

F 基母 | FUND MOTHER
中国LP权益保护开创者

AN INTEREST
PROTECTION
GUIDE TO
PRIVATE EQUITY
INVESTOR (LP)
IN CHINA

石育斌◎著

中国第一本
LP权益保护
专著

中国私募股权 投资人权益保护指南

LP 你该如何保护你的利益?

法律出版社
LAW PRESS · CHINA



AN INTEREST PROTECTION GUIDE TO
PRIVATE EQUITY INVESTOR (LP) IN CHINA

中国私募股权 投资人权益保护指南

石育斌◎著

 法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国私募股权投资人权益保护指南 / 石育斌著.
—北京:法律出版社,2011.11
ISBN 978-7-5118-2653-4

I. ①中… II. ①石… III. ①企业融资—私人投资—
投资者—权益保护—中国—指南 IV. ①
F279.23-62②F832.51-62

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第210932号

中国私募股权投资人权益保护指南
石育斌 著

编辑统筹 法律应用出版分社
策划编辑 孙慧 聂颖
责任编辑 聂颖
装帧设计 李瞻

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京中科印刷有限公司
责任印制 陶松

开本 720毫米×960毫米 1/16
印张 16.5
字数 215千
版本 2012年1月第1版
印次 2012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

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 978-7-5118-2653-4

定价:58.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

前言

保护 LP 利益是我国 PE 产业健康发展的重中之重

私募股权(Private Equity, PE)是现代金融市场的一个分支,是一种新兴的投资方式与资产类别。对于我国而言,目前私募股权整体上还处于早期发展阶段。我国虽然在 20 世纪 90 年代初期就出现了风险投资的基本理念与实践运作,但是私募股权体系的真正发展则肇始于 2000 年之后,尤其在在我国 2004 年推出中小企业板、2006 年完成股权分置改革、2007 年修改《合伙企业法》以及 2009 年在十年磨一剑之后正式推出创业板市场等一系列利好政策的推动下,私募股权近年来在我国呈现出井喷式的增长态势。

在私募股权基金体系内,包含两大核心主体:投资人与管理人。在有限合伙制私募股权基金框架下,投资人是有限合伙人(Limited Partner, LP),而管理人是普通合伙人(General Partner, GP)。同时,由于有限合伙制已经成为全球私募股权基金最为普遍采取的组织形式,为此,目前在私募股权基金产业内,我们已经约定俗成地将 LP 指代私募股权基金的投资人,而 GP 指代私募股权基金的管理人,而不论该私募股权基金是否采取了有限合伙制。

一般地,在私募股权基金中,GP 的价值在于寻找并锁定投资机会,管理与服务被投资企业,设计与实施退出方案,而 LP 的价值则在于其出资。这是就 PE 投资界通俗所称的“有钱的出钱,有力的出力”,LP 与 GP 之间各有所长、互有所需、相互配合、携手创富。然而,即使 LP 与 GP 之间是出于合作共赢、资源互补、共襄盛举的目的团结在一起的,但是无法回避也无法否认的是,LP 与 GP 的矛盾与纠纷将始终伴随着私募股权基金发展过程的始终。

2 中国私募股权投资人权益保护指南

尤其对于我国私募股权基金产业而言,由于前几年我国 PE 产业整体上处于私募股权基金的募集与设立期,LP 与 GP 之间的矛盾与纠纷还不甚明显。但是,我们可以预见,在未来我国私募股权产业整体上逐渐进入投资期以及退出期之后,一直处于潜伏状态的 LP 与 GP 之间的矛盾与纠纷必将浮出水面。

那么,对于我国私募股权基金而言,LP 与 GP 的矛盾与纠纷根源何在?笔者认为,根源就在于,相对于 GP 而言,我国 LP 在私募股权基金产业中一直处于劣势地位。限于专业知识的匮乏、行业信息的不对称以及整个社会诚信体系的缺失等制度性原因,我国 LP 的合法权益一直没有得到有效保护。首先,在募资过程中,GP 一般会使用大量的专业术语解释该基金的历史业绩以及未来预期,而且对于向 LP 披露的相关信息也早已进行了精心筛选甚至包装。同时,银行与第三方理财机构等募资机构,由于与 GP 在根本利益上具有一致性,所以,只要它们已经决定为某个基金募资之后,那么 LP 就很难从银行或第三方理财机构那里获得任何关于该基金不利的信息。其次,作为规范和约束 GP 与 LP 权利义务关系核心法律文件的《有限合伙协议》,则是由 GP 律师以维护 GP 利益为原则而精心设计的,其中一般都会故意略去对保护 LP 权益有利但对于 GP 却具有实质性约束的条款。其结果是,无论 LP 如何修改该法律协议,最终版本的《有限合伙协议》一般仍是以保护 GP 权益为中心的。最后,在 PE 基金运行过程中,LP 基本上属于被动投资状态,GP 几乎不会将基金出现的一些重要信息及时地告知 LP,而所谓信息披露做得比较好的 PE 基金也只不过是经过一再修饰的财务资料向 LP 进行简单展示而已。正是由于我国私募股权基金中 LP 的劣势地位以及 GP 的优势地位,使我国 LP 的合法权益始终处于被限制甚至被侵犯的状态中。

然而,LP 的权益无法得到有效保护,损害的不仅是 LP 的利益,还有 GP 的利益,更加严重的是,还将损害我国私募股权产业的整体利益。这是因为,LP 是 PE 的“根”,LP 的出资是 PE 产业存在的前提与基础,而 PE 产业运

作的根本目的就在于 LP 资产的保值与增值。而当 LP 权益一直无法得到有效保护时,那么 LP 就会出资谨慎甚至不愿出资,那么一国 PE 产业的源头活水就会减少甚至枯竭。这时 GP 就失去了存在的价值与意义,而一国的 PE 产业也必将遭受巨大损失,甚至萎缩消亡。虽然目前我国私募股权投资人权益保护问题还不至于短期内演化到阻碍甚至限制私募股权产业发展的程度,但是,由于我国私募股权产业的起步较晚、根底较弱以及法规滞后,再加上我国 GP 群体的诚信意识薄弱、企业长期发展愿景缺失以及内外部监管制度匮乏,目前我国 LP 权益保护问题已经显得极为迫切,保护 LP 利益已经成为我国 PE 产业健康发展的重中之重。

本书分为三篇共十七章,全面分析与阐述了 LP 权益保护的从选择基金到获利退出直至创设自己 PE 基金的全程实践操作问题。上篇是“如何选择 PE 基金——从事 PE 投资的第一步”。该篇主要阐述了 PE 的若干基本概念、PE 的组织架构、当前中国 LP 选择 PE 时的乱象与危机以及选择 PE 基金的规则与方法。中篇是“如何与 PE 建立合作关系——保护你合法权益的核心步骤”。这是本书的主体内容,几乎包含了投资人与 PE 基金谈判磋商以及签署法律文件所需要注意的所有问题。例如,有限合伙协议的整体性理解、固定回报承诺、经营期限、合伙人出资、GP 的组织形式与权限、LP 的权限与责任、PE 基金的日常运作、PE 基金的利益分配以及矛盾与纠纷。下篇是“如何实现从 LP 向 GP 的转变——组建你自己管理的 PE 基金”。该篇主要阐述了实业家向投资家的蜕变、PE 基金设立地的选择以及如何成为中国优秀的 PE 基金等问题。此外,为了便于读者阅读本书,笔者在附录中加入了“本书主要英文缩写词的简要含义”以及“我国与 LP 权益保护有关的法律、法规目录”两个概要的说明文件。

感谢法律出版社对于本书的重视与支持,感谢法律应用出版分社戴伟社长和聂颖编辑的宝贵意见和高效工作。

本书是我国第一本关于私募股权投资人权益保护的书籍,笔者凭借对私募股权基金十余年的律师实务经验以及理论研究心得,力图为投资中国

4 中国私募股权投资人权益保护指南

PE 产业的境内外 LP 奉献一本指导其保护与增进自身权益的实务操作指南。

当然,限于个人能力以及写作时间,本书中恐难免有疏漏、不当或谬误之处,恳请广大读者不吝批评与教诲。同时,笔者也将在未来从事维护与增进我国私募股权投资人权益的实践操作与理论研究中,不断积累与探索私募股权投资人权益保护的运作规律与操作方法,努力为我国私募股权投资人权益保护体系的形成与完善,以及我国私募股权产业的整体健康发展,出一份力,尽一份心。

石育斌

二〇一一年九月

Contents 目录

上篇

如何选择 PE 基金——从事 PE 投资的第一步

第 1 章 PE 的若干基本概念——你不得不知晓的理论知识	3
一、私募股权	3
二、基金	4
三、私募股权基金投资人	5
四、私募股权基金管理人	6
第 2 章 PE 是如何运作的——PE 的组织架构	8
一、PE 的核心在于人	8
二、公司制 PE	9
三、契约制 PE	10
四、有限合伙制 PE	13
第 3 章 当前中国 LP 选择 PE 时的乱象与危机	16
一、乱象	16
二、原因	21

三、危机 23

第 4 章 选择 PE 的规则与方法——尽职调查 26

一、基本面 26

二、团队 29

三、投资策略 30

四、过往业绩 31

五、投资行为 33

中篇

如何与 PE 建立合作关系
——保护你合法权益的核心步骤

第 5 章 LPA(有限合伙协议)是规范与界定 LP 权利的

“宪法性文件” 39

一、基本含义 39

二、LPA 的契约自由性 40

第 6 章 “全面版本 LPA”与“工商版本 LPA”，

你该注意什么 43

一、基本知识 43

二、LP 疑问——全面版本 LPA 的法律效力 46

三、LP 疑问——是否为“阴阳合同” 46

四、主要潜在风险——“善意第三人” 47

五、LP 应该注意的主要问题 52

第 7 章 “固定回报承诺”, 这个“承诺”你要不要	54
一、德厚资本黄浩案——“固定回报”的恶果	55
二、“非法集资”与“非法经营”——PE 运作的两条红线	60
三、PE 结构创新与“固定回报承诺”	73
四、什么是“最低投资收益率”	75
五、LP 应该如何面对	76
第 8 章 “经营期限”多长是合适的	78
一、基本知识	78
二、股权“锁定期”	81
三、LP 应该注意的问题	92
第 9 章 “合伙人出资”应该注意哪些问题	94
一、LP 与 GP 的出资比例一般如何规定	94
二、GP 的劳务出资应该如何评估	98
三、LP 的出资方式有几种类型	100
四、如果不能按时出资会怎么样——LP 出资违约问题	103
第 10 章 GP 的组织形式与权限	109
一、GP 的组织形式有哪些	109
二、GP 到底应该有多大的权限	118
三、除了 GP 之外, 还需要外部基金管理公司吗	122
四、什么是“关键人”条款	124
五、一个 GP 到底可以管理多少只基金	128

第 11 章 LP 的权限与责任	131
一、“LP 不得执行合伙事务”究竟是什么含义	131
二、如何对待“有限合伙人的陈述和保证”条款	134
三、LP 可能承担哪些责任	136
四、“联合投资”是否会构成对 LP 权益的侵犯	139
第 12 章 PE 基金的日常运作	144
一、PE 的投资对象包括哪些	144
二、PE 能否“对外举债”	147
三、LP/GP 能否与基金进行交易	150
四、合伙人的出资份额转让	153
五、投资决策委员会、投资顾问委员会及合伙人会议	159
第 13 章 PE 基金的利益分配	167
一、对于管理费,你应该注意哪些问题	167
二、对于合伙企业费用,你应该如何监管	173
三、回拨机制方式,还是先成本后收益方式	178
四、PE 基金必须采取银行托管吗	181
第 14 章 矛盾与纠纷	188
一、PE 运作的目的地——解散清算	188
二、“补充协议”——PE 纠纷的“温床”	191
三、能否查阅基金的财务账簿	196
四、如何处理 LP 与 GP 之间的矛盾甚至纠纷	199

下篇

如何实现从 LP 向 GP 的转变

——组建你自己管理的 PE 基金

第 15 章 中国 LP 都想当 GP——实业家向投资家的蜕变	207
一、这个决定到底对不对	207
二、这个现象到底好不好	209
第 16 章 PE 基金筹备过程中最主要的考虑因素——设立地	213
一、北京	214
二、上海	218
三、天津	221
四、苏州	228
第 17 章 如何成为中国优秀的 PE 基金	236
一、最重要的素质——诚信	236
二、最重要的能力——创新	238
三、最重要的竞争力——团队	240
四、最重要的战略——对社会具有积极价值	242
附录一 本书主要英文缩写词的简要含义	245
附录二 我国与 LP 权益保护有关的法律、法规目录	246



上篇

如何选择 PE 基金



——从事 PE 投资的第一步

2000年之后,尤其是2005年以来,私募股权基金在中国大地上呈现出井喷式增长态势,不同所有制、不同组织结构、不同参与主体的私募股权基金如雨后春笋般在我国资本市场上野蛮生长。

一批批借助私募股权基金力量而成功实现境内外上市的案例,不断向世人昭示着一夜暴富的资本市场神话,越来越多的各类投资人在私募股权基金这种“造富”能力的强烈吸引下,纷纷开始进入私募股权基金这一特殊的资产类别。

然而,由于私募股权是一种颇为复杂的投资行为与金融产品,对于我国绝大多数投资者而言,私募股权基金都属于“丈二金刚”,让投资人“摸不着头脑”。而当一个投资人已经决定进入这一资产类别时,你遇到的第一个问题就是如何选择私募股权基金?这是你从事私募股权投资的第一步,需要谨慎从事。

第 1 章

PE 的若干基本概念——你不得不知晓的理论知识

作为一个私募股权基金的投资人,虽然你不必全面而深入地掌握私募股权基金的运作方式与操作技巧,因为私募股权基金的专业顾问、律师、会计师等人士可以为你提供专业化服务,但是对于私募股权基金运作过程中最为基础的若干概念,则是你不得不知晓的理论知识。

一、私募股权

私募股权(Private Equity, PE),顾名思义,它是以私募方式(Private)筹集资本,从事权益类(Equity)投资的一种投资方式和金融产品。在我国当前私募股权产业内,对比被投资企业所处的生命周期,私募股权具有狭义与广义两种理解。广义的私募股权,是指所有针对企业权益性资产所进行的各种投资的总和,包括针对处于种子期、初创期、发展期、扩张期、成熟期以及企业上市前期(Pre-IPO)各个阶段的企业所进行的投资,甚至包括对上市公司的权益性投资。而狭义的私募股权则是指针对已经形成一定规模的,并产生稳定现金流的成熟企业的投资类型,即是指除了风险投资阶段之外的针对企业上市之前各个阶段进行的权益性投资。

同时,在我国当前资本市场环境下,根据目前我国私募股权投资的基本特征,我们还可以将私募股权定义为:投资于具有高成长性的非上市企业的权益性资本,同时为被投资企业提供创业管理以及其他增值服务,以期在被投资企业相对成熟后通过退出被投资企业而实现资本增值的资本运作过程。^①可

^① 石育斌著:《中国私募股权融资与创业板上市实务操作指南》,法律出版社2009年版,第18页。

4 中国私募股权投资人权益保护指南

见,此处的中国化私募股权概念偏重于私募股权投资中的风险投资与成长资本^①。

本书采取广义的私募股权投资概念,在下文论述中不再区分私募股权与风险投资的区别。而且,为了行文方便,在其他章节中出现私募股权、风险投资、私募、私募股权投资、私募投资等相关词汇时,除非特别说明,均具有相同含义。

二、基金

基金(Fund)一般是指一种“集合投资计划或工具”(Collective Investment Scheme or Vehicle),^②为此,集合性(Collective)是基金一词的基本特征。

然而,在我国当前私募股权产业内,普遍地将私募股权与私募股权基金同等看待,将这两个词汇视为指代同一事物。其实,从严格意义上而言,如果私募股权这个投资工具中只有一个投资主体,那么这种单一主体的私募股权就不能称为私募股权基金,因为它并不具备基金的基本特征——集合性。

当然,以上对于私募股权基金与私募股权的区分显然属于学理上的严格界定,而这种严格区分对我国当前私募股权产业的实践操作意义有限。为此,在本书中出于行文方便的考虑,我们将不再严格区分两者的区别。而且,除非特别说明,对于私募股权、私募股权基金、PE、PE基金、PE FUND等表述,都视为同一含义。

此外,需要说明的是,对于私募股权与私募股权基金的区分,对于投资人而言,确实不必深度掌握这一知识点。但是,对于私募股权基金领域内的专业人士而言,则属于必须正确掌握的专业知识,否则就可能无法向投资者提供全面而准确的专业服务。例如,2011年1月由国家发展改革委办公厅发布

^① 所谓“成长资本”(Growth Capital),是指投资处于成长期阶段企业的私募股权类别。

^② See <http://en.wikipedia.org/wiki/Fund>, 浏览日期为2011年7月25日。

的《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》是目前我国对于私募股权基金进行行政监管的核心文件,是从事私募股权基金专业服务的人士必须深入把握的法律规则之一。该通知指出,资本规模等于或超过5亿元人民币或者等值外币的股权投资企业必须到国家发展改革委备案并接受备案管理。而这一被业界视为私募股权基金迄今为止最为严格的监管措施具有一个例外条款,即“由单个机构或者单个自然人全额出资设立,或者虽然由两个及以上投资者出资设立,但这些投资者均系某一个机构的全资子机构”的股权投资企业,则不必承担上述强制备案的法律义务。可见,非集合型私募股权可以不受上述强制备案的监管,即该监管措施只针对具有集合资金性质的私募股权基金。这就是私募股权与私募股权基金两者的区别在这实践操作中所具有的重要意义。

三、私募股权基金投资人

私募股权基金由两种资源要素组成:其一,资本;其二,管理。向私募股权基金提供资本的主体即为私募股权基金的投资人,它是私募股权基金存在的根本原因与主要目的。换言之,私募股权基金之所以可以存在,其根本原因就在于投资人向该基金进行了注资,希望通过该基金的具体运作实现资产的保值与增值;而私募股权基金运行的主要目的也就是满足投资人的这种需求,并努力为投资人创造更高的投资回报。

任何私募股权基金都需要一个组织载体,而在当前全球范围内有限合伙企业(Limited Partnership)已经成为私募股权基金最主要的组织形式。在有限合伙企业内部,投资人是有限合伙人,以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任,即 Limited Partner,简称为 LP。虽然私募股权基金除了采取有限合伙制之外,还可以采取公司制等其他组织形式;但是,由于有限合伙制在私募股权产业内被广泛采用,目前在全球私募股权基金领域内已经约定俗成将私募股权基金投资人称为 LP,而不论该基金所采取的组织形式是否就是有限合伙制还是其他组织形式。