

科技金融

S&T Finance

董志



中国科学院大学创新创业学院

dongzhi@ucas.ac.cn

A thin, light gray wavy line that spans the width of the slide, passing behind the central circle.

08

公司权益安排法律实务

○ 公司权益安排关乎企业成败

□ 产权问题引发内乱

四通集团的产权困扰；

产权问题成为科技成果转化的路障；

□ 不当股权架构带来的创业败局

小马奔腾因代持股权引发矛盾升级，业务停滞；

□ 公司治理混乱、内控失效，公司发生重大损失





公司股权安排

什么是股权？

- ★ 股权归属对象为股东
- ★ 基于股东资格而享有
- ★ 是一种身份权和财产权益的综合性权利
- ★ 股东作为投资者，按投入公司的资本额享有股权
- ★ 股权比例是计算分红比例的依据，也直接影响股东对公司的话语权和
控制力



公司股权安排

股权架构设计的预期管理

- ★ 虚拟股权；
- ★ 限制性股权；
- ★ 期权成熟机制；
- ★ 股东退出回购机制；
- ★ 股权对赌条件；



公司股权安排

股权架构设计的三大步骤

- ★ 区分投资人和创始团队份额；
- ★ 对合伙人团队和员工等参与主体的贡献要素进行评估；
- ★ 查缺补漏，看股权架构设计是否有不合理之处，进行调整；

准备放弃部分业务

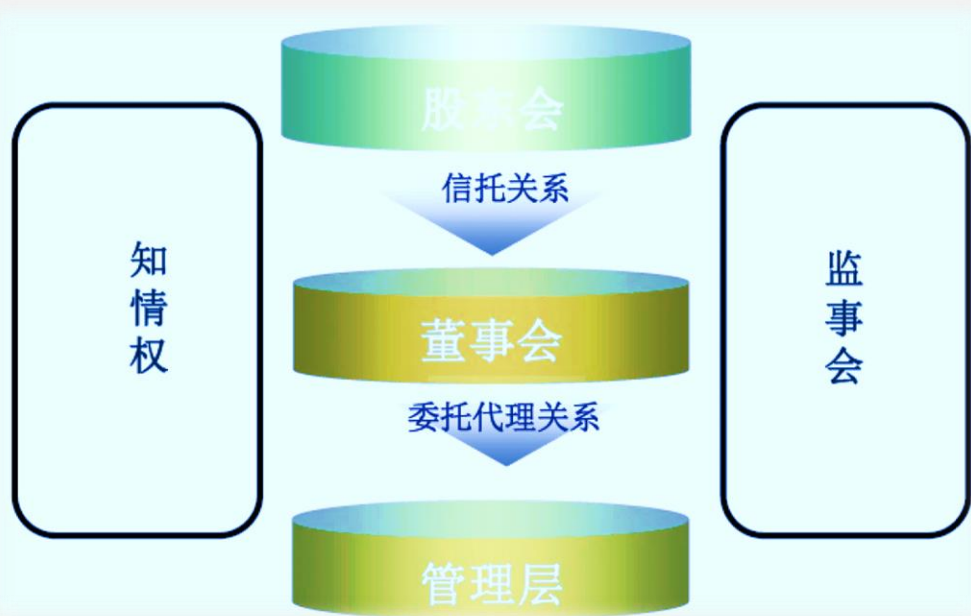
- ★ 维护创始人控制权；
- ★ 凝聚合伙人团队；
- ★ 让员工分享公司财富效应；
- ★ 考虑未来融资及上市需要
- ★ 股权结构明晰、稳定，不存在股东僵局或股权争议风险



公司治理权安排

公司治理权安排

★ 治权安排是指合理配置所有者与经营者之间的权利与责任关系，保证股东利益最大化，防止所有者与经营者利益的背离。





公司治理权安排

公司治理的核心是控制权

- ★ 控制权，一般是相对于所有权而言的，是指对某项资源的支配权，并不一定对资产有所有权。
- ★ 控制权由两个层面构成：表决权和实际控制权。
- ★ 在股权分散的情况下,全体股东所有权与管理层实际控制权分离，其所反映的是全体股东与管理层之间的利益冲突。
- ★ 在股权集中的情况下,多数股权所有者或少数股权控制者的表决权大于所有权，其所有权与实际控制权结合。



公司治理权安排

股权控制

- ★ 股东大会的权力是终极的和绝对的：作为公司的最高权力机构。
- ★ 掌握绝对控股权是王道。股东大会的控制权来自于最大的股东或控制最大股东的实际控制人，要控制公司，就得最终控制股东会，为此，就要有形成这种地位的绝对出资。
- ★ 通过增资扩股、资产重组保持控股权。

持股平台控制

- ★ 有限合伙企业为常见的持股平台。
- ★ 金字塔持股结构。



公司治理权安排

董事会控制

- ★ 董事会享有公司的经营决策权和管理权；
- ★ 董事会依法由股东会选举产生，对外代表公司并行使经营决策权，董事会是公司的常设执行机关；
- ★ 董事提名权控制；

结盟控制

- ★ “一致行动人”通过协议约定，某些股东就特定事项采取一致行动。意见不一致时，某些股东跟随一致行动人投票。一致行动协议可以加大创始股东的投票权权重。



公司治理安排

一致行动人

- ★ 马云仅持阿里巴巴7.8%的股权，软银持有阿里巴巴30%，软银将其投票权委托给马云和蔡崇信行使，达成一致行动实现马云团队控制权；
- ★ 马化腾持有腾讯股权仅为10%，南非MIH公司持有腾讯34%的股份，MIH公司基于信任将投票权让渡给管理团队，达成一致行动实现马化腾的控制权。



公司治理安排

表决权控制

- ★ 即“投票权委托”，也被称为表决权代理，是指公司部分股东通过协议约定，将其投票权委托给其他特定股东行使；
- ★ 京东在上市前，京东有11家投资人将其投票权委托给刘强东行使。

AB股控制

- ★ AB股计划，即公司股票分为A序列普通股与B序列普通股。A序列通常由机构投资者人与公众股东持有，B序列通常由创业团队持有。A、B序列设定不同的投票权。
- ★ Facebook、Google与百度都将其A序列普通股每股设定为1个投票权，B序列普通股每股设定为10个投票权。



公司治理权安排

优先股控制

- ★ 优先股是相对于普通股而言，优先股拥有稳定的股息分红并在剩余财产分配方面享有优先权，但其股东没有选举及被选举权，不能参与公司经营。优先股股东不能退股，只能通过优先股的赎回条款被公司赎回，但是能稳定分红。

否决权控制

- ★ 创始人否决权是一种消极防御性的策略，当创始人的股权低于50%，且公司的股东层面做出决定时会给创始人一些否决权。
- ★ 对于一些重大事项创始人可以要求没有其同意表决不允许通过。



公司治理权安排

核心位置控制

★ 关系公司控制权的核心职位

- 董事长-----召集股东会、董事会；
- 法定代表人-----对外签约权；
- 总经理-----日常管理权；
- 财务总监-----财务管理权；
- 监事会主席-----监督权。



公司治理权安排

管理层控制

- 管理层的任命权及薪酬决定权
- 管理层的股权激励
- 管理层收购（MBO）

知识产权控制

- 知识产权的确权、定价、使用方式和收益方式等是公司控制权争夺的重环节。无形资产不仅包括专利、商标，更多体现为包括技术、管理等稀缺性资源在内的综合商誉。
- 某企业核心技术由关联方许可使用，且存在商业附加条件（即满足某条件时方能使用，否则关联方有收回权利）。此种情况就表现出对核心技术缺乏控制权。



公司治理权安排

财务控制

- ★ 财务控制权是指在公司中以直接或间接拥有公司一定具有表决权的股份为基础，拥有公司所有重大财务事项的决策和监督权力。
- ★ 财务控制权是对公司的财务方针与利益的决定权，是公司控制权的灵魂。

隐名控制

- ★ 公司核心创始人可以通过以代持隐名股东的方式间接控制公司的股权。
- ★ 可以将其他股东的股权集中到创始人身上，增强其控制权；使公司的股东更加清晰简洁，方便工商信息登记。



公司治理权安排

监督控制

- ★ 监事会是公司控制权的监督机构,由股东大会产生,对股东大会负责,依法对享有控制权的董事会和 经理人员的行为进行监督;监事会在自己权利范围内享有独立性。

回购权控制

- ★ 早期投资人进来的时候,跟投资人谈好,在什么情况下创始股东以什么样的价格(往往高于投资成本)从投资人的手上回购一定的股权。这在一定程度上,也可以弥补创始人因为在融资时释放出过多的股权而失去的部分控制权。



公司治理权安排

公司治理权安排的原则

- ★ 掌握公司控制权不需要把所有股权控在手里。
- ★ 灵活运用多种控制权手段，层层控制、点点控制、结合布局、长远规划。
- ★ 权责清晰，避免留下争议隐患。

○ 股权融资中的权益安排

私募股权融资典型流程





股权融资中的权益安排

融资中的权益安排

- ★ 股权融资是创业公司股权与治权的一次重新洗牌
- ★ 股权融资条款是融投双方股权与治权博弈的产物，尤其需要关注优先权条款对创始股东的影响

投资条款书

投资条款清单中除约定投资者对被投资企业的**估值和计划投资金额**外，还包括被投资企业应负的主要义务和投资者要求得到的主要权利，以及投资交易达成的前提条件等内容。投资者与被投资企业之间未来签订的正式投资协议中将包含合同条款清单中的主要条款。



股权融资中的权益安排

风险投资 / 成长资本

- 通常会有多轮投资，每轮投资都有一个主导投资者；
- 后续轮次的投资者可能会包括原来的股东；
- 各方（股东/公司）以投资条款书（Term Sheet）为基础进行谈判。
- 私募股权小型投资的投资条款书较为简单，但大型交易较复杂。

Term Sheet

- 概要陈述项目投资的财务条款及其它相关条款；
- 通常会设定交易完成的前提条件；
- 会涉及到保密、排他及费用相关条款，不一定具有法律约束力；
- 正式文件：认购/投资协议，公司章程，投资者/股东权利协议。



股权融资中的权益安排

红利优先权

- 风险投资对象通常是创业企业，通常将利润全部进行再投资，因此很少会有现金红利支付；
- 某些情况下，可能会设定累积（Cumulative）红利条款，优先股股东将获得累积红利，但在退出时支付；
- 在优先股转换成普通股时，累积红利通常会转换成股本；
- 优先股股东通常也会有权按比例获得普通股红利的一部分；
- 某些基金会设定累进红利机制，在公司未能支付红利时，累积红利数额将以更快的速度增加。



股权融资中的权益安排

创始人股份

- 创始人通常以非常低的价格获得较多股份（干股）；
- 基金可能会要求这些股份分期或根据业绩表现兑现；
- 在创始人或高层离开公司时，他们所持股份可能依据公司当时状况不同采取不同处理方式（自由转让/强制购回）；
- 创始人或高层所持股份也会设定一定的锁定期。



股权融资中的权益安排

共同出售条款

- **共同出售：**指被投资企业上市之前,若原股东向第三方转让股份,投资人根据原股东与第三方达成的价格与条件,按照原股东和投资人在目标企业中目前的股份比例向第三方转让股份;
- **在公司前期融资阶段,共同出售条款的触发需要多数股东同意;**
- **基金通常要求某些情况豁免共同出售条款,如收购的支付手段,或要求对收购者进行一定约束。**



股权融资中的权益安排

股份赎回

- 基金可能要求公司在特定情况下赎回股份，如投资5年后无IPO；
- 赎回权使得基金可以收回部分投资，同时鼓励公司实现退出；
- 如公司未能履行义务，则这些股东可以获得额外权利；
- 在法律不允许赎回时，可以设定针对创始人的认沽期权来实现。

清算优先权

- 优先股股东通常要求在清算时获得一定金额的优先偿付；
- 清算事件：激活清算优先权的条件包括出售控股股权，出售公司主要资产、公司合并被收购，导致公司现有股东占已发行股份不高于50%；
- 清算优先权可以以完全/简单参与形式出现。



股权融资中的权益安排

摊薄条款

- ❑ 在后续融资价格低于之前价格（down round）时，基金会要求以零价格或名义价格获得相应新股，使投资成本与后续融资相等。
- ❑ 新股数量一般是按照特定公式计算，在Full Ratchet条款下，基金将可以在后续融资中至少维持原始投资的价值或股份比例。
- ❑ 基金也可以通过调整优先股的转换比例，送红股或认购期权来实现反摊薄的目的。



股权融资中的权益安排

优先购买权

- ❑ 基金通常要求拥有后续发行股份的优先购买权（类似配股权）。
- ❑ 某些新股发行（如摊薄条款/员工期权）不会触发优先购买权。
- ❑ 基金也会要求拥有其它投资者股份出售时的优先购买权（ROFR）。
- ❑ 优先购买权的存在可能会降低公司股份的流动性，增加出售需要的时间。

○ 股权融资中的权益安排

锁定创始人

原则

- 利益锁定
- 精力锁定

股权锁定

- Share vesting（股权的固化）
- 禁止创始人转让（防止间接转让）
- 限制创始人转让（优先受让权）

精力锁定

- 竞业禁止
- “心无旁骛”条款



股权融资中的权益安排

公司治理

信息权

股东会和董事会的表决权

Protective provisions (一票否决权)

员工的激励机制



股权融资中的权益安排

商业秘密的陷阱

❖ 商业秘密关乎企业的竞争力

商业秘密，是指不为公众知悉，能为权利人带来经济利益，具有实用性并经权利人采取保密措施的技术信息和经营信息。如管理方法、产销策略、客户名单、货源情报等经营信息；生产配方、工艺流程、技术诀窍、设计图纸等技术信息。

❖ 融资中可能会泄露商业秘密

在融资中可能会接受大量投资商，递交商业计划书，最后要接受尽职调查。创业者为了获得融资，需要不厌其烦地提交商业计划书、披露财务报表、介绍商业模式、竞争策略、核心成员等。



股权融资中的权益安排

防止商业秘密泄露或被窃取的措施

- 初步接洽时只提供商业计划书的摘要；
- 递交正式商业计划书，不要披露特别机密的信息、数据及技术细节。必要时可注明“若需要有关的详细资料，请向某某处索取”的字样，要稍后的尽职调查中再予以披露；
- 必要时，对投资商做审慎调查；
- 征求律师、会计师等专业人士意见；
- 签署保密协议，约定保密的范围、期限、违约责任。



股权融资中的权益安排

业绩对赌陷阱

❖ 估值与业绩指标

- 一般用融资前估值（pre-money valuation）与完全摊薄股份数来确定认购价格；
- 投资者可能会采取分期投资，公司达到业绩指标（Milestone）时，后续投资会根据认购协议跟进；
- 认购协议有时也设立棘轮条款（Ratchet），约定达到业绩指标时 特定投资者或创始人的股份奖励或收益水平（退出时）。



股权融资中的权益安排

❖ 股权代表着股东所持有的公司的权益，在股权投资交易过程中有如下特点：

□ 股权定价的特点：

- 股权不是直接可以用价格衡量的固定资产，而是依靠公司历年的经济数字（如利润增长率、营业收入的增长率）模拟计算出未来公司在一定期间的价值作为股权定价的参考。
- 股权投资者更加关注公司整体的运行良好，不仅公司的资产情况良好，而且公司的管理团队（尤其是核心人员）稳定，以保持公司未来的正常运营。
- 基于此，管理层的激励机制（“金手铐”）一般会成为股权投资中稳定管理团队的主要办法。



股权融资中的权益安排

❖ 业绩对赌是备受争议的一个措施，其核心是：

- 当公司发展业绩达不到约定时，投资者有权将下调认股价，同时，公司原股东的股比将会被压缩。
- 当公司的业绩超过了约定时，则投资者将被上调认股价，公司原股东的股比将会膨胀。

❖ 对赌失败案

❖ 对赌协议是一项高风险融资方式

- 一旦市场环境发生变化，原先约定的业绩目标不能达到，企业不得不通过廉价割让大额股权等方式补偿投资者，损失巨大。

❖ 谨慎设计对赌协议条款

- 对赌条件设定（净利润、利润区间或者复合增长率）和对赌的赌注（股权、期权认购权、投资额



股权融资中的权益安排

融资中拖带权“陷阱”

❖ 拖带权(drag along right)

- 强制随售权或领售权，就是PE在投资后要出售股权时，要求其他股东随同自己将公司股权一起出售的权利，并且其他股东以同样的价格、条款和条件出售。
- 2006年5月，FilmLoop从ComVenture融资7M。
- 2006年11月，ComVenture迫于自己合伙人要求的赢利压力，要求FilmLoop公司年底前把自己卖掉。但FilmLoop创始人不愿意卖。基于投资协议中的“drag along right”条款，ComVenture让其投资的另一家公司Fabrik作为收购者并购了FilmLoop公司。基于公司清算的条款，FilmLoop的创办人和员工全部空手离开了公司。



股权融资中的权益安排

防止因拖带权被廉价收购的措施

- 不到万不得已不要接受该条款；
- 设定触发投资人行使该权利的股权比例，如只有投资人占融资人公司的股权达到某一比例及同意出售股权的股东所占比例达到约定数额后，投资人才享有这一权利。同时约定投资人行使这一权利须得到董事会的同意；
- 约定投资达到一定年限才可以行使该权利；
- 设定行使拖带权股权出售的最低价格；
- 约定投资人享有拖带权则不能同时享有优先清算权；
- 限制购买主体。



股权融资中的权益安排

股权融资谈判中的常见分歧

- 入股条件及实现路径；
- 董事会、监事会席位；
- PE投资机构在董事会及股东会中的特殊权利；
- 对赌；
- 反稀释条款；
- 股份共同出售权；
- 股份回购；
- 增值服务；
- 投资同行业其他公司的问题；
- 历史遗留问题的解决。



股权融资中的权益安排

股权融资后与投资人常见矛盾冲突

□ 投资人行使否决权

- 投资人溢价进入，为保障自身权益，一般会要求就公司股东会 and / 或董事会的重大事项有否决权，实现对公司的部分控制
- 公司权力机构可能陷入僵局，导致公司运营陷入停滞

□ 投资人可能要求参与公司运营和管理的权利

- 财务负责人或其他职位
- 重大事项的共同签字权

□ 运营和发展方向可能发生分歧

- 资本事项（投融资、财务预算等）
- 非资本事项（高管人选、财务制度等）

□ 公司未达成运营目标，可能会触发投资条款

- 对赌回购条款
- 优先清算权条款

○ 股权融资中的权益安排

公司权益安排中的博弈

◆ 公司权益安排
博弈的核心是掌
握公司控制权

1

◆ 公司权益安排
博弈的优势取决于
你的本钱、策略和
方案

2

◆ 公司权益安排博
弈达成的关键在于
达到各方利益的均
衡点

3

A blue circle with a white border and four white dots at the top, bottom, left, and right positions. The text "THANK YOU" is centered at the top, and "国科大创新创业学院" is centered at the bottom. A small white triangle points upwards from the bottom text.

THANK YOU

国科大创新创业学
院