

法律服务创新研究丛书

有限合伙制PE治理

—— LP与GP的博弈焦点

张 钧 韦凤巧 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

法律服务创新研究丛书

有限合伙制PE治理

—— LP与GP的博弈焦点

张 钧 韦凤巧 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

有限合伙制 PE 治理:LP 与 GP 的博弈焦点/张钧,韦凤巧著. —武汉:
武汉大学出版社,2012. 11

法律服务创新研究丛书

ISBN 978-7-307-10252-1

I. 有… II. ①张… ②韦… III. 股份有限公司—企业融资—经济
法—研究—中国 IV. D922. 291. 914

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 262690 号

责任编辑:胡 荣

责任校对:黄添生

版式设计:马 佳

出版发行:武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件:cbs22@whu.edu.cn 网址:www.wdp.com.cn)

印刷:湖北金海印务有限公司

开本:720×1000 1/16 印张:21.5 字数:306千字 插页:2

版次:2012年11月第1版 2012年11月第1次印刷

ISBN 978-7-307-10252-1/D·1198 定价:43.00元

版权所有,不得翻印;凡购买我社的图书,如有质量问题,请与当地图书销售部门联系调换。

序 一

私募股权投资近年来发展迅速，有限合伙制私募股权投资基金在私募股权投资基金中占有重要地位，已成为私募股权投资基金的主流形式。但是，关于有限合伙制私募股权投资基金治理方面的研究在国内并未得到应有的关注，尚处于起步阶段。本书两位作者从私募股权投资实务出发，对有限合伙制私募股权投资基金治理进行了系统研究，并已取得相应成果，这是一件令人振奋的事情。

国内早期有限合伙制私募股权投资基金的运作大都脱胎于或借鉴于国外，尤其是美国的有限合伙制私募股权投资基金；虽然当下已从简单地复制，发展到本土化改良阶段，但应当如何设定我国有限合伙制私募股权投资基金的治理结构，应当如何安排相应的治理机制，如何妥帖地规制 LP 与 GP 及其他利益相关者的关系，已经成为我国私募股权投资行业健康发展的瓶颈性问题，这急需理论研究的突破、行业规范的建立及立法的完善。

不言而喻，探究有限合伙制私募股权投资基金的治理问题，当然应当立足于 LP 和 GP 两大主体的权利保护及责任限制，申言之，必须始终关注 LP 和 GP 的博弈焦点。由于立法的不完善及行业规范的不健全，在有限合伙制私募股权投资基金中治理结构的设计已经成为 LP 和 GP 博弈的焦点所在，如是否设立以及如何设立有限合伙人（LP）会议。

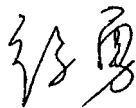
事实上，在有限合伙制私募股权投资基金中治理机制的安排与设计更是 LP 和 GP 博弈的一个核心问题。有限合伙制私募股权投资基金的本质是 LP 现金资本与 GP 人力资本的结合，必然首先涉及双方的权利安排，因此，权利机制设置应作为有限合伙制私募股权投资基金的起点；有权利就要有制约，由此必然引发制约机制的

规制；如何实现有限合伙制私募股权投资基金的商业诉求，从治理角度考察，激励机制的安排是必然的；权利需要与责任对等，制约应以责任为终点，激励更需与责任匹配，这就必然地引申出责任机制。因此，权利机制、制约机制、激励机制和责任机制的设置与完善是有限合伙制私募股权投资基金治理的研究方向和研究重点。

本书作者长期从事私募股权投资实务工作，对私募股权投资基金尤其是有限合伙制私募股权投资基金目前存在的治理问题是有非常深刻的体会的，因此，他们在本书中提出的问题不仅切中要害，而且相应的对策亦是极为关键的，不仅对私募股权投资基金实务大有裨益，对私募投资行业治理的规范和有限合伙制私募股权投资基金立法的完善均具有积极意义。

是为序。

广东省创业投资协会会长、中山大学管理学院副院长



2012 年 10 月 8 日

序 二

本书作者均是广东安道永华律师事务所的律师，其中张钧律师毕业于中山大学岭南（大学）学院 EMBA 专业，是我的学生。

张钧律师 EMBA 的毕业论文内容就是关于有限合伙企业治理方面的研究，我作为导师指导他完成论文时，他就谈到与同事们在一起长期关注有限合伙企业治理及私募股权投资方面的研究与实务。时间过去一年多了，今天看到他们完成的本书书稿，深知作为法律实务工作者完成这样的研究需要付出多么艰辛的努力，所以，欣然同意为本书作序的请求。

公司治理问题是法学、经济学和管理学多门学科研究的重要内容。我完全同意本书作者关于公司治理应当从静态的公司治理结构及动态的公司治理机制两个角度进行考察的认识，这也是以公司治理学者李维安教授为代表的观点。公司治理与有限合伙企业治理有何异同，研究方法有无差异，理论基础是否一致，治理内容如何界定，上述问题此前本人并未深入研究，看完本书后，我认为本书比较系统地给出了答案。

本书以有限合伙制股权投资基金为对象，从有限合伙制私募股权基金的发展概况、商业模式、企业治理、治理结构、权利机制、制约机制、激励机制和责任机制、制约因素等角度展开研究，体系完整，研究深入。本书既关注了有限合伙制私募股权基金的治理结构，又从有限合伙制私募股权基金治理的四大治理机制深入展开。本书立足于有限合伙制股权投资基金的 LP 和 GP 博弈焦点展开研究，很有见地和新意。

作者同时对有限合伙制私募股权投资基金的商业模式进行了探讨，并将企业治理作为商业模式的构成要素之一加以界定，即作者

认为的商业模式要素包括：定位、业务系统、企业治理、盈利模式、关键资源能力、现金流结构及企业价值等七个要素。作者关于商业模式构成要素的观点是非常值得思考的。若商业模式是利益相关者的交易结构，以解决和规制内部和外部利益相关者关系为目标的企业治理理应成为商业模式的构成要素。

本书不仅丰富和完善了我国关于有限合伙企业治理，尤其是有限合伙制私募股权投资基金方面的研究，同时对于有限合伙制私募股权投资实务也是颇有实践意义的。

是为序。

中山大学岭南（大学）学院副院长：
博士生导师：

邹建华

2012 年 10 月 8 日

前 言

私募股权投资作为投融资市场上一种独立的投资种类，是指通过非公开形式募集资金，对首次公开发行股票上市前的企业进行股权投资，在投资的同时对被投资企业提供经营管理服务以帮助其实现价值增值，并在日后通过上市、大股东或管理层回购或并购等方式退出获利的一种投资形式。私募股权投资是以资金投入到企业中，支持企业发展或行业技术革新，以此开拓新的经济增长点。私募股权投资似乎为现代经济社会的产物，其实不然。

私募股权投资萌芽于 15、16 世纪的欧洲。雄心勃勃的西班牙伊莎贝尔女王用 23 年时间缔造了统一的西班牙后，她开始关注海洋探险事业。具有丰富航海知识但资金拮据的哥伦布为实现其发现新大陆的梦想不得不求助于西班牙。

1492 年 4 月 17 日，西班牙王室与哥伦布签订协议约定，哥伦布被任命为“发现地”的统帅，可以获得从“发现地”得到的一切财富和商品的 1/10 并一概免税；对于以后驶往“发现地”的其他商业船只，哥伦布可以收取其利润的 1/8。^①

带着女王授予的海军大元帅的任命状和收益分配契约，哥伦布率领着女王资助的三艘帆船向西驶入大西洋的腹地。历尽千辛万苦，哥伦布和他的船员看到的陆地，就是今天位于北美洲的巴哈马群岛，那是欧洲人从未知晓的一块新大陆。伊莎贝尔女王最终兑现了向哥伦布允诺的所有物质和精神奖励。

回顾哥伦布发现新大陆这一年代久远的历史事件，我们不得不

^① 郑磊. 聚变——中国资本市场备忘录 [M]. 北京：清华大学出版社，2010（3）：33-35.

承认，这犹如私募股权投资项目，具有以下典型特征：

高风险、有创造性的项目。哥伦布向西航行到达东方的尝试，失败风险很大，但也可能获得更高的收益。

管理人团队。哥伦布此前在葡萄牙远洋船队里担任水手 8 年，有丰富的实战经验，能够领导一个船队，并怀有高昂的创业激情。

投资者。创业者虽然有想法和激情，但是缺少经济支持，需要投资者的投资，而投资者必须承担投资失败的风险。伊莎贝尔女王最终下定决心，成为探险船队的总赞助人，承担失败可能会带来的所有经济损失。

高风险溢价安排。探险者基于同王室签订的协议，完成对殖民地的占领，但是殖民地的主权仍属于王室。西班牙王室给哥伦布最大的回报比例，这些巨额收益只有在创业成功后才能收获。

这就是私募股权投资的雏形，私募股权投资的历史档案中因此曾多次出现“哥伦布”这一名字。

自 20 世纪 60 年代起，私募股权投资开始在美国逐渐兴起。当时美国垃圾债券市场的欣欣向荣为刚诞生的私募股权投资提供了源源不断的投资资金，从而使私募股权投资度过了最为辉煌、光彩夺目的 20 世纪 80 年代。

到 20 世纪 90 年代，由于借贷杠杆从 10 倍骤降至 3 倍左右^①，再加上先前投资带来的“创富神话”的示范效应，大多数私募股权投资基金纷纷开始将触角伸得更深、更远。

尤其是 20 世纪 90 年代中后期，一大批互联网、高科技公司先后以令人咋舌的市盈率登陆纳斯达克市场，私募股权投资也就顺理成章地赚取高额回报。投资者尽享财富盛宴，极大地刺激了私募股权投资的繁荣发展。

但是 2000 年前后，私募股权投资随着高科技泡沫的轰然破灭而日渐式微。近年来，由于全球经济迅速回暖复苏，私募股权投资重新驶入上升的通道。虽然 2008 年突然而至的全球金融危机给私

^① 李连发，李波．私募股权基金理论与案例 [M]．北京：中国发展出版社，2008：14．

募股权投资行业带来不小的冲击，但由于私募股权投资顺应资本市场的现实需求，其繁荣发展的态势依然不改，逐渐成为资本市场的四大新兴力量之一。^①

然而，在我国，私募股权投资发展的时日极为短暂。我国最早关于私募股权投资的立法，可以追溯至 1995 年为鼓励外商进行风险投资而通过的《设立境外中国产业投资基金管理办法》。彼时，风险投资称霸投资市场，私募股权投资仅占一席之地。但自 2004 年起，私募股权投资逐渐脱胎于风险投资，成为投资市场的主流。

自 2005 年起，我国私募股权投资的发展迎来有法可依的崭新时代。《创业投资企业管理暂行办法》、《关于外国投资者并购境内企业的规定》、《合伙企业法》等一系列法律法规的出台，催生政府、企业和民间资本纷纷涌入私募股权投资领域，促进了我国私募股权投资行业迈入高速发展的新时期。

当前全球仍处于后金融危机时期，世界经济下滑的阴霾尚未消散，欧洲债务危机又席卷而来，且呈现愈演愈烈之势。在全球经济一体化的大潮流中，作为其中一员的我国自然是不能独善其身、一枝独秀。在国际经济不景气的影响下，我国经济连续 30 年保持高速增长的辉煌历史已不再延续。尤其是 2012 年以来，宏观经济明显出现放缓的趋势，再加上我国当前正处于经济结构重大调整期，宏观调控政策密集出台，致使对政策异常敏感的股票市场一直在低位持续盘整。股票市场的投资价值已急遽消退，投资者不得不挥泪斩仓，黯然离场的不在少数。

诡谲复杂的经济形势使得资本市场上众多的闲置资金开始另辟蹊径，寻觅新的投资路径。与此同时，我国近年来出台了一系列关于新能源和新材料、节能和环保等产业的扶持政策，政策上的大力支持给这些新兴产业的腾飞带来千载良机。以新兴产业为依托的中小企业融资的迫切需求，将为私募股权投资提供充足的投资项目来源。而国内并购市场的日趋活跃和创业板的应时推出则为私募股权

^① 全球资本市场的四大新兴力量包括石油美元、亚洲中央银行、对冲基金和私募股权基金。

投资的退出获利提供便捷的渠道。凡此种种，无不给主要投资于 Pre-IPO 阶段企业，并在日后以企业并购或上市退出获利为主要盈利模式的私募股权投资带来前所未有的好机遇。

对于私募股权投资的载体——私募股权基金的组织形式，国际上通常适用的主要有三种：有限合伙制、公司制以及契约制。其中，有限合伙制在英、美等国备受推崇，并在私募股权投资市场占据着主导地位。而我国私募股权投资在发展的前期，广泛采用公司制及契约制。自 2006 年《合伙企业法》修订时吸纳了有限合伙制度后，有限合伙制私募股权基金才正式登堂入室。虽然囿于私募股权基金组织形式信息披露的有限性，或许一时难以判断有限合伙制、公司制以及契约制是否在私募股权投资市场上平分秋色，或者何种组织形式是私募股权投资市场的主流形式。但是，有限合伙自合法化后随即在私募股权投资行业迅速呈现风声水起的发展态势，无疑是值得我们去关注、剖析与探究的。

有限合伙与私募股权基金的结合是相辅相成、相得益彰的。但是，不可否认的是，有限合伙制私募股权投资基金自身并非完美无瑕，其不尽如人意之处尚存，尤其是有限合伙制私募股权基金的治理问题丛生。

除此之外，在当前的后金融危机时代，宏观经济下滑、资本市场持续低迷、募资环境每况愈下的背景下，先前有限合伙人与普通合伙人之间前者处于弱势、后者处于强势的博弈地位初现反转端倪。^① 拥有雄厚资金的有限合伙人已逐渐修复昔日在与普通合伙人博弈中相对弱势的地位，谈判实力与日俱增。这主要体现在，以前的有限合伙协议大多是寥寥几页纸，现在则骤增至十几页，甚至几十页。即有限合伙人与普通合伙人都在试图努力将彼此的权利义务尽可能地事先清晰化、确定化。

一般而言，普通合伙人想拥有更多的权利空间，例如，包括项目决策权在内的诸多权利，以便应对自如；而有限合伙人则力求设

^① PE 募资寒冬本土 LP 态度变强势：GP 更不好忽悠 [OL]. 投资中国：http://news.chinaventure.com.cn/2/20120204/75259.Shtml, 2012-02-04.

置更多保护自己利益的条款，例如，设置关键人条款。这背后蕴含的信息耐人寻味：有限合伙人与普通合伙人都已经更加理性，更加有经验，因此也对有限合伙协议条款的设置锱铢必较。

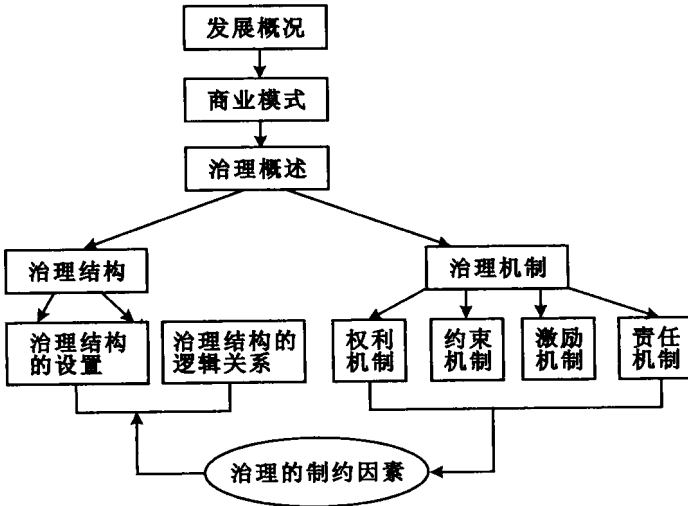
需要特别指出的是，在国外，有限合伙人已学会抱团取暖，试图联合一致抗衡强势的普通合伙人。2011年11月，在加拿大由数百家机构有限合伙人组成的机构有限合伙人协会率先起草《机构有限合伙人协会（ILPA）股权投资基金行业规则》，该规则强调有限合伙人与普通合伙人的利益一致原则、加强私募股权基金治理、提升私募股权基金透明度等内容。凡此种种，矛头无一不剑指曾经强势无比的普通合伙人群体。

在有限合伙人和普通合伙人的动态博弈中，谈判实力的大小直接决定话语权的多少。话语权即控制权对于有限合伙制私募股权基金治理而言无异于“水之源，木之本”。在往日普通合伙人独享压倒性话语权的美好时代已难以为继，有限合伙人与普通合伙人各自话语权呈反向倾斜的趋势下，有限合伙制私募股权基金的治理是否需要与时俱进加以调整抑或固守陈规？若答案是前者，那么就有限合伙制私募股权基金治理的调整泛泛且零星地提出“头痛医头，脚痛医脚”的因应之策无疑是较为实用、高效的做法，但问题恰恰在于，浮光掠影式、蜻蜓点水般的研究是否足以一览有限合伙制私募股权基金治理的全貌？是否可以洞悉有限合伙制私募股权基金治理之本质？是否可以全面找寻到纾解有限合伙制私募股权基金治理困惑之道？显而易见，答案是否定的。

是故，本书试图透过有限合伙制私募股权基金治理的表象，探寻深藏于表象背后的客观规律，以“知其然，还要知其所以然”。理论终究是要服务于实践的，实践则为理论提供鲜活的素材。本书拟以实践中，有限合伙制私募股权基金治理的现状为出发点，深刻剖析有限合伙制私募股权基金治理存在之缺陷及其成因，探究有限合伙人及普通合伙人的博弈焦点，进而提出如何完善有限合伙制私募股权基金治理之道，以期抛砖引玉，求教于业内同仁。当然，由于笔者才疏学浅，写作时间仓促，尤其是在急剧变化的私募股权投资市场里，此时有的见解即便再精准，也有可能随着市场的变迁而

失真。是以，本书中疏漏、不当甚至谬误之处定然不少，恳请广大读者不吝批评指正。

本书的主要架构如下图所示：



特别需要说明的是，在行文过程中，为论述方便起见，本书经常会使用到一些术语的缩略形式，它们分别是：

1. “PE”，英文全称“Private Equity”，中文全称“私募股权基金”。

2. “LP”，英文全称“Limited Partner”，中文全称在有限合伙组织形式下是指“有限合伙人”，在其他组织形式下，是指“投资者”。若无特别说明，本书提到的 LP 是指在有限合伙制 PE 承担主要的出资义务却不参与有限合伙的经营管理，且仅以出资额为限对有限合伙制 PE 债务承担有限责任的自然人、法人或其他组织。

3. “GP”，英文全称“General Partner”，中文全称在有限合伙组织形式下是指“普通合伙人”，在其他组织形式下，是指“管理人”。若无特别说明，本书提到的 GP 是指在有限合伙制 PE 中承担少量出资义务，主要负责经营管理，并对外债务承担无限连带责任的自然人、法人或其他组织。

4. “IPO”，英文全称“Initial Public Offering”，中文全称“首次公开发行”，是指企业通过证券交易所首次公开向投资者发行股票，以募集资金用以发展企业的过程。

5. “Pre-IPO”，英文全称“Pre-Initial Public Offering”，中文全称“首次公开发行前”，Pre-IPO 企业是指首次公开发行股票前，已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业。这是本书需要说明的第一个问题。

第二个需要说明的问题是，书中若无特别说明，所提及的“公司”是指有限责任公司。

第三个需要说明的问题是，本书所采用的资料和数据截至2012年8月20日。

本书的分工如下：

张钧：第一章、第二章、第三章、第四章、第五章、第六章；

韦凤巧：第七章、第八章、第九章。

全书由张钧统稿、定稿，广东安道永华律师事务所谢玲丽律师、张晓初律师等提出了有价值的意见和建议，在此一并表示感谢。

目 录

第一章 有限合伙制 PE 的发展概况	1
第一节 有限合伙制 PE 的概述	1
一、有限合伙企业的概念及特征	1
二、私募股权投资的概念与特征	4
三、私募股权投资基金的概念及特征	9
四、有限合伙与 PE 的完美契合	11
五、有限合伙制 PE 的核心价值	18
第二节 有限合伙制 PE 在域外的发展历程	20
一、有限合伙制 PE 在美国的发展	20
二、有限合伙制 PE 在英国的发展	24
三、有限合伙制 PE 在日本的发展	25
第三节 有限合伙制 PE 在我国的发展历程	26
一、《合伙企业法》颁布前的悄然兴起	26
二、《合伙企业法》颁布后的蓬勃发展	29
第二章 有限合伙制 PE 的商业模式	34
第一节 商业模式概述	34
一、商业模式的概念及研究意义	34
二、商业模式的构成要素	39
第二节 有限合伙制的 PE 定位与业务系统	47
一、有限合伙制 PE 的定位	47
二、有限合伙制 PE 的业务系统	50
第三节 有限合伙制 PE 的关键资源能力与盈利模式	53
一、有限合伙制 PE 的关键资源能力	53

二、有限合伙制 PE 的盈利模式	59
第三章 有限合伙制 PE 的治理	65
第一节 有限合伙制 PE 治理的概述	65
一、公司治理理论的概述	67
二、有限合伙制 PE 治理的现有研究	73
三、有限合伙制 PE 治理的真正内涵	78
第二节 有限合伙制 PE 治理的特殊性	84
一、人力资本发挥着举足轻重的作用	84
二、财产所有权与经营权的有限分离	87
三、LP 与 GP 间的代理问题尤为严重	88
四、经营权一元性与责任二元性相结合	91
第三节 有限合伙制 PE 治理的原则	92
一、以自治性为主、以强制性为辅原则	92
二、内部分权制衡原则	94
三、以效率为主兼顾公平原则	94
四、决策民主与集中相结合原则	95
五、坚持 GP 中心主义原则	96
六、注重保护 LP 利益原则	97
七、充分、有效披露信息原则	98
第四章 有限合伙制 PE 的治理结构	99
第一节 LP 与 GP	99
一、LP 的概念及特征	99
二、LP 的组成形式	99
三、GP 的概念及特征	103
四、GP 的组成形式	104
五、GP 的主要职责	105
第二节 合伙人会议与 LP 会议	110
一、合伙人会议	111
二、LP 会议	112

第三节 投资决策委员会与 GP 董事会	113
一、投资决策委员会	113
二、GP 董事会	116
第四节 治理结构内部的逻辑关系	116
一、LP 与 GP 之间的委托代理关系	117
二、有限合伙制 PE 与 GP 之间的委托代理关系	118
三、GP 与执行事务合伙人代表之间的委托代理关系	119
 第五章 有限合伙制 PE 的权利机制	121
第一节 权利机制的现状	121
一、GP 的主要权利	122
二、LP 的主要权利	123
第二节 权利机制的缺陷	125
一、LP 参与投资决策的限制过于严苛	125
二、LP 对 GP 的制约软弱无力	126
三、GP 的权利范围过于宽泛	128
第三节 权利机制的调整	128
一、允许 LP 对特定事项享有表决权	131
二、完善 LP 的知情权	133
三、明确 LP 有权更换执行事务合伙人代表	135
 第六章 有限合伙制 PE 的约束机制	137
第一节 约束机制的现状	137
一、与有限合伙制 PE 管理有关的限制	137
二、与 GP 行为有关的限制	142
三、与投资有关的限制	144
第二节 约束机制的缺陷	146
一、合伙人资格约束存在缺失	146
二、关键人条款付之阙如	149
三、与投资有关的约束尚待细化	150
四、外部约束尚未建立	151