

创业企业IPO失败后股份回购权的实现

汪翠荣 雷良海(博士生导师)

(上海理工大学管理学院 上海 200093)

【摘要】 创业投资与创业企业存在着紧密的利益关系,创业企业申请IPO失败会加大创业投资的投资成本和退出风险,基于这一认识,本文阐述了创业投资与创业企业签署回购协议时应重点关注影响股份回购权实现的回购条件、期限和担保条款,为平稳退出创业风险提供保障。

【关键词】 创业企业 创业投资 股份回购权 IPO

一、创业企业申请IPO失败引发了股份回购问题

创业企业潜在的高成长性和进入资本市场的高收益预期吸引了众多的创业投资。就已经上市的公司而言,截至2008年10月底,共有75家创业投资公司支持了69家企业在中小板上市,占中小板274家公司的25.2%,创业投资笔数共115笔。2009年下半年创业板的推出更加有力地推动了创业投资的发展。数据显示,截至2010年上半年,在创业板上市的90家公司中,有59家公司获得了创业投资,所有申报上创业板的300多家企业中,有210家有创业投资。创业投资进入创业企业的直接动机和主要目的就在于以期所投资的创业企业发育成熟或相对成熟后通过股权转让获得资本增值收益。通常而言,创业投资实现股权转让的理想方式是在创业企业IPO后,通过股票市场卖出持有的股票以获得高额投资收益。而事实上,并非所有申请IPO的企业都能够获得批准,证监会发审委IPO审核结果的数据显示,企业申请IPO的成功率约为80%左右,失败率约为20%左右。

创业投资的阶段性和参与性特征决定了创业投资退出创业企业的必然性和迫切性。对于未通过发行审核即IPO申请失败的创业企业而言,创业投资失去了利用资本市场完成股权转让的机会,其股权转让的目标只能通过非公开市场来实现。从创业企业IPO申请失败的原因来看,未获IPO申请批准的创业企业除不满足公开发行上市的条件以外,还存在着一种独大、内部人控制、信息严重不对称等非公众公司固有的缺陷。而上述因素的存在削弱了其他投资者受让创业企业股权的可能性。因此,在创业企业申请IPO失败的情况下,创业投资若想通过股权转让的方式实现退出,其将面临交易成本较高、交易规模较小和交易方便性较差等问题。

除股权转让方式外,创业投资还有以下两种退出方式可供选择。一是采取创业企业解散清算方式。该方式不仅将直接导致创业企业“生命”的终止,而且解散清算的法律程序复杂漫长,况且创业企业是否解散最终决定于控股股东而不是创业投资。因此,该方式显然不可取。另外一种就是采取股份回购方式实现退出,即创业投资通过行使股份回购权,由创业企

业回购创业投资持有的股份,从而顺利实现退出。股份回购降低了创业投资公司的投资风险和退出成本,是利用资本市场转让股权方式以外的比较理想的退出方式。

二、股份回购权及其主要特征

股份回购是指由公司及其股东分别享有的请求对方以一定的价格卖出或买入所持公司部分或全部股份的权利。股份回购权具有以下三个主要特征:

1. 股份回购权是相对权。相对权是指效力仅仅及于特定相对方当事人的权利,其义务主体为特定的相对方当事人,受相对权约束的仅仅是特定的义务主体,相对权的实现则一般必须依赖于义务主体的积极活动,故其义务主体的义务主要表现为积极的作为义务。如债权必须依赖于债务人履行债务(交付货物、支付金钱、提供服务等)的行为才能实现。

2. 股份回购权是请求权。请求权是指权利人请求他人为特定行为(作为、不作为)的权利。请求权是相对权的典范,即仅仅相对于某个特定的人产生效力。请求权的含义是旨在获得某种特定的给付要求,他人可以请求这种给付,至于他人能否获得其希冀的给付,则存在不确定性。

3. 股份回购权是期待权。“期待权”初步概念及其理论系由德国学者在19世纪建立的判例学说中提出来的,但至今尚未建立完善的期待权之概念。我国《民法通则》只对附条件的法律行为有所规定,但过于简略,最高人民法院在《贯彻民法通则若干问题的意见》中对附条件的法律行为做了补充规定,而且扩大附期限的法律行为。附条件和附期限法律行为的确立使我国法律有了期待权存在之依据。

三、公司及股东股份回购权的一般实现

1. 基于公司提出的股份回购权的实现。基于减少注册资本、奖励员工和履行承诺等原因,公司可以针对股东发出行使股份回购权的请求,要求回购股东持有的股份。公司行使股份回购权的程序表现为:公司董事会作出回购股东持有的股份决定后,提议召开股东大会,并将回购股份的议案提交股东大会讨论和表决。若股东大会不同意进行回购,则回购程序终止;若股东大会同意进行回购,则由公司向股东发出回购请

求。对于公司的回购请求,若股东不同意将股份出售给公司,则回购程序终止;若股东同意将股份出售给公司,则公司根据股东大会决议并按公司章程的规定办理。

2. 基于股东提出的股份回购权的实现。出于退出公司的目的,股东请求公司以一定价格回购其持有的部分或全部股份。回购程序一般如下:股东向公司董事会提出书面回购请求,若公司董事会不同意回购,则回购程序终止;若公司董事会同意回购,则将回购事项提交股东大会讨论和表决。股东大会决议不予回购的,回购程序终止;股东大会决议予以回购的,则由公司根据股东大会决议并按照公司章程的规定办理。

3. 基于股份回购协议基础上的股份回购权的实现。包括创业投资在内的中小股东,为改变在股份回购权面前的不利局面,中小股东特别是创业投资在进入创业企业时,一般都与企业签署股份回购协议或在投资协议中包含股份回购条款。当约定的回购条件成熟时,公司或股东将按照约定行使股份回购权,对方将予以积极配合。

四、创业投资实现股份回购权的保障

1. 建立创业投资类别股东表决机制,增加行使股份回购权的话语权。由于创业投资持股比例较低,创业企业一般不给创业投资董事、监事席位,再加上创业投资是一种股权投资,其并不参与创业企业的具体经营管理活动,因而创业投资的股东知情权难以保证。为保护股东权益不受侵害以及弥补股东知情权的不足,需要类别股东表决的纠偏机制来为创业投资行使权利创造外部条件,从而对大股东形成足够的约束力。创业投资享有的类别股东表决权,就是对企业重大事项享有“一票否决”的权力。重大事项主要包括:修改公司章程;以股权或债务的形式进行金额超过公司最近一期经审计净资产一定比例的重大业务或资产收购;处置超过公司最近一期经审计净资产一定比例的其全部或大部分的业务或资产;与关联企业或关联方的关联交易;向第三方提供任何担保或借款;贷款余额的增加;在任何会计年度内发生金额超过公司最近一期经审计净资产一定比例的固定资产或非流动资产的支出;募集资金的投向;利润分配等。

2. 建立创业企业利润分配和股本增加约束机制,保证创业投资的股东权益不被稀释。由于创业投资是以高溢价的形式进入创业企业的,因而创业企业对资产负债表中所有者权益和利润表中损益科目的任何处理,都可能造成对创业投资股东权益的实际侵害。创业投资应从以下几方面来保护自身权益:①创业企业在一定期限内不分红利、不送红股。因为创业投资的入股价格远远高于其他股东,按照“同股同权、同股同利”原则进行的利润分配,创业投资的实际投资回报率将大大低于其他股东。况且创业投资涉足创业企业的目的并不在于获取红利,而是为了在股权转让时获得高额差价。②创业企业不进行资本公积金转增股本。因为创业企业资本公积金的大部分是由创业投资以高溢价投资形成的,老股东对资本公积金的贡献较小,若以资本公积金转增股本,创业投资只能与原股东同比例转增,这实际上是对创业投资股东权益的稀释。③创业企业在IPO之前不增发新股,以免稀释其在创业企业

中实际享有的股东权益。④创业企业控股股东持有的股份不得转让、质押,以免对创业投资的股东权益造成实质损害。

3. 建立创业企业异议股东股份回购制度,为股份回购权的行使提供法律保证。为保护中小投资者的权益,《公司法》对有限责任公司异议股东股份回购制度作了专门规定。当公司表决某些重大事项时,对表决事项持异议的少数股东有权要求董事会对其所持股份进行评估,并要求公司或者股东以公平价格购买其股份的权利。在出现重大事项诸如合并或出售公司大部分或全部资产以及公司章程要作实质性修改时,少数股东可以行使自己的股份回购请求权,要求公司回购所持股份。所以需要在股份公司中完善异议股东股份回购制度,以防止出现损害创业投资股东利益的结果。

4. 完善股份回购担保制度,降低创业投资的退出风险。创业投资的高风险性决定了创业投资是否能够实现成功退出存在较大的不确定性。因此应当为创业投资股份回购权的行使提供一定的担保,当创业企业不回购或丧失回购能力时,由担保人承担连带责任,即由担保人通过回购以外的其他方式(主要是股权受让)承担担保责任,保护创业投资的权益。一般采取由公司控股股东提供回购担保,即创业投资在创业企业的股份回购条款或控股股东的受让条款中约定,由创业企业的控股股东对公司回购股份的承诺提供相应财产担保,并对此担保承担连带责任,使创业投资能够成功退出。另外,在担保条款中还应规定,公司及公司控股股东保证创业投资拥有经股东大会决议签订并履行回购承诺的全部权利与授权,以切实保障创业投资股份回购权的实现。

5. 建立以仲裁为主的回购纠纷处理制度,保证成功解决回购纠纷。任何协议的履行都可能产生纠纷,具有高风险的创业投资更不例外。当企业投资股份回购权受到侵害或双方因回购事项产生纠纷时,不同的司法救济手段对创业投资权益的保护有较大的差别。目前司法救济的途径主要包括两种:一是诉讼救济。通常约定由创业投资所在地的法院行使管辖权。二是仲裁救济。仲裁具有以下特点:①仲裁更具有公正性,不受行政机关、社会团体和个人的干涉;②仲裁具有自愿性,不受地域限制,当事人自愿选择仲裁员、当事人自愿决定开庭方式和审理方式;③仲裁具有保密性,仲裁一般不公开审理,可为当事人保守商业秘密,维护当事人的形象和声誉;④仲裁具有及时性,仲裁机构原则上在仲裁庭组成之日起四个月内作出裁决,而且一裁终局。

【注】本文受上海市教委第五期重点学科建设项目(项目编号:J50504)资助。

主要参考文献

1. 冯逸岩,胡震宇.浅谈我国的股份回购制度.法制与社会,2006;12
2. 侯鲜明.论我国上市公司股份回购制度的法律完善.商业研究,2006;10
3. 林敏,干胜道.股票回购中内幕交易与股价操纵行为规制——由新《公司法》第一百四十三条引发的思考.河南金融管理干部学院学报,2007;4