

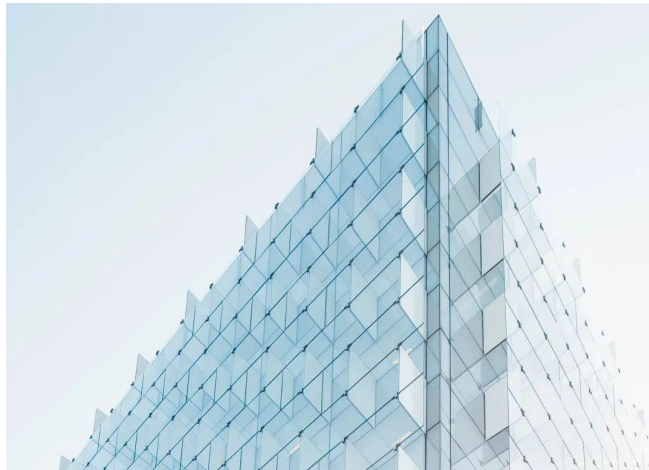
## 股权投资之法律尽职调查的方法论及 12 个重点问题

王晓燕律师团队

### 前言

股权投资融资过程中，尽职调查是一项重要的工作，其通常包括商业尽调、法律尽调、财务尽调；有些特殊项目，还会包括核心人员背调、专利尽调、数据尽调等。对于投资人，决策是否投资以及投资估值都需要以信息为基础做判断，尽职调查即是为了解决信息不对称，发现项目价值、识别项目风险，以便投资人做出投资决策及交易安排。

法律尽职调查，为整体尽职调查中的一个法律专业环节。笔者认识的诸多本领域的资深合伙人，一直在坚持审阅每个项目的法律尽职调查报告，因为对风险的判断及相应建议的出具均需要丰富的项目经验，需要资深律师把关。笔者在投融资领域从业 10 年+，深感尽职调查的重要性及不易；团队 2021 年复盘总结了 50 个 VC 股权投资项目的法律尽职调查的通用情况文章，受到广泛关注，我们近期就此话题又做了部分更新，既是分享也是交流。欢迎关注本团队公众号“**股权投融资法律实务**”，以期与诸君共绘。



### 01 法律尽职调查的心态与方法论

**1.1 保有敬畏之心：**做好法律尽职调查，需要对其重要性及难度保有敬畏之心，不应将其视为简单的依葫芦画瓢的体力劳动。从律师工作角度，法律尽职调查的重要性在于，若项目存在非常重大的法律风险，可能直接影响投资人是否投资的决策，律师应当发现该等风险（如有）；就其他重大风险或情况，往往会影响整个交易的交易结构、交割安排、各方风险分配。尽调既是团队作战，也需要资深律师抓重点、难点及把关；既需要有丰富的项目经验识别风险并提供解决方案，又需要细心完成诸多细节、琐碎而必须的工作；既需要法律技能，也需要对行业及公司业务层面的商业理解。

**1.2 目的明确：**不同类型或阶段的项目，项目特点及尽调目的不同，从而尽调范围、标准和重点也会不同。正式启动尽职调查之前，需要首先明确尽调目的、客户需求，相应安排工作重点和方法，决定调查到什么程度，以及最终呈现的工作成果的形式，并非是一个模板或一个标准走天下。

**1.3 全面、客观与严谨：**简而言之，“全面”即是工作覆盖惯常需要尽调的范围，一份完整的尽调清单基本可以解决全面性的问题；“客观”则要求对事实的描述有客观凭据的支持（依据哪些资料）或信息来源（是谁以什么样的方式提供的信息或从哪个渠道获得的信息）的说明；“严谨”需要对自己不是非常有把握的判断或结论**多渠道查询及交叉验证**，**谨慎出具结论**，**最忌讳自以为是想当然地拍脑袋出结论**。

**1.4 抓重点：**尽调需要全面，更需要抓重点。重点一般存在以下几个方面：特殊的行政管制及牌照要求；核心业务相关因素或产业链条风险性；核心资产的法律状态；核心人员的情况；影响公司整体的法律纠纷及重大债务；潜在的、难以解决的、会影响公司上市的问题。不同项目，重点也不同，比如：早期创业项目尽调的重点通常是团队及知识产权；传统线下连锁店项目，尽调的重点通常是资产及负债情况、门店情况以及加盟模式。

**1.5 独立查询、思考与判断：**首先，既需要通过管理层访谈迅速了解公司情况，依赖公司提供的资料作出初步判断，也需要自己通过公开可查询到的情况进行独立思考，**可以交叉验证的重要内容必须自行交叉验证**（比如集团公司的成员实体情况、核心员工的对外持股、公司的诉讼与行政处罚、资质及牌照情况、登记注册的知识产权），不能仅仅依赖公司告知的情况即作出结论；其次，有关联关系的尽调文件要综合分析信息（比如财务数据及业务情况与业务合同对应，公司告知的核心竞争力与相应的人员配置状况对应），尽调的统筹律师需要用整体性思维处理获得的信息。

**1.6 商业思维：**建立商业思维是一个需要长期积累和刻意训练的过程，我们就此有一些初步理解如下：

首先，尽调报告不应是资料的堆砌，而是为商业决策作出判断的有效依据，结构上需要有清晰的法律后果风险分析（风险的高低评估及法律后果分析）及务实的处理意见和解决方案；

其次，要了解公司及公司所在行业的业务，了解其业务模式、盈利模式及核心盈利要素，了解其核心竞争力，因为知悉其产业链条及与上下游的合作模式，懂业务才能抓住重点；

再次，作为法律人士，可以适当跳出法律专业，出具部分业务相关的意见或提供参考信息，因为公司重大的事情最终绝大部分都会落到法律文件层面，该等繁杂的法律文件，业务或财务尽调人士通常不会全部审阅到，律师审阅到后可以审慎地指出可能存在的问题，请业务或财务尽调团队进一步了解；

最后，尽调过程会与被投资企业及被企业的高管有大量的接触，这个过程也是了解人及建立相互信任的一个过程，需要了解被投资企业团队成员性格和风格，并及处理好与人的关系。

## 02 尽职调查中高频及重要的十二个问题

### 2.1 股权真实性及代持：需要核查公司的实际股权结构，与工商登记情况是否一致。

结合过往项目经验，不一致经常出现的场景是：公司内部已进行股权变更但因各种原因尚未办理工商变更登记；已登记的工商股东存在代持情况，代持可进一步区分为登记股权的股权用途为预留特定人员以及为隐名股东代持。了解公司股权真实情况，是投资过程中商业层面所需的重要信息，也是确定交易结构及文件结构的基础，免去后续公司股权层面的争议及处理成本。其中，公司股权存在代持是一个最高频的问题，代持是企业境内上市的实质性障碍，就代持需要了解：(a)代持的原因及代持背景（例如联合创始人尚未离职、为高校在职员工等）、还原代持的计划及条件（如需被代持人正式入职公司等）、是否有签署代持协议等；(b)若创始人代持员工激励股权，需进一步确认已经授予的情况及是否有设立员工持股平台的计划。

### 2.2 历史沿革中的股权转让：历史沿革作为尽调的基本事项应重点关注历史上的股权转让情况（如有），特别是创始人买卖老股的情况，注意是否签署了转让协议（是否存在阴阳合同）、是否有股东会决议及其他股东放弃优先购买权的确认函（判断股权转让的效力）、转让对价的支付情况（资金的来龙去脉很可能会涉及到重要的商业信息）、转让股权所对应的实缴义务完成情况、相关转让是否办理了工商变更登记、是否进行了税务申报、是否有未决的或者潜在的股权纠纷。若集团公司历史沿革过程中发生过比较重要的股权或资产并购，则需要审查该等并购的合规性，以及并购整体完成的情况。

历史沿革作为尽调的基本事项应重点关注历史上的股权转让情况（如有），特别是创始人买卖老股的情况，注意是否签署了转让协议（是否存在阴阳合同）、是否有股东会决议及其他股东放弃优先购买权的确认函（判断股权转让的效力）、转让对价的支付情况（资金的来龙去脉很可能会涉及到重要的商业信息）、转让股权所对应的实缴义务完成情况、相关转让是否办理了工商变更登记、是否进行了税务申报、是否有未决的或者潜在的股权纠纷。若集团公司历史沿革过程中发生过比较重要的股权或资产并购，则需要审查该等并购的合规性，以及并购整体完成的情况。

### 2.3 影响股权结构的第三方权利：笔者个人理解，公司股权结构（Cap Table）是投融资交易中最重要的事项，没有之一。虽然在TS阶段，公司与投资人往往已经确定了交易股权结构，但随着尽调中更多细节的出现则可能导致该股权结构调整。除了上述2.1及2.2，若公司曾经发出认股权证或可转债，则也会影响公司的股权结构，即会影响投资人向公司投资后的持股比例。若公司存在认股权证或可转债，则需要了解：认股权证或可转债的具体安排（包括额度、行权价格、取得的股权权益性质等）；本次交易中是否行权的计划，及是否存在行权障碍（比如ODI审批）；该行权是否可能存在不确定的状态，就该不确定的状态在本次交易中是否需要提前处理和约定。

笔者个人理解，公司股权结构（Cap Table）是投融资交易中最重要的事项，没有之一。虽然在TS阶段，公司与投资人往往已经确定了交易股权结构，但随着尽调中更多细节的出现则可能导致该股权结构调整。除了上述2.1及2.2，若公司曾经发出认股权证或可转债，则也会影响公司的股权结构，即会影响投资人向公司投资后的持股比例。若公司存在认股权证或可转债，则需要了解：认股权证或可转债的具体安排（包括额度、行权价格、取得的股权权益性质等）；本次交易中是否行权的计划，及是否存在行权障碍（比如ODI审批）；该行权是否可能存在不确定的状态，就该不确定的状态在本次交易中是否需要提前处理和约定。

### 2.4 股东出资到位情况：创业企业创始人股东惯常是平价出资且公司上市前不会全额出资，创始人的出资情况更多是辅助判断其创业的投入程度。投资人股东惯常是溢价出资，若前轮投资人出资没有到位，需要了解真实原因（不能仅依赖公司的解释，往往投资人未依约出资背后均会有较为重要的原因，可以此为线索进一步挖掘目标公司可能存在的问题），并在本轮交易中就该前轮投资人出资未到位的情况予以处理。律师核查股东出资情况，需要核对股东投资款入账票据，关注入资摘要内容是否明确为投资款。此外，还需关注公司财务记录，尤其是投资款入账后是否又以其他名义转出，判断是否存在抽逃注册资本的问题。

创业企业创始人股东惯常是平价出资且公司上市前不会全额出资，创始人的出资情况更多是辅助判断其创业的投入程度。投资人股东惯常是溢价出资，若前轮投资人出资没有到位，需要了解真实原因（不能仅依赖公司的解释，往往投资人未依约出资背后均会有较为重要的原因，可以此为线索进一步挖掘目标公司可能存在的问题），并在本轮交易中就该前轮投资人出资未到位的情况予以处理。律师核查股东出资情况，需要核对股东投资款入账票据，关注入资摘要内容是否明确为投资款。此外，还需关注公司财务记录，尤其是投资款入账后是否又以其他名义转出，判断是否存在抽逃注册资本的问题。

### 2.5 员工股权激励：对于创业企业，员工股权激励事项在投资人心中的重要性往往超过早期创始人的理解。创业企业发展靠人才，但创业企业常没有支付高报酬的能力，主要靠股权激励吸引人才，员工股权激励的安排直接影响创业企业的发展，也会带来投资人在交易后其持股比例被稀释的可能。从律师角度，需要协助投资人梳理清晰以下问题：

对于创业企业，员工股权激励事项在投资人心中的重要性往往超过早期创始人的理解。创业企业发展靠人才，但创业企业常没有支付高报酬的能力，主要靠股权激励吸引人才，员工股权激励的安排直接影响创业企业的发展，也会带来投资人在交易后其持股比例被稀释的可能。从律师角度，需要协助投资人梳理清晰以下问题：

1. 是否已预留员工激励股权，以及预留的比例（与 TS 要求的比例核对，明确预留的是投后占比还是投前占比，并判断该等比例是否在目前阶段足够用于发放），其中已发放（或已承诺发放）及未发放的具体额度；
2. 交割前是否要增扩员工股权激励额度；哪些股东参与该增扩稀释；是否要在交割前完成相应股权调整；
3. 是否已设立员工持股平台，员工持股平台是否已经持有公司股权；员工持股平台上的 LP 是真实授予还是代持；如果是真实授予，是否有签署书面授予协议，授予协议是否有重大问题；了解激励股权已授予及行权的详细情况（包括激励对象（如是否有非员工激励对象，需了解背后的原因以作合理性判断）、发放比例、价格等）。

**2.6 集团公司成员：**需要自行公开检索目标公司的全资子公司、控股和参股公司，与公司提供的集团公司成员名单交叉核对。其中，境外的子公司一般是查不到，且其未必是由目标公司直接投资设立，由于中国企业境外投资需要进行 ODI 登记，前期为免去 ODI 登记的费用和时间，可能由创始人或关联方个人在境外设立公司并运营，其应归入集团公司范畴并参与签署交易文件。此外，还需要了解，各集团公司的职能、是否实际运营、未来处理计划，以及非全资子公司里面其他股东的身份及合资的背景情况。

**2.7 创始人及核心团队：**对于创业企业，发展主要靠人，投资人主要也是投人，因此创始人和核心团队全职创业是投资人惯常的核心要求。对创始人及核心团队的尽调也是重中之重，根据我们的经验，主要有以下关注点：

1. **创始人体外持股或任职：**若存在该情况，则可能涉及创始人精力分散、同业竞争、关联交易等问题。首先，律师如了解或查询到创始人有体外公司，需关注体外公司是否还在实际运营、其主营业务是什么（是否与本项目有关联性或竞争关系）、名下是否有资产（例如商标、域名、软件著作权等知识产权）、未来处理计划（是否计划将其名下资产转给目标公司后并入集团公司或注销）、体外持股及任职的原因，以及对创始人时间的占用情况；其次，需重点关注创始人是否有历史创业项目、历史创业项目退出的程度、历史创业项目的融资文件中对创始人的限制性约定是否继续有效、历史项目与本项目的关联程度等。
2. **创始人及关键员工与前雇主之间的关系：**需要核查创始人及关键员工的简介/简历（重点关注最近一段工作经历），是否已经从前雇主单位离职，需要核查离职证明（有些前雇主还会出具工作说明，重点关注离职时间和职务说明）；需要核查创始人及关键员工对前雇主是否负有的竞业限制业务（包括是否实际支付了竞业限制补偿金）和保密义务，是否可能涉及侵犯前雇主的商业秘密及其他知识产权。
3. **创始人及关键员工与公司之间的劳动关系：**需要核查团队是否全职入职公司，应重点关注公司员工的劳动合同、保密协议和竞业协议的签署情况和社保缴纳情况（用于查明劳动关系归属）。团队劳动关系归属公司，一方面是全职投入项目的证明；另外一方面也涉及到创始人和关键员工的工作成果的知识产权归属问题。

**4. 关键员工（特别是某些关键技术员工）为兼职：**需核查公司与员工之间签署的劳务合同、是否对兼职期间的技术成果归属有约定（核查协议签署之前，该兼职员工是否已为公司做出技术贡献）、兼职员工的全职工作单位的性质（是企业还是事业单位，例如高校）、兼职员工的全职工作单位是否出具兼职同意函、公司是否与该员工的全职工作单位签署任何合作协议。我们处理的项目中有出现某些关键技术人员为高校老师或其他公司高管的情况，就该情况在交易文件中需要重点处理（我们团队就此总结过相关文章，[点击查看](#)）。

**5. 实控人/创始人背景调查：**创业公司实控人/创始人是团队的核心，往往也是公司的最大持股方。就某些项目，投资人会专门做实控人/创始人的背景调查。从律师的角度，就实控人/创始人除了重点核查上述问题，还需核查实控人/创始人是否有大额对外负债、合同责任（如前创业项目下的创始人责任）、担保、未决诉讼，关注实控人/创始人的征信报告、婚姻状态。如高新技术领域的创业项目，也建议核查实控人/创始人学历学位情况。笔者见到有些项目投资人还需实控人提供体检报告，细想也是具有合理性。

**2.8 业务资质证照：**公司业务依据适用的法律法规获得相应的资质证照是公司正常运营的前提。律师在尽调中需要查询公司业务开展所需的资质证照：既要考虑现在的业务需要的资质证照，也要考虑未来可能开展的业务所需的资质；并关注相关资质证照对外资是否有限制，从而考虑是否要调整公司的股权结构。业务所需资质证照可通过以下渠道查询：法律法规；主管部门咨询；竞争对手的资质情况；行业内商业实践。在某些领域，不仅要确认公司是否具备资质，还要审查业务合作方是否具备相应资质（如医疗器械 OEM 生产商，需要有医疗器械生产许可证）。此外，不同业务领域有不同的法律合规要求，比如广告、个人信息保护、数据合规、反垄断等，也须根据行业情况做具体的专项研究。

**2.9 业务合同：**整体尽调过程中，业务尽调及财务尽调都只会抽取部分合同审阅，整体获得且审阅合同最多的是法律尽调环节。法律尽调中通过合同审阅获得的业务及财务信息也是对业务尽调及财务尽调不可或缺的信息补充。律师尽调过程中需要关注：合同状况是否可与公司的经营主体、主营业务、财务状况对应；公司是否有关联交易及关联交易的比例（我们团队就此总结过相关文章，[点击查看](#)）；合同中是否有排他性的合作或授权的条款；某一供应商或客户（尤其在这一客户或供应商是公司战略投资人关联企业的情况下）的份额是否过高（超过 30%）而导致上下游集中；业务模式及该业务模式中的风险点（例如：账期、大额应收应付、大额预收款）；以及合同中对知识产权的相关约定。

**2.10 知识产权及其他主要资产：**对于不同类型的项目，其主要资产往往不同，例如：高科技企业主要资产为知识产权；To C 的消费类企业主要资产为品牌（商标）及渠道；某些传统制造业的主要资产为厂房、设备。就主要资产，律师角度应核查其权属情况、权利负担、是否良好存续及运行、是否有潜在纠纷。创业企业往往是技术驱动型企业，核心资产为知识产权，就知识产权而言，除了前述核查要点，还需核查：

1. 核心团队与前雇主的关系，是否涉及前雇主的职务发明。如果是早期项目，应关注核心知识产权的提交时间（或专利交底书的完成时间）和创始人（发明人）从前雇主的离职时间。相差不过一年的话，往往有侵犯前雇主商业秘密或知识产权的高风险。例如，项目相关的知识产权归属问

题，在孵化类项目（[点击查看](#)）及高校教师创业项目（[点击查看](#)）中，就属于十分典型及重要的问题。

2. 主要业务所对应的知识产权（核心知识产权）是什么，及其来源，技术团队状况与知识产权情况是否匹配。
3. 是否存在知识产权共有的问题，知识产权在哪个主体名下；创始人有没有自己名下的知识产权（包括但不限于在前雇主任职期间申请的）。
4. 核心业务合同，特别是销售合同及合作合同，是否存在可能导致公司知识产权权属纠纷或不稳定的知识产权条款。
5. 就委托开发，除了惯常要关注的知识产权归属问题，还需关注被委托方的实际控制人或其本次开发的核心骨干和公司是否存在单独的合作关系或持股关系，目标公司是否在核心技术上过渡依赖被委托方从而可能给未来上市造成实质障碍等。

**2.11 财务与税务情况：**本部分主要是财务尽调团队的工作，投资人往往会将财务及法律尽调团队就该部分的结论交叉印证与相互补充。法律尽调团队主要是核查重点，以及与法律相关的部分：

1. 查看财务报表，核查公司主要支出与主要收入是否可与业务合同对应，过往融资款的主要使用情况，核查是否有异常的或大额的财务数据；
2. 核查公司是否有大额负债，以及担保的情况；要求公司提供征信报告；投资人将资金投入公司目前是用于公司的运营及发展，若公司存在大额负债，投资款用于还债则无法实现投资人的目的；
3. 核查公司是否存在金融贷款，一般银行贷款为模板合同，关注借款金额、利息、还款期限、公司是否已实际偿还（核查还款凭证）；关注贷款方权利条款（例如借款方分红、融资或股权质押是否需向贷款方通知或取得贷款方同意，以及贷款方是否有认股权）；
4. 核查企业是否存在内外账的情况，内外账可能涉及税务不合规、公司存有账外资产，以及公司账面存在非真实的交易或虚假借贷记录等问题；
5. 核查公司与公司股东及关联方的资金往来情况，明确资金往来的性质（借贷、赠与、投资、关联交易等），其中须特别关注公司与实控人（及实控人控制的实体）之间的资金往来；
6. 核查企业报税及纳税的基本状态。

**2.12 诉讼与行政处罚：**对于创业企业，诉讼与行政处罚是一个低频但是不可忽视的问题。诉讼与行政处罚通常可以公开查询到相关信息，需要律师自行独立核查；其中除了查询公司的诉讼与行政处罚，还需查询公司、实控人、公司股东、核心团队的诉讼情况。从而判断相关诉讼与行政处罚对公司资产（尤其是知识产权）、股权、资质牌照的潜在影响，公司合规管理是否存在缺陷。我们项目上遇到过公司变更过实控人，究其原因发现公司原实控人存在重大诉讼及

行政处罚风险，顺藤摸瓜发现原实控人控制公司期间，公司存在异常的与第三方的资金往来，而该等资金往来涉嫌公司本身的重大诉讼风险。



王晓燕 | 合伙人

业务领域：私募基金、私募股权投资、公司合规

邮箱: [wangxiaoyan@anjielaw.com](mailto:wangxiaoyan@anjielaw.com)