



平凡企业资本运作实务丛书

PINGFAN QIYE ZIBEN YUNZUO SHIWU CONGSHU

2

企业私募投资基金操作实务 法务、财务与流程

QIYE SIMU TOUZI JIJIN CAOZUO SHIWU: FAWU CAIWU YU LIUCHENG



陈平凡◇著



法律出版社
LAW PRESS·CHINA



平凡企业资本运作实务丛书

PINGFAN QIYE ZIBEN YUNZUO SHIWU CONGSHU

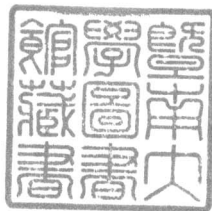
2

企业私募投资基金操作实务 法务、财务与流程

QIYE SIMU TOUZI JIJIN CAOZUO SHIWU:FAWU CAIWU YU LIUCHENG



陈平凡◇著



法律出版社
LAW PRESS·CHINA

图书在版编目(CIP)数据

企业私募投资基金操作实务:法务、财务与
流程 / 陈平凡著. —北京:法律出版社,2012.6

(平凡企业资本运作实务丛书)

ISBN 978-7-5118-3398-3

I. ①企… II. ①陈… III. ①投资基金—研
究 IV. ①F830.45

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第065968号

企业私募投资基金操作实务:法务、
财务与流程

陈平凡 著

责任编辑 郑 导
装帧设计 汪奇峰

© 法律出版社·中国

开本 710毫米×1000毫米 1/16

版本 2012年8月第1版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 三河市国新印装有限公司

印张 20 字数 296千

印次 2012年8月第1次印刷

编辑统筹 独立项目策划部

经销 新华书店

责任印制 张建伟

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

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-3398-3

定价:50.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

投资银行是证券和股份公司制度发展到特定阶段的产物,是发达证券市场和成熟金融体系的重要主体,在现代社会经济发展中发挥着沟通资金供求、构造证券市场、推动企业并购、促进产业集中和规模经济形成、优化资源配置等重要作用。就资本市场而言,投资银行业务及其运行无疑扮演着非常关键的角色。

而一个显而易见的事实却是,尽管,近年来国内详细介绍投资银行业务方面的法律运作的理论著作已有一些,但具有实际操作价值的实务性中文书籍却寥寥无几。将此置于中国投资银行业务乃至资本市场发展亟需提速的当下,不能不说有几分遗憾。

相比之下,在美国、英国等资本市场发达的国家,关于这方面的著作可谓汗牛充栋,甚至有专门的出版社经营此类图书。另外,在我国,在法律理论和实务界,介绍投资银行业务运行过程的法律制度和法律实务的书籍较多,但是从资本市场的大视角精细研究投资银行业务中法律实务问题,将法律和投资银行具体实践紧密相联系的书籍亦不多见。

众所周知,投资银行业务中所涉及到的法律问题很多,且投资银行业务作为一项新兴业务,许多法律概念和法律关系的形成和界定都有个过程。这些法律概念和法律关系是一个企业存续中必然出现的,也是投资银行业务中,无论是股权融资、债权融资、项目融资、公司并购、企业上市等等,均是必须涉及的。

因此,本套丛书的出现,是市场对投资银行可操作性运行、流程和具体业务细节的需求的积极回应。而从其创新的体例结构、独到的理论阐释、精彩的实战技法等层面来看,堪称是近些年来中国少有的一套投资银行业

务“孙子兵法”。

进一步看，资本市场中投资银行的主要业务流程和操作细节本不是商业秘密，不应当为特殊的行业和机构所把持和垄断。对其的揭示和传播，有利于市场信息不对称的救治，有利于资本融资的公开、公平和公正，有利于我国有效资本市场的建立。通过对这方面知识的挖掘和传播，将投资银行业务从高高的金融金字塔中解放出来，使其普及化，不但有利于资本市场的快速发展，促进了投资银行业务的交流和发展；还有利于投资者金融意识的培养，有利于逐步发展金融文化，有利于加强国家金融安全。从这个意义上看，本套丛书无疑具有了更深层次的现实价值。

当前，中国正在大力发展资本市场，很多城市都在努力把自己打造成我国的金融中心。毫无疑问，在这个过程中，具有实务操作能力的人才短缺，成为发展的一个制约因素。而对于这个问题的解决，完全寄希望现今尚存在诸多弊病的高校教育是远远不够的。最迫切的解决之道，恐怕还需要投资银行实务界的自救。因此，投资银行实务界需要在实务中不断总结和发展这方面的知识，以公开著书立说的方式，为那些有志于从事金融实务业务的人士提供入门性的，甚至更为专家型的指导书籍，帮助他们能够迅速把握相关业务操作要领，在入行后快速进入角色。

从这个角度出发，本丛书作者将他们在这个领域多年积淀的经验和心得著成文字，与大家共享和共勉。应该说，本丛书所构筑的“体系”是作者进一步研究实践问题的提纲，其中有些问题还有待于进一步深化。对问题进一步的了解，需要众多读者同仁共同讨论。正是基于这个思路，作者出版了这套丛书，请读者提出宝贵的批评意见，以便从中吸取真知灼见进一步完善资本运作实务的理论与实践。

值得特别指出的是，本丛书的主要作者陈平凡先生系湖南金州律师事务所高级合伙人、董事，并担任湘潭大学法学院资本运作法律实务研究中心主任、湖南省法学会财税法学研究会副会长等多项职务，有着数年的法律行业的实践经验，在金融实践操作和理论、政策研究方面均颇有所建树，在日常分析问题和解决问题时，观点独到、敏锐、务实，在业界享有良好的声誉。从这套丛书的谋局部篇及涉及的讨论问题可以看出，丛书不仅为战略研究所需的理论创新作了铺垫，同时讨论的内容直指中国当前金融领域的热点问题。丛书在语言运用上力求准确、严谨，而又不失明白和畅达，体

目 录

Contents

第一章 概述

第一节 私募股权基金的概念

- 一、私募股权基金的概念
- 二、常见组织形式
- 三、政府引导基金

第二节 私募投资运作概述

- 一、资金的募集和设立
- 二、项目筛选
- 三、投资的决策与交易条款谈判
- 四、投资方案设计
- 五、投资后项目管理
- 六、退出套现

第二章 私募基金的监管

第一节 私募股权投资基金的监管

- 一、基本原则
- 二、风险控制
- 三、管理人职责
- 四、信息披露
- 五、备案制度
- 六、监管与自律

第二节 地方政策

- 一、北京的政策

二、天津的政策	39
三、上海的政策	40
四、深圳的政策	42
五、重庆的政策	45
第三章 基金的募集设立	49
第一节 基金设立基本流程	49
一、基金资金来源	49
二、基金设立流程	51
三、基金设立时间表	54
四、监管备案	56
第二节 基金管理公司	64
一、基金管理公司设立协议书	64
二、基金管理公司章程	66
三、董事会议事规则	72
第三节 基金募集	76
一、基金募集说明书	76
二、基金设立核心问题	83
三、基金份额认购	87
四、基金有限合伙协议书内容	88
第四章 基金风险管理	97
第一节 私募股权投资基金的风险	97
一、私募基金风险概述	97
二、私募基金法律风险	99
第二节 基金风险管理	104
一、基金管理人风险控制体系	104
二、风险控制委员会	107
第五章 基金投资决策管理	110
第一节 基金投资决策管理概述	110
一、项目投资管理	110
二、项目管理流程图	117
第二节 基金投资决策管理委员会	118

一、投资决策委员会概述	118
二、投资决策委员会的运作	119
三、项目批准及评估流程	122
第六章 投资项目选择	123
第一节 寻找优质投资项目	123
一、投资目标的设定	123
二、发掘投资良机	126
第二节 商业计划书	128
一、商业计划书的作用	128
二、商业计划书通常内容	129
第七章 尽职调查	135
第一节 尽职调查概述	135
一、尽职调查引论	135
二、尽职调查的原则与流程	137
三、尽职调查参考提纲	139
第二节 尽职调查具体内容	146
一、公司背景调查	146
二、行业经营环境调查	150
三、公司财务状况调查	156
四、法律调查	163
第八章 投资项目评估	169
第一节 项目估值	169
一、项目估值概述	169
二、基于资产的估值方法	170
三、基于收益的估值方法	172
四、EBITDA 倍数法	174
第二节 项目投资价值分析	176
一、管理与产品分析	177
二、市场及竞争分析	177
三、财务状况分析	178
四、其他	179

第九章 投资方案	181
第一节 项目投资流程与模式	181
一、投资方案概述	181
二、股权转让	183
三、增资扩股	196
第二节 方案设计特殊问题	214
一、条款清单中的问题	214
二、全棘轮条款和反稀释条款	214
三、对赌协议	215
四、投资者退出锁定期的问题	217
第十章 投资项目管理	218
第一节 投后管理概述	218
一、管理层参与管理	219
二、作为股东参与企业管理	221
三、整合人力资源	221
四、财务控制	223
第二节 对投资项目经营的持续关注	224
一、对项目经营的持续关注	224
二、监督的技巧	229
三、预警信号	230
第十一章 投资退出	237
第一节 证券市场退出	238
一、概述	238
二、上市前私募程序	240
三、境内证券市场退出	241
四、境外证券市场退出	246
第二节 新三板市场退出	262
一、新三板市场概述	262
二、新三板的作用	264
三、对拟挂牌“新三板”的企业投资	267
四、挂牌操作流程	285

第一章 概 述

第一节 私募股权基金的概念

一、私募股权基金的概念

(一) 私募股权基金的概念

私募股权基金这一概念,在与融资鲜有接触的普通大众看来,也许同医学上的多功能障碍综合症一样,仅是一个听说过却并不真正了解的概念。作为金融街的奢侈品,私募股权基金虽然并不为公众所熟知,但随着金融市场的繁荣和日益扩大,私募融资这一融资方式似乎在历史的舞台上愈渐焕发出新的精神与活力。若要用一句简单的话来概括私募股权基金,其实就是从事私人股权(非上市公司股权)投资的基金。

目前在我国,国家的基金通常采用的都是公开募集的方式,也就是我们所熟悉的公募基金。如果一家基金采用私下对特定对象进行募集的方式,而并不是面向公众公开发行,这就符合了私募基金的概念。虽然私募基金也属于证券,但可比公开发行的证券少了不少程序,最鲜明的一点便是不需要通过证券监管部门的审批或者备案。当前领域的私募基金,其营利模式大都是通过选择那些未上市但具备十足发展潜力的企业作为目标进行投资,在该企业完成上市并实现自身价值提升之后,采用上市转让股票(IPO)、管理层回购(MBO)、并购转让(Buy-out)等方式退出该目标企业,并最终获得投资收益。

详细来说,私募(Private Placement)主要是相对于公募(Public

Offering)而言,顾名思义是指“私下”向一定范围内的机构或特定个人投资者募集资金。与证券市场上的公募基金不同,它不会采用宣传材料、媒体广告、研习会等宣传方式进行推销。作为私募对象的机构或者个人投资者通常由专门投资这类基金的专家构成。也就是说,广大的公众投资者是公募的对象,而私募的对象则由少数有实力和经验的“富人”组成。这类主体通常具备丰富的行业和投资经验,加之其充足的资金,私募一方面能够弥补单一投资者自身能力有限、资金不足等问题,另一方面也能够通过引入多方参与者从而实现风险分担。因此,私募投资也就常被称为融资领域的“奢侈品”。

不过,私募股权基金就其流程和结构上来说并不复杂,它主要由基金的投资者、基金管理人、投资标的企业或项目三大部分组成。其中,基金投资者主要负责为基金提供资金来源,基金管理人负责有关基金的投资和管理事宜。本书将会在之后予以详述。

(二) 私募股权基金的盈利模式

无论是何种类的投资或是融资,其目的无非都是想要利用风生水起的资本市场盈利,而其方式正是为市场经济这块僧多粥少的沃土提供“粥”。正如上文已提到的,私募股权基金主要以获得投资盈利为目标,但若提到具体盈利模式,实践中一般会涉及两个方面:一是基金本身的盈利模式;二是基金管理人的盈利模式。两者虽然获得盈利的基础不同,但毫无疑问,它们都是这一融资流程中的利益相关人,彼此间的通力合作正是他们能够盈利的基础。

一般意义上的基金盈利模式,按照目前普遍接受的观点来说,都是通过“资本利得”和“资本评价”这两种渠道,以实现其所有的投资盈利的。所谓资本利得乃是指资本本身所获得的收益减去支出后得出的差额利润;而资本评价则是指包括股票市场在内的资本市场对资本价值的评价。假使资本市场对资本的评价价值比资本的实有价值要高,那么高出的部分即是所谓的资本评价增值。然而,对于私募股权基金来说,其盈利模式主要是利用资本的市场增值。通常来讲,市场通常会以货币作为尺度来对资本进行评价。从这个角度上来讲,资本利得将会在资本市场上转化为资本评价。于是,我们所谓的“资本增值”就可以进一步划分为“利得增值”和“评价增值”。

除此以外,我们还能够将资本增值模式进一步划分为普遍所认同的“内源增值”和“外源增值”这两种模式。我们可以通过举例的形式粗略地阐述一下内源和外源的概念。比如在银行,商业银行的资本主要是来源于股息分配后的留存收益所形成的内源资本,存留收益受银行净利息收入、贷款损失准备(贷款质量)、耗费、税收、股息分配政策等因素的影响;而外源资本主要是由投资者超缴资本和资本增值构成,它也是银行资本的重要组成部分。因而,我们可以将资本利得概括为资本的内源增值,而资本评价则属于外源增值。而诸如资本评价增值这样的外源增值方式对于私募股权投资基金来说更为重要。值得注意的是,在资本市场上资本的盈利能力是对资本进行评价的核心标准,而资本利得则是资本评价的基础。由此可见,只有那些具备良好资本利得状况的资本,才会获得资本市场的良好评价,进而才能更好地实现资本的市场评价模式。

而基金管理人的盈利主要是由基金管理费和基金运营的收益奖励这两部分组成。所谓管理费是指,基金管理人每年按照基金资产净值提取的一定比例的管理费,这主要作为基金管理人的日常运营和人员支出费用,收取比例按照业内通行的惯例来说为基金数额的1%~2.5%,也可以更高,比如说达到4%。对于基金管理人的收益奖励主要是指,为了激发基金管理人的积极性,在基金的净资产收益率和现金分红回报率超过了约定标准的情形下,需要从基金现金分红总额中提取一定的比例奖励给基金管理人。按照业内惯例来讲,私募投资基金中管理人的收益奖励主要按照约定数额的20%和80%的比例进行分配。

(三) 私募基金的业务

在私募投资基金的盈利模式的大框架下,其具体的业务范围是十分广泛的,涉及多重领域。实践中,常见的私募投资业务包括并购融资业务、创业投资业务、提供发展资金(Pre-IPO)和政府引导型投资基金。我们将在此一一展开论述。

1. 并购融资

首先要讲到的是并购融资,这里将涉及两大方面的问题:并购与并购融资。所谓并购即指兼并与收购,其具体的含义较为广泛。所谓收购,主要是指某家企业用现金或者有价证券购买另一家企业的股票或者资产,进而取得目标企业的企业控制权,或者是某项资产甚至是全部资产的所有

权。所谓兼并,主要就是指两家或者两家以上各自独立的公司或企业,通过多种方式实现组合,并最终合并组成一家企业,收购的主体往往是这些公司和企业中规模较大、实力较为雄厚的一方或者多方。

并购融资在整个并购活动中的作用十分关键,我们在讨论并购问题时应当对此予以充分的重视。所谓并购融资,主要是指在企业进行并购案之时,相应的基金为了给收购方提供资金支持而介入到相关并购互动当中来,收购方由此完成并购融资。通常来讲,并购业务在整个私募投资基金的业务体系中占有十分重要甚至是核心的地位。对于企业来讲,并购则是其在竞争激烈的市场上稳定存续并不断发展的重要基础。因此,对于企业来讲,了解私募股权基金的大体流程就显得十分重要。通常来讲,首先私募股权基金会选择那些具备投资空间和发展实力的企业;随后,基金方面会对选中的企业进行相应的了解,并逐步开展与企业之间的进一步沟通和谈判,为随后的并购融资活动做好准备;此后,就目标企业的相应收购问题进行具体的商谈并予以确定,最终以某一合适的价格购买该企业的大量股权。应当注意的是,一些基金在收购股权之后,还会就企业在成功融资之后的运作进行相应的监管。与此同时,为了促进目标企业的进一步发展,实现企业经营业绩和企业价值,基金方面还将为企业提供一些资源或者剥离某些亏损的业务和相应的产品。当然,私募投资基金的最终目标在于获取投资回报,因此,在完成了一系列公司完善工作之后,基金方面会通过公开上市或者资本市场寻找适当买主的方式来实现上述目标。

由此可见,私募投资基金方面要想在并购融资中顺利取得投资回报,首先就必须找好投资目标。这在实际操作中是极具难度的,只有那些具备投资分析经验和相关实践能力的基金才能够很好地发现优质的投资目标,同时对投资项目进行有效的控制和管理,最终实现退出并获取相应的投资回报。

2. 创业投资

事实上,并不是所有的私募股权投资基金一开始就具备较大的规模和资金实力,也就是说,构建初始,大多数基金会选择一些相比并购融资来讲规模和风险小得多的项目进行。在这一阶段,基金方面会选择那些规模小但是具备发展潜力的中小型公司作为投资目标。基金所进行的此类投资活动,就是我们通常所熟知的创投业务或者叫做天使投资,开展这种业务

的私募基金通常也被称作风险资本(Venture Capital, VC)或者是被简单地称为风投。该投资业务也是基金总体项目框架中较为传统且重要的组成部分。

就创业投资的对象来讲,主要集中在那些具备发展潜力的中小型企业身上。对于此类企业而言,它们处于企业初创阶段,自身规模有限,资金较少,而公司的建设和发展又需要相应的资金,传统的银行贷款方式对于此类企业来说,融资的成本太高,而且需要满足的条件往往十分苛刻,对于处于初创期的小企业来说可谓是可望而不可即。相比之下,风险投资将给企业带来更多的好处,其从本质上来讲是一种权益资本而非借贷资本,一般而言,此类权益资本占有目标公司总额的比例往往会超过30%。特别是对于那些高新技术的企业来讲,此类基金的介入对于其早期的发展来说具有十分关键的作用,而对于基金来说此类企业的投资价值也往往很高,前提是选择了对的投资企业。

通常来讲,风险投资的投资期限维持在6年左右,在此期间投资的权益资本具有的流动性较差。所以有经验的风险投资家通常会选择采用一种循序渐进的方式向目标企业注入资金,而不是一次性地将资金全部注入。需要注意的是,在风投业务中,收益与风险是并存的,进行创始投资的投资风险非常大,创业投资业务成功的概率也非常低。就目前的情况来看,整个风投行业的投资获益项目比率不超过10%,也就是说,风投正如其名,是高风险的投资方式。在实践中,有一些经验丰富的投资者,还会采取进一步的措施来应对其中所可能存在和产生的风险,比如说为了在投资失败的情形下,依旧能够以债权人的身份从项目企业那里以破产清算的方式获得补偿,私募股权投资基金方面往往会采用可转换债券的方式向企业进行资金的注入。凡此种种,在投资成功率普遍较低的大背景下,私募股权投资基金要想在风投领域获得收益,就必须选择高质量的投资目标,通过此类成功投资项目的收益来弥补并提升自身的总体收益。

3. 发展投资

随着自身经验的不断积累以及资金规模的不断扩大,私募股权投资基金在选择投资目标和投资项目上也会逐步提升相应的标准。基金方面会对那些已经脱离创业初期的企业,也就是那些已经具有一定规模的企业产生投资兴趣,并将其作为投资的新目标。

对于处于此阶段的企业来讲,其具备了一定的规模和资金实力,但是在其进一步发展方面依然会存在相应的问题,其中随着规模扩大,相应资金的匮乏同样将制约此类企业的进一步发展。那么此时此类公司同样需要引入外部资金来提高企业的活力和发展能力。这时候,引入私募基金对其来说未尝不是一个好的出路。私募股权投资基金的引入一方面给企业带来了有效的管理机制和丰富的人脉资源,另一方面还为企业带来了发展所需要的资金。就业务具体形式而言,私募股权投资基金会通过股东注资的形式为该企业的发展提供资金支持。

应当注意的是,私募股权投资基金此类投资业务的投资目标还包括那些预备上市的企业。对于此类企业而言,其需要通过上市来筹集更多的资金,提升自己的管理水平,完善公司的构架,因此,其可能会选择公开上市的方式。但是要实现上市目标,企业方面需要进行一系列的调整和完善,毫无疑问这需要大量的资金作为基础,此时就需要私募股权投资基金的介入,基金的介入将向拟上市公司提供大量的资金,同时帮助企业进行有效的企业改造,最终有利于企业实现上市的目标,成功上市之后企业的价值得到提升,与此同时作为投资者的私募股权投资基金也可以通过相应的退出机制实现自身的巨额投资回报。

二、常见组织形式

就目前的实际情况来讲,业界通常所采用的私募股权投资基金形式主要包括:有限合伙型投资基金、信托型股权投资基金、公司型股权投资基金。

(一)有限合伙型投资基金

就我国目前的实际情况来讲,私募股权投资基金通常会选择有限合伙的方式进行建构。事实上,就整个国际私募股权投资基金领域来讲,有限合伙制也是目前国际上最为流行的私募治理结构。根据我国2006年8月27日新修订的《合伙企业法》的相关规定,作为有限合伙制的基金,其是由至少一个普通合伙人与若干有限合伙人组成的有限合伙企业建构的。具体来讲,有限合伙企业的合伙人形式具体分为普通合伙人(GP)以及有限合伙人(LP),第一类需要对企业的债务承担无限连带责任,而第二类则仅以出资为限承担有限责任。就企业管理方面的问题而言,普通合伙人占主

导地位。尽管部分有限合伙人也能够通过在合伙企业中设立的投资委员会参与到投资决策当中,但对于采用有限合伙企业形式的私募股权投资基金来说,其主要还是作为普通合伙人的基金管理人,依旧在私募股权投资基金的运营中占据主导地位。

与之相对应,不同合伙人在企业相关责任的承担方面也存在很大的差异。对于普通合伙人和企业的执行管理人而言,基金管理人代表私募股权投资基金对外开展经营活动,并作为普通合伙人,其对基金的债务承担无限连带责任。对于有限合伙人来说,基金份额持有人依法享有对合伙企业的财产权,并且仅仅以其认缴的出资额为限对私募股权投资基金债务承担投资损失。

由此可见,采用有限合伙的方式构建私募股权投资基金总体上具有以下两方面的优势:其一,在税收方面更加灵活且更易于控制成本,比较符合传统私募股权投资基金的投资习惯和要求;其二,此种形式能够能有效地解决投资人和管理人之间的激励与约束的问题。事实上,为了进一步加强对基金管理人运营企业的行为进行监督,合伙企业方面通常还会设立顾问委员会。此类顾问委员会的成员主要由有限合伙人组成,顾问委员会并不享有运营企业方面的权利,而只享有相应的活动监督权。这一方面保证了企业运营的独立性,另一方面又尽可能地加强了对企业经营管理活动的监督和约束,进而对维持整个企业的稳定、持续发展起到了至关重要的作用。除此以外,有限合伙型私募股权投资基金自身的非法人身份同样也不会对基金的运作产生实质性的大影响。基金方面同样可以行使私募股权投资基金的相应权利,比如说,其同样可以依据需要以合伙企业的名义申请贷款或者提供担保。

但需要注意的是,基金管理人在履行管理职责时会产生一定的日常费用,这笔费用通常将由所有基金份额持有人共同承担。一般而言,业界通常所采用的应对方式是,提出私募股权投资基金出资总额的1%~2%作为管理费。此外,对于基金管理人来说,其自身通常也需要投入相当份额的资本(超过1%),以此来对投资者与基金管理人在利益共享与风险共担中予以良好的协调与平衡。

在合伙型的私募股权投资基金中,不同的主体其收益的来源也存在一定程度的差异性。通常来讲,基金管理人的主要收益来自于以下几个方

面:管理分红、按资本额计算的管理费和作为有限合伙人的投资收益。而对于其他基金份额持有人来说,其收益则完全来自基金投资的收益。对于私募股权投资基金来说,情况并不完全如此,其他基金份额持有人并不完全适用以其所投入资本比例分享投资收益规则。由于私募股权投资基金的收益能力在很大程度上受到基金管理人经营管理能力和表现的决定性影响,因此企业方面往往会给予基金管理人高达利润总额 20% 的管理分红,以此来对其工作进行激励。事实上,此种激励性报酬的计算可以按照以下两种方式进行计算:其一按照基金总体利润,其二按照每个投资项目的利润。在某些特定的情况下,基金份额持有人还会提出在扣除一定资本成本之后,再计算管理分红的要求。公司型私募股权投资基金与信托型私募股权投资基金无法通过持股结构自然实现以上的利润分配模式,但是其依旧可以通过在基金管理协议、信托合同中或者是在公司章程中明确规定利润分配的具体模式。

事实上,在相当长的一段时间内,合伙的法律地位并不是那么明确,采用合伙方式的私募股权投资基金也在很多方面处于不确定的状态。这种情况在 2006 年得到了彻底的改变,当年我国正式通过了新《合伙企业法》,根据该法的规定,有限合伙形式正式成为我国法律所认可的一种正式的合伙形式。该法很快于 2007 年 6 月 1 日正式生效实施。至此,有限合伙形式成为构建私募股权投资基金的合法化方式,受到法律的明确认可。对于采用有限合伙形式构建的私募股权投资基金来说,基金投资和运营的管理人通常并不对其管理的资产拥有绝对的财产权,也就是说,投资人与管理人是分离的,但应当注意的是,他们依旧享有对非己财产的投资决策和运营管理权。

事实上,造成上述情形的主要原因在于两方面:一方面是因为民主和效率不可兼得,让每一个基金份额持有人参与到投资决策当中,必然会大大削弱投资决策的效率,增加投资决策的成本,不利于基金本身的发展;另一方面则主要由于基金管理人自身就具备经营私募基金的专业能力,而其他基金份额持有人通常缺乏在这方面经验或者没有时间和精力去进行处理。对于采用公司型构建模式的私募股权投资基金来说,公司的权力最终仍然掌握在作为股东多数的其他的基金份额持有人手中,公司股东作为公司的最高权力层能够左右决策,即便是其他的基金份额持有人还是可以对