

中国式PE（下）

中国式私募股权基金 募集与设立



李寿双 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

中国式PE（下）

中国式私募股权基金 募集与设立

李寿双 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国式私募股权基金:募集与设立 / 李寿双著. —北京:
法律出版社, 2009. 1

ISBN 978 - 7 - 5036 - 8822 - 5

I. 中… II. 李… III. ①企业—融资—研究—中国②基金—投资—研究—中国 IV. F279.23 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 145866 号

©法律出版社·中国

责任编辑/卫蓓蓓

装帧设计/李 瞻

出版/法律出版社

编辑统筹/对外合作出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京北苑印刷有限责任公司

责任印制/吕亚莉

开本/787×960 毫米 1/16

印张/27 字数/460 千

版本/2009 年 1 月第 1 版

印次/2009 年 1 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

电话/010-63939796

网址/www.lawpress.com.cn

传真/010-63939622

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

销售热线/010-63939792/9779

传真/010-63939777

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456 深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5036 - 8822 - 5

定价:68.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

前言*

中国私募股权基金市场的本土化趋势

2006年9月8日,绝对可以称得上是中国私募股权基金市场发展中的一个划时代的日子,这一天,《关于外国投资者并购境内企业的规定》(商务部令[2006]第10号,2006年8月8日发布)(以下简称《规定》)开始正式实施。伴随着这一《规定》的实施,政策的暧昧期结束,高歌猛进的红筹之路戛然而止,而直到今天,仍然没有人知道这长长的休止符后面,要到来的是更激昂的还是更凄凉的政策变动,抑或就是简单而粗暴的政策和执行层面的沉默。但每个人都知道,在这段沉默期内,无数的红筹之梦死亡,却没有人真正绕开政策困境爆发。

也正是在这段政策沉默期中,中国私募股权基金市场悄然生变。

伴随着流动性过剩产生的旺盛而无处宣泄的国内资金,怀抱KKR和黑石梦想,以及以讹传讹的一夜暴富神话的引诱,本土私募股权基金开始呈雨后春笋之势迅速发育成长。经国务院批准,中

* 本前言已发表在《中国风险投资杂志》2008年第3期。

国投资公司于2008年9月29日在北京成立,注册本金为2000亿美元,携主权基金之利,爆出了中国前无古人后无来者的最大规模投资基金的卫星。与此同时,继渤海基金之后,中新高科、绵阳科技城基金、山西能源基金、广东核电基金、上海金融基金等,一批接一批的产业基金先后诞生;中新高科/山西能源的100亿规模,迅速被曹妃甸基金的300亿规模刷新。新修订的《合伙企业法》于2007年6月1日起开始施行,被树为股权基金组织形式典范的有限合伙制移植到中国。紧接着,南海创投、东海创投等一大批国内民营有限合伙制基金喷薄而出。据报道,在杭州的公元大厦,一座写字楼就汇聚了30多家PE企业!此外,其他资金势力也迅速入场。2007年3月1日,银监会发布的《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》两个新规定正式开始实施,私募股权基金业务被列为鼓励优先发展的创新业务之首。随后,中信锦绣、深国投铸金资本、湖南信托创业投资等系列信托型私募股权基金登场亮相。2007年9月,券商直投开闸,中信证券和中金先拔头筹,中信的金时投资有限公司和中金的中金佳成投资有限公司相继成立,在2001剥离直投部之后6年,中金又重新拾起直投业务。2008年4月,经国务院批准,财政部、人力资源和社会保障部同意全国社保基金投资经发展改革委批准的产业基金和在发展改革委备案的市场化股权投资基金,总体投资比例不超过全国社保基金总资产(按成本计)的10%,国内最有钱的LP开始正式下场。2008年6月20日,平安资产管理有限公司收到保险监管部门对《关于成立京沪高速铁路股权投资计划的请示》的批准文件,这意味着募集资金达160亿元人民币的“京沪高铁股权投资计划”正式获得保监会的认可,保险资金开始借道进行股权投资。除此之外,还有一支政策资源和资金实力超然的国开行基金系,以及旗下的

中瑞、中比、中国与东盟、中非、中意等系列产业基金。这些本土基金的迅速崛起,改变了外资基金在中国私募股权基金市场上一股独大的格局,特别是,在 10 号令新规之后,企业开始更加青睐带有本土政治资源和资金优势,特别是审批简便的交易成本优势的本土基金。也因此,一批先知先觉的外资基金开始探索人民币基金之路。遵循国家五部委 2003 年颁布实施的《外商投资创业投资企业管理规定》设立的国内第一个中外合作非法人制创业投资基金——“英菲尼迪—中新创业投资企业”早在 2005 年就已在苏州工业园区悄然成立。随后,软银赛富、德同资本、IDG、红杉等都开始了人民币基金的尝试。在外资基金都开始转向做人民币基金的时代,私募股权基金本身已经开始本土化了。

另一方面,傲慢的“蓝血贵族”(国际私募股权基金)开始考虑从离岸(offshore)走向在岸(onshore),尝试并开始慢慢接受直接以合资或合作的方式投资中国的项目,而这一投资方式的变化,随之而来的就是需要适用中国的法律调整整个交易,需要制作中文文件以用于申报和审批,也因此而需要中国的律师介入交易结构设计和文本的起草。这使得国际基金投资中国项目的整个方式,由原来两头在外的离岸红筹变成了主体在内的在岸交易,加之本土化基金自然也选择了本土化的投资方式,整个中国私募股权投资模式从总体上开始变得越来越本土化。但国际私募股权基金在投资方式上的调整并不代表放弃多年来所沉淀的以优先股和优先权为核心的国际私募规则与惯例,因此,伴随着私募股权交易的本土化,一个重要的课题就是如何在中国的法律框架下,植入和融合传统的国际私募股权投资的游戏规则,这正是《中国式私募股权投资:基于中国法的本土化路径》一书所着力思考和探讨的主题。

与此同时,中国 A 股市场在经过股权分置改革的大手术后,开

始逐渐具有投资价值并迅速地实现价格膨胀。中小板的建立及审批提速,都使得 A 股退出成为越来越具有现实意义的选择。2007 年 8 月 27 日,广东太平洋技术创业有限公司以远光软件(002063.SZ)流通股东的身份,获得在二级市场卖出部分股票的权利,这是外资 VC 第一次通过企业在 A 股 IPO 实现退出,似乎表明国际资本从 A 股退出已不存在实质性障碍。经国务院批准,证监会于 2008 年 3 月 21 日起向社会公开征求对《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》的意见。创业板呼之欲出的诱人前景,让我们可以设想一个“本土基金+本土投资方式+本土退出”的完整的本土路线,而实践中,本土化路线也的确越来越为人们所看重。

虽然本土基金在肆无忌惮地疯长,但是并不是所有人都理解清楚了私募基金募集、设立和运营的奥妙,甚至,不在少数的人,除了二八分成之外还不太了解有限合伙制的一些基本规则,LP 和 GP 的越位与冲突还不能很好地协调。君不见,《合伙企业法》出台后第二个吃螃蟹的东海创投从牵手到分手不过是短短的一年。虽然项目一个接一个地投,但是并不是所有人都了解优先权、赎回、跟售、强制随售等条款的内在价值,不了解这些投资基金的护身宝甲即使在暴利看似唾手可得的 Pre-IPO 项目也是不可或缺的。不在少数的人,轻率地以中国法律不能适用国际私募投资规则而放弃投资人特殊但基本的权利要求,而全然暴露在风险之中,让投资沦为赌博式的投机。我不愿意猜测王冉先生所预言的“这场席卷中国企业界的 PE 热注定将是一场全民试错的无厘头运动”会不会真的一语成谶,但至少投入这场全民 PE 运动之前,了解一下私募股权基金的募集与设立规则,特别是有限合伙制的基本游戏规则,应当是有益而无害的。而拙作《中国式私募股权基金:募集与设立》的目的就在于向大家普及这些游戏规则。在面对“千载难

逢”的投资项目,奇痒难耐,欲得之而后快时,强制自己冷静下来,体悟一下私募股权投资的游戏规则,特别是如何在中国法律环境下打出让人目眩的组合拳,而后再来一个漂亮的出手,应当是利大于弊的选择。《中国式私募股权投资:基于中国法的本土化路径》一书旨在让您了解这些纷繁复杂的规则及其在中国法下的适用性。

通过这两本书的介绍,我尤其想让那些刚刚投身到中国私募股权基金市场的人们了解到私募股权基金及其投资本身所应当遵循的游戏规则;让人们了解到之所以黑石能够成为黑石,其《有限合伙协议》之繁杂和细密,功不可没;让人们了解到,红杉之所以屡鸣惊人,其投资合同之严谨和考究,至关重要。正是多年来沉淀下来的私募股权基金本身的运行规则以及私募股权基金投资的游戏规则,保护那些在国际私募股权基金市场上叱咤风云、屡获暴利的基金“金身不破”,而这些规则以及这些规则的娴熟运用,在我看来,正是我国本土私募股权基金市场所急需补习的课程,也正是这两本书所期望传递的信息。希望这两本书的内容能够帮助本土私募股权基金市场减少一些试错的盲动,期待浮华过后,不是“洒落一地鸡毛”(王冉语),而是收获遍地黄金。

李寿双

2008年7月6日于北京

目 录

第一章 私募股权基金的组织形式	1
第一节 中国私募股权基金现状调查	1
第二节 我国私募股权基金的组织形式	36
第三节 美国私募股权基金组织形式及其演变	55
第四节 私募股权基金组织形式的比较及选择	59
第二章 私募股权基金的募集	70
第一节 私募股权基金的募集规则	70
第二节 私募基金募集法律规则:国外立法综述	71
第三节 私募基金募集法律规则:中国立法综述	74
第三章 有限合伙制基金的规则与设立	107
第一节 有限合伙制基金的一般规则	107
第二节 美国《统一有限合伙法》下的有限合伙制度	110
第三节 我国《合伙企业法》下的有限合伙制度 ——兼与美国《统一有限合伙法》比较	119
第四节 有限合伙协议的厘定	160

第五节 有限合伙基金设立指南

——以北京市工商局为例 174

附录 1:有限合伙制基金国际示范文本 183

有限合伙基金条款清单 184

黑石集团有限合伙协议 211

认购协议 367

附录 2:基于中国法的《有限合伙协议》示范文本 391

有限合伙协议(繁版) 392

有限合伙协议(工商版) 414

后记 422

第一章 私募股权基金的组织形式

第一节 中国私募股权基金现状调查

中国风险资本市场萌芽于 20 世纪 80 年代中期,1984 年国家科技促进发展研究中心在《新的科技革命与我国的对策》的研究中,就提出了“风险投资”的概念。^{〔1〕} 和世界上大多数国家的情形类似,中国风险资本市场的萌芽是在政府的推动下从以政府为主导的风险投资开始的。1985 年,中共中央在《关于科学技术体制改革的决定》中指出:“对于变化迅速,风险较大的高新技术开发工作,可以设立创业投资给予支持。”在人民银行和当时的国家科委的支持下,中国第一个风险投资公司——中国新科技创业投资公司(简称“中创”)于 1985 年 9 月成立,1986 年,中国第一家股份制风险投资公司——中国新技术创业投资公司成立。随后,中国招商技术有限公司、江苏省高新技术风险投资公司、广州技术创业公司等类似的公司相继成立。这些公司的成立,标志着我国风险资本市场的萌芽。1992 年美国国际数据集团(IDG)在中国成立了第一个外资私募股权投资基金。2000 年后,北京天绿创业投资中心在中关村成立,这是我国迄今为止的第一家合伙制风险投资公司。2007 年 6 月 26 日,深圳市南海成长创业投资有限合伙企业成立,这是新《合伙企业法》出台后我国首家以有限合伙方式组织的创业投资企业。中国私募股权基金的发展可分为四个阶段:20 世纪 90 年代,在中国经济刚刚起飞之时,私募股权投资公司曾掀起投资中国的第一轮热潮和大量国企组建合资公司,却因为缺乏退出渠道而损失惨重。第二阶段则由亚洲金融危机引发,亚洲宏观经济的低迷使得国际私募股权基金加大了对该地区的投入,基本上是从这时起,凯雷、华平、新桥在亚洲包括中国活动才更加频繁。第三阶段,自近年来中国经济的稳定发展,外资私募股权基金争相涌入中国,背靠火热的 A 股市场而兴起的人民币基金则迅速崛起,与国际私募股权基金形成竞争之势。第四阶段,

〔1〕 从时间上看,并不比欧洲和日本晚多少。

主权型、政府性、国有背景的产业基金频频出现,并迅速成为中国私募股权基金市场的龙头。中国私募股权基金市场开始形成国有产业基金、外资基金、民营本土基金三足鼎立的态势,而这一态势在未来若干年将可能成为中国私募股权基金市场的基本格局。^[1]

从一种有助于清晰理解但不太符合逻辑的划分方式来看,^[2]中国境内目前存在的私募股权基金,可以分为如下类别:

第一类是国务院批准设立的主权基金,目前主要是中投公司,以及国家外汇管理局在香港的全资子公司中国华安投资有限公司。

第二类是政府背景的产业基金,其中包括国开行系列产业基金,以及国家发改委批准设立的两批产业基金,包括已经设立的渤海基金,以及在设立之中的绵阳科技城产业基金等,也包括中国设立的境外投资基金,如中非基金等。

第三类是在《合伙企业法》颁布之后,新兴起的有限合伙制私募股权基金。

第四类是公司制基金,包括按照《创业投资企业管理暂行办法》设立并备案的创业投资公司,如深圳创投等。也包括众多的普通投资公司。

第五类是银监会监管下的信托公司,以集合资金信托形式开展的以投资未上市股权为主的集合资金信托计划,即信托型私募股权基金。

第六类是证监会监管下的证券公司直投试点,即目前中金公司和中信公司开展的直接投资公司。

第七类是根据《外商投资创业投资企业管理规定》,经商务部批准设立的中外合资制基金。

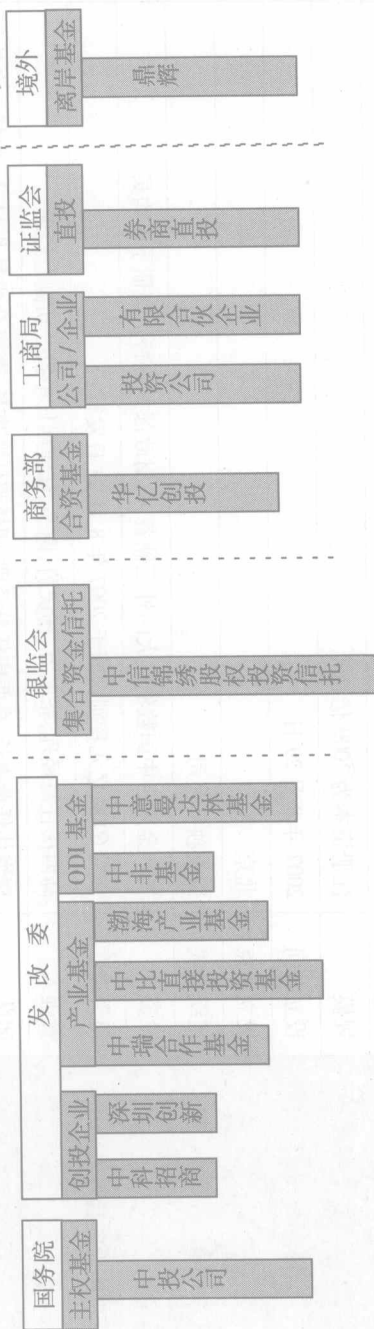
第八类是在境外(主要是离岸地)设立的以投资中国企业为目标的离岸私募股权基金。

按照上述分类,本文总结归纳了国内目前主要的各类基金的基本情况(见下表)。

[1] 实际上,国有、外资、民营三足鼎立的格局在整个中国经济体中以及各个细分领域都存在,不过是各“足”力量的形成次序有所不同,一般是从国有独大,到外资和民营兴起,最后形成三足鼎立。私募股权基金市场则是从外资“一足独大”,到国有、外资、民营“三足鼎立”的发展过程。

[2] 中国私募股权基金的称谓和分类一直比较混乱,这也反映了中国私募股权基金市场尚处在初级阶段。目前很难找到一个共识的、科学的分类标准,以系统地介绍中国私募股权基金的现状。本文粗浅的分类划分,显然存在武断因素并明显不符合逻辑的划分方法,但从理解上则可能是最容易的。

中国私募股权基金



中国私募股权基金一览表

主权基金

申报	国务院牵头,14个部门参加,成立外汇储备运用工作小组
审批	国务院
规模	注册资本为2000亿美元
设立时间	2007年9月29日
设立地点	北京
组织形式	国有独资公司
投资人	资本金来自中国数额巨大的外汇储备,由财政部发行特别国债予以购买
出资进度	首批6000亿元特别国债于2007年8月29日发行
管理人	高西庆任总经理,张弘力、杨庆蔚、谢平、汪建熙任中投公司副总经理
团队	楼继伟任董事长、高西庆任总经理、胡怀邦任监事长,董事会成员共11人,包括三名执行董事、五名非执行董事、一名职工董事和两名独立董事。其中,三名执行董事为楼继伟、高西庆和张弘力;五名非执行董事为发改委副主任张晓强、财政部副部长李勇、商务部部长助理傅自应、央行副行长刘士余以及央行副行长兼外管局局长胡晓炼;两名独立董事是原财政部部长刘仲黎和现任发改委副主任的王春正。此外,一名职工董事尚未选出
已投资项目	筹建中,出资30亿美元购买美国黑石集团部分无投票权的股权单位;成立后,1亿美元认购中铁H股;50亿美元入股摩根士丹利
资金投向	外汇投资业务,境外金融组合产品

主权基金		
中国投资有限责任公司	其他	中投公司组建历程:1. 2006 年上半年, 国家成立专题研究小组, 对加强外汇储备管理, 拓宽外汇投资渠道, 进行研究。2. 2007 年年初全国金融工作会议确定, 坚持依法合规、有偿使用、提高效率、有效监管的原则, 积极探索和拓展外汇储备投资渠道和方式, 成立外汇投资公司, 实行政企分开、自主经营。3. 2007 年 3 月, 国务院牵头, 14 个部门参加, 成立外汇储备运用工作小组, 研究落实全国金融工作会议精神。工作小组提出, 由中央财政发行特别国债购买外汇储备作为资本金, 设立中投公司, 开展国内国有重点金融机构股权投资、境外金融产品直接投资, 拓展渠道提高长期收益, 保证国有资产保值增值。并据此制定了中投公司组建方案。4. 2007 年 5 月 22 日, 正在筹备中的中投公司就做出了它的首笔投资, 投资 30 亿美元购买美国百仕通集团部分无投票权的股权单位。 5. 2007 年 8 月, 国务院原则同意组建方案, 批准成立中投公司筹备组, 正式开展中投公司筹备工作。6. 2007 年 9 月 29 日, 中投公司挂牌成立。
	设立	中国华安投资有限公司, 成立于 1997 年 6 月 2 日, 注册地址是香港岛的远东金融中心 28 楼, 注册资本 1 亿港元。外管局持有该公司发行的 1 亿股份中的 9999.9999 万股, 外管局局长胡晓炼持有剩余的 1 股。现任董事包括外管局局长胡晓炼、外管局副局长魏本华、外管局储备管理司司长黄国波以及范晓梅四人
中国华安投资有限公司	经营范围	可以投资各种金融工具, 包括证券、外汇和商品等, 可代理外管局管理外汇储备及经外管局所授权批准的其他所有相关货币财务事宜; 在全球范围内管理投资基金, 以及管理国家外汇储备或从事其他经中央银行授权批准的业务

续表

产业基金——第一批	
天津滨海新区	申报
国务院同意,国家发展和改革委员会特批	审批
发行总额为 200 亿元、首期规模 50 亿元	规模
2006 年 12 月 30 日	设立时间
天津	设立地点
契约型(信托)	组织形式
全国社会保障基金理事会、国家开发银行、国家邮政储汇局、天津市津能投资公司、中银集团投资有限公司(下称中银投资)、中国人寿保险(集团)公司、中国人寿保险股份有限公司,以及同时挂牌成立的渤海产业投资基金管理有限公司(下称渤海基金管理公司)。	投资人
首期募集 60.8 亿元,二期融资的额度定在 140 亿元人民币	出资进度
渤海产业投资基金管理有限公司	管理人
董事长为中国银行行长、中银国际控股公司董事长李礼辉,总裁由中银国际聘任的香港人士欧巍担任	团队
天津钢管集团、成都商业银行、泰阳证券	已投项目
大部分投向天津滨海新区及环渤海地区企业、行业	资金投向
中银国际与泰达控股分别占有 48% 和 22% 的股份	股权结构

渤海产业基金

续表

产业基金——第二批		
广东核电新能源基金	申报	国务院西部开发办公室
	审批	发改委审批,国务院批准
	规模	100 亿元
	设立时间	2007 年年底批准
	设立地点	广东
	投资人	平安保险公司,中国广东核电集团,国家开发银行和中国人寿保险公司
	管理人	中国广东核电集团、平安信托和中国信达资产管理公司将组建广东核电及新能源产业投资基金管理公司管理
	资金投向	全国范围的核电和新能源公司
上海金融产业基金	申报	国务院西部开发办公室
	审批	发改委审批,国务院批准
	规模	200 亿元
	设立时间	2007 年年底批准
	设立地点	上海
	资金投向	预选项目包括世博项目、洋山深水港保税区建设和浦东新区综合配套改革试点建设等