律出版社2005年版,第224页。

本家再与企业家重新谈判流质条款,彼时企业家往往不会就公司控制权让步,而是诉诸烦琐、延时的各种法律程序。

综上分析,股权质押不应准用动产质权的禁止事前流质。