



律师高端业务培训授课实录系列丛书

总主编：徐 建 龙翼飞



风险投资与 私募股权律师实务

FENGXIAN TOUZI YU SIMU GUQUAN LVSHI SHIWU

中国人民大学律师学院 组编



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



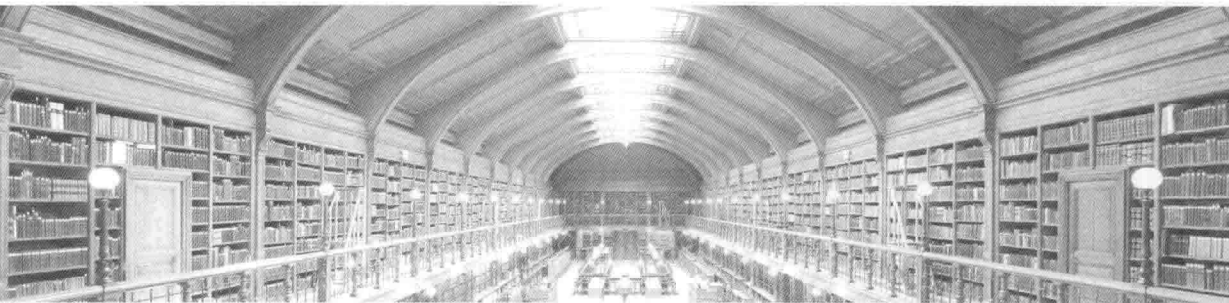
律师高端业务培训授课实录系列丛书

总主编：徐 建 龙翼飞

风险投资与 私募股权律师实务

FENGXIAN TOUZI YU SIMU GUQUAN LVSHI SHIWU

中国人民大学律师学院 组编



 法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

风险投资与私募股权律师实务 / 中国人民大学律师
学院组编. —北京:法律出版社,2014.8
(律师高端业务培训授课实录系列丛书)
ISBN 978-7-5118-6381-2

I. ①风… II. ①中… III. ①证券法—基本知识—中
国 IV. ①D922.287

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 089596 号



© 法律出版社·中国

责任编辑/陈妮

装帧设计/李瞻

出版/法律出版社

编辑统筹/财税出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/固安华明印业有限公司

责任印制/吕亚莉

开本/720毫米×960毫米 1/16

印张/15.25 字数/265千

版本/2014年8月第1版

印次/2014年8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

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

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 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 978-7-5118-6381-2

定价:38.80元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

律师高端业务培训授课实录系列丛书

编辑委员会

- | | | |
|----|-----|-------------------|
| 主任 | 洪道德 | 中国政法大学刑事司法学院教授 |
| 委员 | 黄士林 | 中国人民大学律师学院理事会副理事长 |
| | 刘春田 | 中国人民大学知识产权学院院长 |
| | 刘瑞起 | 中国人民大学律师学院副院长 |
| | 薛庆予 | 中国人民大学律师学院行政总监 |
| | 黄海星 | 中国人民大学律师学院理事会理事 |
| | 任湘清 | 中国人民大学律师学院特别顾问 |
| | 万春 | 中国人民大学律师学院特别顾问 |
| | 孟扬 | 中国人民大学律师学院特别顾问 |

审定委员会

- | | | |
|----|-----|------------------------|
| 主任 | 何悦 | 天津大学文法学院教授 |
| 委员 | 邱贵生 | 中国人民大学律师学院发展策划委员会主任 |
| | 王耀华 | 中国人民大学律师学院发展策划委员会执行副主任 |
| | 韩玉胜 | 中国人民大学律师学院副院长 |
| | 张林 | 中国人民大学律师学院助理院长 |
| | 徐孟洲 | 中国人民大学法学院教授 |
| | 陈里程 | 中国人民大学律师学院特别顾问 |
| | 李争平 | 中国人民大学律师学院特别顾问 |
| | 王洪涛 | 中国人民大学律师学院特别顾问 |

丛书编辑办公室

- 邓小林 中国人民大学律师学院办公室主任
陈 云 中国人民大学律师学院办公室副主任
周 洁 中国人民大学律师学院院长助理
杨洪浦 中国人民大学律师学院院长助理
黄 河 中国人民大学律师学院院长助理
蒋镇远 中国人民大学律师学院项目培训部执行主任
高巍巍 中国人民大学律师学院院务秘书兼办公室主任助理

律师高端业务培训授课实录系列丛书

编写说明

中国人民大学律师学院成立于2009年4月。学院的目标是：培养律师方向的法律硕士专业研究生；对在职律师进行高端业务的培训；与国外的律师教育培训机构进行有效合作。

根据律师业务不断发展的需要，律师学院已经举办了20余期律师高端业务培训班，取得了很好的效果。我们聘请了100余位业务精湛的知名律师作为客座教授为培训班学员授课，他们既有理论又有实践，业有所长，术有专攻，得到了学员们的一致认可和好评。

培训班内容广泛，涵盖了律师业务的各个方面，包括证券发行上市律师实务、房地产法律师实务、刑事辩护律师实务、律师事务所管理高级研修、商标与反不正当竞争法律师实务、著作权与专利法律师实务、建设工程律师实务、公司并购律师实务、企业法律风险管理律师实务、风险投资与私募股权律师实务、婚姻家庭与继承律师实务、金融法律师实务、矿业与能源法律师实务、合同法律师实务、土地法律师实务、招投标与拍卖律师实务、民商事争议解决律师实务、保险法律师实务、市场拓展与品牌管理律师实务、劳动与社会保障律师实务、信息网络与高新技术法律师实务以及税务、会计与律所财务管理，等等。此外，我们还在每年举办西部地区律师公益培训以及企业家法律培训。

为了让更多的律师共享培训资源,我们与法律出版社合作,将客座教授的授课实录音频资料整理、编辑为律师高端业务培训授课实录系列丛书出版。在整理编辑过程中,我们尽量保留了客座教授讲课的风格,仅作了适当删改。需要说明的是,有些授课人供职单位已有变化,我们仍然按照授课时的供职单位署名,希望得到理解。

中国人民大学律师学院法律硕士专业律师方向研究生于雪飞、王菁、卢建府、孙东方、宋建设、彭严同学为授课实录系列丛书中的《律师事务所管理实务》、《刑事辩护律师实务》、《企业法律风险与防范律师实务》、《房地产问题律师实务》做了大量的文字整理工作,非常辛苦,深表谢意。

法律出版社为了本系列丛书的出版做了大量本不该由他们承担的事务性工作。在此,特别表示衷心的感谢!若没有他们的鼎力帮助与支持,本丛书将难以如期顺利出版。

如果授课实录系列丛书存在什么瑕疵,责任应由我们承担。热诚希望读者提出宝贵的意见或建议,以便今后我们做得更好。

中国人民大学律师学院
2013年12月

目 录

第一讲 私募股权基金运作全流程概述	
北京中闻律师事务所合作人 杨 勇	1
第二讲 《证券投资基金法》的修改与私募基金的发展	
北京市商安律师事务所主任 熊 智	28
第三讲 风投私募律师的价值	
国浩律师集团事务所创始及执行合伙人 李 淳	40
第四讲 私募股权基金实操中的法律问题	
北京中伦律师事务所合伙人 冯继勇	54
第五讲 律师如何为 PE 提供法律服务	
——私募股权实务操作中的法律问题	
北京展达律师事务所主任 张 伟	73
第六讲 私募股权投资及上市之法律问题	
广盛律师事务所高级合伙人 刘新辉	92
第七讲 股权投资基金促进和适度监管	
北京长安律师事务所副主任、高级合伙人 傅 强	116

第八讲	房地产私募股权投资新的退出机制	
	——房地产投资信托基金	
	广东深亚大律师事务所合伙人 刘全民	127
第九讲	私募股权基金与社保基金	
	全国社会保险基金理事會实业投资部副主任 邢 彪	141
第十讲	房地产私募股权基金	
	华房系基金创始合伙人 张 健	161
第十一讲	私募股权投资交易及法律服务	
	北京万商天勤律师事务所合伙人 邱 健	170
第十二讲	投行视角的 PE 及其法律服务	
	北京匡富投资公司执行总裁 刘 新	192
第十三讲	从投资人的视角看法务工作及律师	
	北京千舟投资基金管理公司总裁 袁北林	213
附录	论坛	
	——民营企业融资创新	222

第一讲 私募股权基金运作全流程概述

北京中闻律师事务所合作人 杨 勇

2011年6月14日国家统计局公布了2011年5月的居民消费指数CPI是5.5。我们现在的存款利率是3.25%，这意味着，现在的存款是负利，为2.25%。就是钱存在银行的贬值速度是2.25。中国现在市场上的货币量十分充足，流动性非常强。这个2009年和2010年货币发行量是25万亿元，原来的银行存款总额是76多万亿元，“十二五”规划里建高铁每年有7000亿元投入，共3.5万亿元，3200万套的保障性住房的总额是5万亿元，所以将来中国市场的人民币量非常大。CPI指数要压物价上涨，通货膨胀的任务非常艰巨。在这样的背景下，律师的未来市场很大。银行分为商业银行和投资银行。在美国花旗银行、汇丰是商业银行，摩根、美林是投资银行，规模是一样大的。可是中国没有专门的投资银行，基本上是在证券公司里边有个投行部，那么投行的规模相当于商业银行的1%，如果按照体量上能够基本持平，将会有30多万亿元的银行的存款要转到投资银行，加上货币流通量将会持续增发，总共30多万亿元或40多万亿元的钱要流到投资银行投资业务，投资银行有一系列的业务需要大量律师服务，这给律师提供了一个巨大的市场。单单是从这个30多万亿元的储蓄存款搬到投资银行里，按照国际惯例的营业额也是1%或者是能拿到2%的服务费的，它不是一个环节，里面有持续的一层一层的投资，一次一次的募资，就是新增的资本市场将会给律师业提供

多大的营业额。

一、私募股权基金的初步认识

(一) 概念

1. 投资与投资资金

我们经常说的投资和投资业,看似很接近,但实际上差别非常大。投资是拿出一部分钱投到某个领域或某个项目中去,期望的是通过投资行为使这个项目和这个公司成功,这个项目和这个公司通过产品和服务的经营获得收益,然后享受逐年分红。也就是投的是目标本身。可是投资业就不一样了。投资家、银行家经营的不是投资的这家公司,他不是靠本身的经营挣钱,而是通过手里的资本投入、退出来实现盈利,而投入什么项目就不重要了。打个比喻就是,投资就是找一个人结婚,希望白头偕老,所以就斟酌家境、出身、身份等。而投资业则是不一样的,投资业也在找对象也在结婚,可是考虑的第一个问题是怎么离婚,把离婚考虑好了才决定要不要和这个人结婚。也就是说,一个资本投进去一定要想好退出机制,当退出来的盈利大于投入时,经营活动就结束了。投资和投资业的理念和方向是不一样的。今天谈的是投资业,投资在这里只是一个环节的工具。资本只认资本收益率,而不认哪个项目好,哪个项目坏。这是今天首先要树立的一个观念,就是我们做的是一个资本业务。

2. VC&PE

好多理论都说 VC&PE 业务,但其实风险投资与私募业务不是一个并列的概念。实际上我们所作的业务就是募集来钱,投资银行的主要业务就是把钱募集进来,然后选择项目投出去。募集进来的这个过程叫 PE,就是私募。那么投资出去的时候有不同阶段。比如,有天使投资阶段,仅仅是这个人有一个想法,投资人觉得不错。这时的风险是最大的,投资后开始干这件事,那么一旦着手之后紧接着的就是创业投资。这是发改委主张的创业投资。过了那个想法,天使投资过后成型了,就由创业投资或风险投资进来。这个阶段过去之后,投资的企业开始盈利了,这时就有 PE 基金进来。所谓的 PE 基金就是这种私募的股权基金进来。股权基金进来一直到再有替代基金进来,然后到上市,分为不同阶段,可能主体都是这一个基金。只是对于项目的不同阶段,给不同的投资手段起不同名字。所以,VC 这个概念就是投资的某一个阶段。2009 年,一开始做风险投资的比较多,股权投资少,中国的风险投资 PE 化了。当它没有产生利润风险最大时,已经投入,而开始往后期投。也就是这个企业已经产生盈利了,他才去投,然后在上市前退出或者上市后退出,这就没有什么风险,这里面也滋生出去很多的 PE 腐败。那

么也就是说,风险投资已不再去支持那些创业性的创造家,那个高风险的行业 PE 化了。现在有一个势头就是股权投资基金又风险化了,又往前走,主要原因就是市场上的资金太多,民营企业的经营环境又非常恶劣,不断恶化。所以大家都拼命地要做基金、投资,这就造成好多基金找不到好的项目去投。再加上在操作股权投资基金的过程中程序上有问题,投资人找不到好项目,遇到的都是骗子,造成了大量的不太好的项目。一两年之后到退出期的时候,大量的诉讼会产生。这对基金的发展肯定不好。私募股权基金的风险,不同的机制风险控制手段是不一样的,如果被迫地往前阶段去投资,那么势必会造成很多问题。作为投资一般分为种子期、创始期、扩张期到替代资本就是 PIPE。

还有一种就是并购基金、破产资金和夹层资金。

我们拿一支基金做例子来演示。私募股权基金有几种形式:第一种就是公司制的;第二种是信托制的;第三种是有限合伙制的。我认为有限合伙制的是最科学的。因为我们 2007 年 6 月 1 日《合伙企业法》增加了有限合伙这个制度,其主要目的,甚至于说全部的目的就是中国的私募股权基金的发展而引入这项制度,是最合适私募股权基金的。公司制有它的弊端。公司制是注册资本制,注册资本制解决不了投资主体。注册资本如果是 5000 万元,5000 万元投完了,就只能等着这个投资项目出事儿或者成功退出。它解决不了持续募资。持续募资的问题对于公司制来说不适合。因为它要增资扩股才能实现持续募资。投资行业其实也是一种信托。那么公司制的组成,权力机构是董事会,而董事会的组成是由资本衍生出来的,是根据股东的投资额再派董事,所以董事往往是他的亲戚或者可信任的人,但不一定很专业。这样一帮由资本衍生出来的,并不是这个行业的专家组成的团队的决策能力和效率都是非常低的,它实现不了投资收益的效率的最大化。而有限合伙制是有一个普遍合伙人带一帮专家,作为一种专家理财,它的效率高,这就杜绝了资本份额对决策的影响将这两个分离了,这个在以后的运作里会逐步体现出来。公司是人类历史上最伟大的发明,它解决了一个资金募集的问题,但也有一个解决不了的弊端,就是内部人控制。随着公司制的发展,所有权和经济权分离之后,所有人委派董事会,董事会委派高管来管理公司,股东就由“举手投票”变成了“用脚投票”了。那么高管作为内部的控制人逐渐地把股东的权利稀释,通过增发、扩股就把一些大股东的股东稀释,到最后每个人都没有什么发言权和控制力。如果觉得已经控制不了这家企业了,大不了把股票卖掉,走人而已,所以内部人控制的问题是解决不了的。而内部人对于企业逐步地进行控制这是一种人性使然,所以这也解决不了。可是这些人又不是这家企业的投资者,他为自己的行为后果承担不利后果的非常少,于是他就会用各种各样的办

法将这家企业据为己有,即便失败了也没有什么成本,因为他是受雇用的。那么现在有限合伙制就有一个进步。在责任人划分上,GP承担的是无限责任。这就将内部人的责任加大了。所以这个机制在目前来说应该是针对于公司制内部人控制这一点上也做出了改进,还加上前面说的持续募资、投资人的权利平等这些制度有重大改善。具体有没有什么问题,还需要在运行的过程中再逐步去发现。

(二) 结构

私募股权的企业是依据《合伙企业法》成立的,然后以非公开方式募集,这是它的一个主要特征,区别于公募基金,以非公开方式在熟人圈募集。投资非上市企业股权的这一点上也是一个重要特征。不能募集资金去炒股票、去二级市场上兴风作浪,这是不允许的。除了刚才谈了公司制的这个私募股权基金,还有就是信托制的。信托制的操作比较复杂,中国的信托制也不是很成熟,而且成本特别高。私募基金的结构也很简单,我们先看图1,中间就是私募股权基金,就是要成立的合伙企业。那么这家合伙企业首先是由普通合伙人去发起,就是这个GP。我们现在常用的做法就是成立一个基金管理公司去扮演普通合伙人的角色,然后发起这个私募股权基金。那么私募股权基金投资人会有50人以下,最多49人,因为里边还有个GP作为普通合伙人,这是最少有一个普通合伙人,其他的在这之外。在这50人之内减去普通合伙人的数量就是最多的有效合伙人的量,这其实就是投资者。由无数个就是50人以下的投资者作为出资方将钱汇到有限合伙里。那么针对普通合伙人有一个规定,最低要在里面入募资金额的1%,然后募资金额1%以外的,也可以是1%、2%、3%,但是没有必要。1%以外的是由LP来认购股份,比如,要募资5亿元,那么这个普通合伙人要放进去500万元,其他的钱是由LP汇进来。汇进来放到哪里呢?不能说是放到公司的账户上,这么大金额的资金不能由几个普通合伙人来操纵,这样风险太大,而是要放在托管银行里。托管银行会给企业专门开设一个托管账户,开完之后,普通合伙人的钱汇到这个托管银行,LP的钱也汇到这个银行。私募股权,这个有限合伙企业是碰不着钱的。跟银行之间有个协议,要划拨、划转要根据托管协议一系列的指令,托管银行一看符合条件就给划,但是有限合伙企业够不着钱,这个结构主要是一个风险防范。普通合伙人找到很多项目,然后LP把钱汇进来投到一个一个项目中去,对这些项目考察成熟签订了投资协议,然后给银行一个指令,银行根据这些指令把钱划到一个一个项目中去。这就是一个私募股权基金的结构。

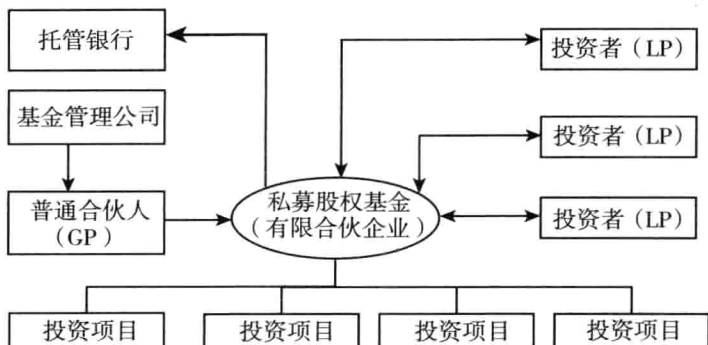


图1 私募股权基金结构图

（三）特点

私募股权基金,我们记住它几个特点,这对理解图1和它的概念有一个促进作用。第一,它是资本承诺制。中国的公司是实投资本制,就是注册资本要实际到位,改进之后也是20%,后来规定两年之内要全部到位。而私募股权基金采取的制度是资本承诺制,例如,要募集5亿元的资金,那么在座的各位57人里面除去8人,还剩49人可以做LP,可以认购500万元,或者认购1000万元但是不需要马上到位,因为项目还不一定找好了。钱放到这儿没用,只要每个人有一个承诺,这个基金就可以发行了。第二,私募股权基金就是按项目退出,定期分红利润不做滚动投资。从原理上来说,钱的所有权人还是一个一个的LP,它不像公司制的,钱属于公司所有,如果到期了,就应该分给大家,如果还有项目要做,就再投资,再重新募集。分完之后想继续再做,即使跟这件事情关联非常大,那也要重新跟大家商量把钱投进来。这时候有的人可能就不投了,有的人可能要加大份额。就是说,它一定是按项目退出。比如,季期分红,如果是承诺期三年、五年的到期,一定要分,这个基金基本上就要解散了,但是可以持续募资。因为持续募资就是二级基金、三级基金就把持续经营给解决了,所以不能到时候不分红。我们很多公司因为大股东控制后就不给小股东分红,小股东也有办法跟大股东“捣乱”,那就是利用他小股东的身份和权利不停诉讼,所以那种关系就比较紧张。第三,税收特点就是先分后税,减少纳税环节。LP投资之后要分红,但不是税后自己拿走就是将所分得利益分给自己了,而是自己再根据所得数额应纳的个人所得税去报税,所以合伙企业不是一个纳税的主体。私募股权基金的优势比起企业少纳了一道税,即合伙企业自己没有税收安排。所得的盈利是直接分给一个一个LP,LP根据累进税率去纳税。第四,投资人权利平等,认购的份额和将来在合伙人大会、核算信息披露,知情权增加一系列权利上,表决权上是平等的,因为也没有什么表

决权,就是一种委托。游离出来的就是管理权和所有权是分开的,所以基本每一个投资人不管是认购了5000万元还是500万元,在后期的权利上是平等的。这不像公司制。公司有可能是有一个人非常有钱,但是这个人比较笨;有一个人没什么钱,但他很聪明、很专业,那个份额少的人的意见就是不会被尊重的。第五,先退后进。就是投资时设计好退出的方式。这是投资业中资本投资业的特点。

(四)管理

私募股权基金有几个机构:其一是权力机构,是一个联合管理委员会。就是一个合伙人派一个代表组成联合管理委员会。基金成立的时候召开一次,通过一系列的文件签署合伙人协议、投资承诺书等这些文件的,那么设主席一职作为召集人,他是没有工资的。

其二就是联合管理委员会产生一个投资决策委员会。投资决策委员会是非常重要的,它是要在基金整个运转过程当中承担着投资决策的职能,不需要人太多,5~9个人就比较合适。一定要是单数,因为有些是要表决的。其三就是执行机构,就是这个GP,有一个基金管理公司。它来做一些落实操作层面上的工作,就是对项目的发现、认证、谈判、交易、管理退出。其四就是托管银行基于资金托管协议,负责资金的管理和在资金决策委员会的指令下划拨资金。其五是担任监督机构的中介机构,这包括会计师事务所、律师事务所、评估师事务所、审计师事务所等,它在里边要承担起比传统业务要更加重的角色,因为它是一系列规则拟制的法律的互动体。这个牵扯“企业”,什么叫企业?其实企业不是指的这块土地、厂房和设备,企业主要是指的一系列的关系,就是合同、权利、义务所形成的关系体,那么我们的私募股权基金这块,这个关系体就是从操作上需要精细化的,所以对律师事务所、会计师事务所和审计师事务所和评估机构的依赖程度比较高。我们来做一些背景的了解,世界前十大基金管理公司(见表1),第一就是德州太平洋集团,第三是凯雷集团,第四是黑石集团。中国十大PE/VC管理人(见表2),现在最大的实际上是建银国际。

表 1 世界前十大基金管理公司

排名	英文名称	中文名称	过去十年筹资额 (亿美元)
1	TPG	德州太平洋集团	509
2	Kohlberg Kravis Roberts (KKR)	科尔伯格·克拉维斯·罗伯茨	498
3	The Carlyle Group	凯雷集团	437
4	The Blackstone Group	黑石集团(百仕通)	425
5	CVC Capital Partners	CVC 资本	377
6	Goldman Sachs	高盛	341
7	Bain Capital	贝恩资本	316
8	Apollo Management	阿波罗管理公司	306
9	Apax Partners	N/A	248
10	Permira	N/A	233

表 2 中国十大 PE/VC 管理人

私募股权投资机构		创业投资机构	
排名	基金名称	排名	基金名称
1	建银国际(控股)有限公司	1	深圳创新投资集团有限公司
2	凯雷投资集团	2	红杉资本中国基金
3	鼎晖投资	3	IDG 资本
4	昆吾九鼎投资管理有限公司	4	赛富亚洲投资基金
5	新天域资本	5	深圳达晨创业投资有限公司
6	高盛集团直接投资部	6	江苏高科技投资集团
7	海富产业投资基金管理有限公司	7	上海永宣创业投资管理有限公司
8	中信产业投资基金管理有限公司	8	深圳中科招商创投管理有限公司
9	弘毅投资(北京)有限公司	9	深圳同创伟业创业投资有限公司
10	厚朴投资	10	联想投资有限公司

中国私募的投向,从图 2 上我们可以看出来,这是 2009 年、2001 年统计的一个加数,一般还是比较偏向于互联网的。那么对于互联网的偏向将会还要持续一段时间,因为这个是一个创富的主要领域。

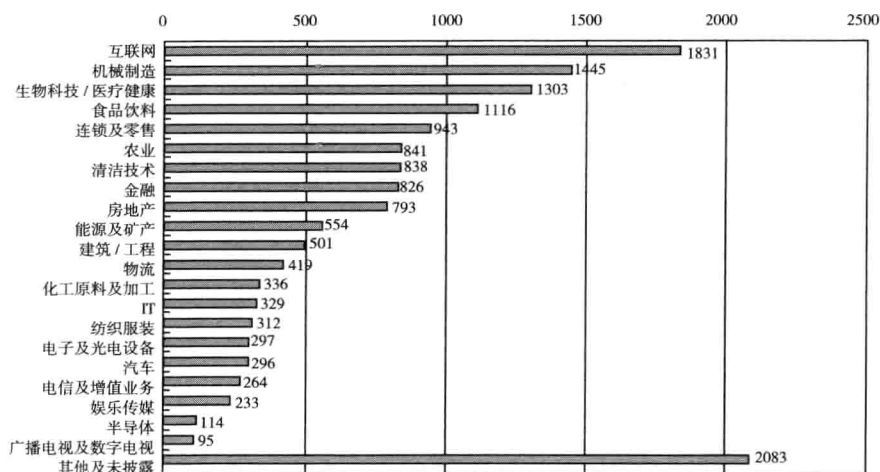


图2 中国私募股权投资向

我们可以看看图3这个私募股权相关政策的演变,根据这个表大家可以在网上搜各种文件,我觉得我们要做这个业务,第一是要把它的立法严格地搞清楚。第二是随着下面讲整个操作流程,根据这个过程中所需要的法律文件,作为律师都要做一个最基础的模板,不一定拿出来就能用或者是就多么完善,但是一定要先把它做出来,甚至于写一个标题,先写上几条,把它基本条款写出来之后,也要把它弄出来一个流程,要把业务标准化、流程化,这样你才能够心里有底,再去接待客户就会是一种专业形象。

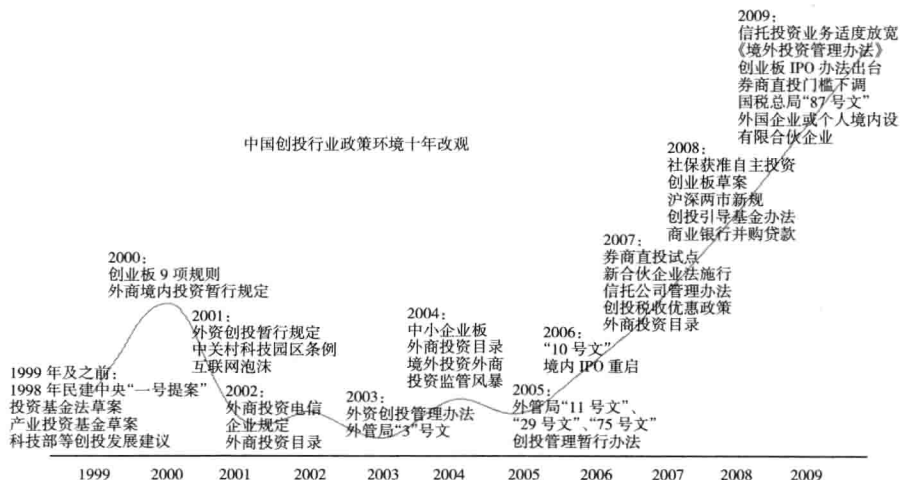


图3 私募股权相关政策演变