

风险投资有限合伙与合同自由原则研究

孙志超

(东莞理工学院 政法系,广东 东莞 523808)

[摘要] 风险投资有限合伙合同几乎很少涉及对风险投资家(即:普通合伙人)的行为限制。而对此外部投资人通常倾向于采纳这种灵活而松散的安排。虽然表面上看起来作为有限合伙人的外部投资者处于一个容易受到伤害的地位,但是风险资本在运作过程中的循环性使得名誉约束代替了合同义务以及法律默示规定的地位。风险投资家和外部投资者可以灵活地安排协议内容的事实使得风险投资有限合伙成为了合同自由主义的鲜活的体现。

[关键词] 风险投资;声誉;合同自由

[中图分类号] D923.6 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-9477(2008)01-0054-03

一、风险投资的特质需要合同自由主义的贯彻

风险投资是高新技术产业化的“孵化器”^{[1](P5-12)},因此企业家们希望吸引到风险投资基金的介入。年轻的企业通常需要获得一笔可观的资金用于团队完善、技术研发、市场营销等等,但保守的银行等传统的融资机构一般以贷款的形式提供资金,同时会要求企业提供担保以确保资金的安全性。而风险投资机构通常以股权方式进行投资,并且指导、建议甚至监督目标公司的运作,直接享受目标公司的成长而带来的收益。

20世纪60年代,风险投资机构首次以有限合伙的形式出现。此后至今,美国绝大多数的风险投资基金都是以有限合伙的形式存在的^{[2](P37)},在风险投资有限合伙中,外部投资人以有限合伙人的角色提供99%的资金;而风险投资家通常担任普通合伙人,仅提供1%的资金,并负责日常的资金管理和运行。由于大量资金控制在风险投资家手中,此外投资又有极大的不确定性,人们通常会以为作为有限合伙人的外部投资人在法律上会拥有很多的保护以确保风险投资家能够恪尽职守。然而,这种法律保障是极少存在的。风险资本的管理人事实上并没有一个法定的所谓“代表投资人最大利益”的义务。风险投资领域几乎很少有诉讼发生,外部投资者是通过市场和声誉等因素来确保风险投资家在进行决策时最大限度地考虑投资回报最大化。^[3]

契约自由主义者认为,在自由市场中,缔约方应该有权利通过自主设计权利和义务架构来规范相互关系。而缔约方愿意通过豁免对方的义务而换取其他利益,那么法律不应该强迫缔约方必须明确相关条款。因此,他们认为当前社会的合同法应该进行修改以承认很多商业安排中的相关豁免,以及允许市场来决定各方权利义务的性质。我国关于有限合伙的全国性规定出现2006年8月27日由全国人大常委会审议通过的《合伙企业法》修正案上。但是,该部法律并没有针对有限合伙合同做出明确的规定。对于是否允许缔约方在有限合伙合同中自主豁免一定的法律默示义务仍然是个未知数。如果从合同自由主义者的角度出发,我们认为,我们应该允许缔约方可以根据各方本身的合意签订合同,这样风险投资家就可以被赋予更大程度上的决策权,而避免了外部投资者在风险资本运作期

间的介入或施加影响。^[4]

外部投资者愿意签署这样一份“失衡”的协议并放权给风险投资家是因为风险投资的循环性造就了一种名誉约束大于法律约束的机制。潜在的固定收益率以及名誉约束的双保险足以平衡由于风险投资家滥权的风险了。^{[5](P57)}

二、有限合伙是风险投资最佳的组织形式

风险投资机构大部分都是采用的有限合伙制。总体上讲,有限合伙的特征可以综合为:1. 不缴纳企业所得税;2. 具有有限的存在期限;3. 有限合伙人不允许参加日常经营和管理;4. 普通合伙人对于合伙企业债务承担无限的责任,而有限合伙人则仅以其出资为限对合伙企业债务承担责任;5. 有限合伙各方有选择法律规定默示条款的自由,也有自由缔结其他权利义务的自由。

(一) 在税务方面

合伙形式,无论是有限的还是普通的,之所以十分流行,与其在税务上的优势分不开。根据《合伙企业法》规定,有限合伙各方享受与普通合伙一样的税收政策。它不需要像有限公司一样除了缴纳企业所得税,其股东还要缴纳个人所得税。这样以来,有限合伙对于希望规避与公司投资相关税负的企业或个人来说显然是个明智的选择。

(二) 在经营期限方面

合伙合同通常给予投资者一定的退出期间,在此期间(通常为10年)内如果投资者提出退出,该有限合伙机构需要退还有限合伙人注入的风险投资基金以及预期收益。有限合伙的这个性质允许风险投资家需求其所投资的目标企业公开上市或采用其他的退出机制。而且,对于风险投资行业来说,风险投资有限合伙的经营期限性对于它平衡外部投资者和风险投资家的利益的角色起到关键的作用。

(三) 在企业控制方面

有限合伙的权力分配机制使得它极其适合风险投资行业以及其他关注管理责任的行业。在有限合伙形式下,只有普通合伙人有权力对企业进行日常管理。因为普通合伙人决策对于企业命运有重大影响,因此一般而言他们对合伙企业债务承担专门的责任。有限合

[收稿日期] 2008-01-16

[作者简介] 孙志超(1980-),男,辽宁锦州人,香港城市大学博士,研究方向:普通法、比较法、商法、律师实务。

伙人通常不对该种债务承担责任,在影响风险投资有限合伙的运营方面只拥有非常有限的权力。

(四) 在责任承担方面

普通合伙人与有限合伙人的最重要差别在于二者对合伙企业债权人承担的个人责任。普通合伙人以其全部的个人资产对合伙企业的债权人承担责任,有限合伙人仅以其出资部分对合伙企业的债务承担责任。这种在责任上的区别对于激励风险投资家、保护外部投资人的风险具有积极作用。

(五) 在协议方面

有限合伙是通过有限合伙协议建立和治理的。有限合伙协议规定普通合伙人和有限合伙人的权利义务。关于有限合伙协议的大多数讨论多是全集中在两个方面:1. 激励体制,以取保普通合伙人尽职行事;2. 限制机制,以防止普通合伙人的不当行为。^[6]有限合伙协议条款通过禁止风险投资家以往从事的某些行为来限制风险投资家的过度投机行为。在另一方面,有限合伙协议也包括对于风险投资家的责任豁免条款以减轻普通合伙人的义务,进而使其保持必要的自主判断。

三、风险投资家与外部投资人之间存在利益冲突

在有限合伙风险投资机构中,两者关系不总是一致的。有限合伙人提供的绝大多数资金但是却丧失了对资金的控制权,风险投资家在此时有很多机会利用这些投资人。经营决策权为风险投资家独揽,这样使得有限合伙人陷入诸多风险。^{[7](P119)}风险投资机构本身和外部投资者所能承受的风险水平是不一致的。风险投资家可能有意去运营一个风险非常高但预期收益也奇高的项目。这种风险对于风险投资家而言相对来说是非常小的。因为风险投资家一般只提供风险资本中的1%,大大低于外部投资者的投资数额。

实践证明普通合伙人愿意从事有助于提高他们声誉的活动,如:偶尔透露一些信息从而获得公众的关注,或者为了显示其财技过早将目标企业辅导上市等等。这样一些活动有利于吸引其他的外部的投资人将资金交给他管理,但是却损害了当期风险投资机构收益情况;更糟的是,普通合伙人可能利用部分风险资金作为增长其投资经验的探路石,将一部分资金投入其并不熟悉的领域,这样以来投入该笔资金的外部投资人将在当期受到损失。当然,在这种情况下,外部投资人也有可能获得收益,或者在日后对该领域的投资中得到收益。

四、法律对外部投资者的弱势保障

很过关于风险投资机构的文章都强调外部投资者在有限合伙中的弱权状态。在很大程度上讲,这种权力的失衡正是有限合伙的自然属性之一。^[8]对风险投资有限合伙的研究表明,法律对于普通合伙人如何运营风险资本的影响是很小的。通常,对于普通合伙人的最大风险就是无限的个人责任问题。普通合伙人经常有非常强的规避该风险的意识。然而,虽然在有限合伙关系中,有限合伙人和普通合伙人在责任上的区别也就决定了有限合伙性质,但是这种区别在规范风险投资家行为方面并没有起到太大的作用。风险投资机构通常不对外举债,因此也就不存在其负担的债务超过

其资产的情况。当普通合伙人鲁莽行事的时候,不仅他损害了该风险投资机构的利益而且也损害了外部投资者的利益,此外他本身的利益也遭受了一点损害。即使普通合伙人认同承担了无限责任,但是他们本身经常就是一个有限责任实体,如:有限公司。个人风险投资家因此从来不会承认自己的个人责任。

五、风险资本的循环性决定了名誉风险投资行业有效的约束机制

风险资本循环性的两个核心特点是:1. 这种循环是发生在已经经过设计的不同阶段;2. 一旦前一阶段完成,风险资本会自行反复循环。风险资本的一个循环周期基本上是10年。一旦风险投资有限合伙协议达成,该机构从外部投资者处募集到资金,风险投资家即开始寻找所要投资的目标公司。风险投资家在帮助目标公司发展壮大方面起到至关重要的作用。比如:风险投资家本身需要是公司董事会成员,有时要控制绝对投票权;此外,风险投资家可以依据目标公司以及客观环境的变化调解提供给目标公司资金的数量。风险投资家运作目标公司的目的最后都会归结到成功退出^{[9](P102)},如:上市、股权转让、或者由目标公司回购。

如果项目运作的好,那么风险投资家和外部合伙人均会得到良好的投资回报。在一个风险投资有限合伙运行完毕之后,风险投资家会归还外部投资者起初所投入的资本,同时也会寻找其他资本以建立下一个风险投资有限合伙机构。风险资本的循环性特点使得风险投资机构的名誉成为至关重要的强制机制。^{[10](P33)}有限合伙相对短暂的循环周期使得风险投资家努力实现投资的成功,因为外部投资者是否在未来还会交给同样的风险投资家管理资金是个未知数。从另一方面,有限合伙的短暂的周期极大的保证了风险投资家不得不以发展性的眼光从事资金管理活动,因为目前的资金提供者同样也是未来的资金提供者。一个成功的风险投资机构通常是由投资者不断的将资金在内部循环。因此,风险投资家的首要任务就是保持和外部投资者的关系。

这种机制依赖于由有限合伙潜在规则所带来的合同义务。一旦外部投资者与风险投资家签订了有限合伙协议,表明上看起来这种协议是有些偏向;因为几乎所有的经营权都落在了风险投资家手中。事实上,风险投资有限合伙的性质决定了外部投资者不能参与投资的经营和管理。

六、风险投资有限合伙协议是合同自由主义的鲜活体现

外部投资者希望与风险投资家达成一个灵活的合同,在这份合同中很少提及合伙人不当行文的法律问题,因为在风险投资有限合伙关系中名誉上束缚对于保护他们的投资权益已经足够了。^[11]风险投资有限合伙合同的条款可以由双方根据需求和行业特点灵活协商。随着风险投资家经验的积累,他们就越应该获得更大的经营决策权;因为行业声誉对于他们的重要性如同眼睛对生命的重要性一样,因此我们不必过分担心他们的操守问题。

有限合伙是风险投资机构最佳的组织形式,因为它使得风险投资家和外部投资者可以豁免某些法律默

示的义务而且仅仅采取了必要的限制。虽然作为有限合伙人,外部投资者处于一个容易受到伤害的地位,但是风险资本在运作过程中的循环性使得名誉约束代替了合同义务以及法律默示规定的地位。^{[12](P18)}因此,风险投资有限合伙是合同自由主义的一个鲜活的例子。

[参考文献]

- [1] 成思危. 风险投资在中国[M]. 上海: 上海交通大学出版社, 2007.
- [2] (美) 格拉德斯通(美) 格拉德斯通 著. 孙涤, 郑荣清 译. 风险投资手册[M]. 上海: 上海人民出版社, 2007.
- [3] Larry E. Ribstein, An Applied Theory of Limited Partnership, 37 Emory L. J. 835, 837-38 (1988).
- [4] Henry N. Butler & Larry E. Ribstein, Opting Out of Fiduciary Duties: A Response to the Anti-Contractarians, 65 Wash. L. Rev. 1 (1990).
- [5] 张元萍. 创业融资与风险投资[M]. 北京: 中国金融出版社, 2006.
- [6] Larry E. Ribstein, Unlimited Contracting in the Delaware Limited Partnership and Its Implications for Corporate Law, 16 J. Corp. L. 299, 301 (1991).
- [7] 金永红. 风险投资机构运作机制与风险管理[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2007.
- [8] Lawrence M. Friedman, A History of American Law 199-200 (2d ed. 1985).
- [9] 胡海峰. 风险投资学[M]. 北京: 首都经济贸易大学出版社, 2006.
- [10] 杨葵. 风险投资筹资研究[M]. 上海: 上海财经大学出版社, 2007.
- [11] Ronald J. Gilson, Understanding the Choice Between Public and Private Equity Financing of Early Stage Companies; A Comment on Barry and Turki, 2 J. Small & Emerging Bus. L. 123, 126 (1998);
- [12] 朱一平. 风险资本治理机制研究[M]. 北京: 中国经济出版社, 2007.

[责任编辑: 王云江]

Study on the venture capital with limited partnership and principles of contract freedom

SUN Zhi - chao

(Department of Political Science and Law, Dongguan University of Technology, Dongguan 523808, China)

Abstract: Contract of venture capital with limited partnership has seldom limited the behaviors of the investors. The outside investors usually incline to adapt such a free and loose arrangement. Although as a partner, apparently it seems that the outsiders are likely to receive damage, the circulating of venture capital in the operations makes fame restriction replace the contract obligation and the legal status. The fact that venture capitalist and outside investors can freely arrange the content of the agreement makes Venture Capital with Limited Partnership a true reflection of contract liberalism.

Key words: venture capital; fame; contract freedom

(上接第 43 页)

On the north hsiungnu moving westward

LI Ying - long

(Policy Science and Law College, Shi he zi University, Shihezi 832000, China)

Abstract: Northern Hsiungnu moving westward is an important event which connects the national history with the Asian history and the European, therefore, there is an extremely practical significance to enlarge the research about moving westward. I have utilized the knowledge I have studied and the massive historic material I have consulted, discuss the reason, the route and influence of the moving. I hoped I can give a benefit to the scholars who study moving westward of Northern Hsiungnu.

Key words: Northern Hsiungnu; moving westward; the route; cause