

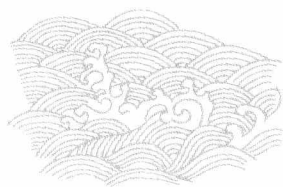
华 雷 李长辉◎著

私募股权基金前沿问题

——制度与实践



法律出版社
LAW PRESS·CHINA



华 雷 李长辉◎著

私募股权基金前沿问题

——制度与实践



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

私募股权基金前沿问题:制度与实践 / 华雷,李长辉
著. —北京:法律出版社,2009.4
ISBN 978-7-5036-9354-0

I. 私… II. ①华…②李… III. ①企业—融资—研究
②基金—投资—研究 IV. F275.1 F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 034258 号

©法律出版社·中国

责任编辑/李娟华

装帧设计/汪奇峰

出版/法律出版社

编辑统筹/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/永恒印刷有限公司

责任印制/张宇东

开本/A5

印张/11.25 字数/350 千

版本/2009 年 4 月第 1 版

印次/2009 年 4 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 978-7-5036-9354-0

定价:32.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序 言

大力发展直接融资,提高直接融资比重,是中央金融工作会议提出的要求。采取多种方式发展直接融资,有利于减少对间接融资的过度依赖,有利于企业改善融资结构,有利于促进投融资体制改革,有利于引导社会资本合理配置,有利于促进产业结构调整,有利于促进经济的平稳较快增长。而资本市场融资和私募股权融资是目前最主要的直接融资方式。特别是在资本市场低迷的时候,大力发展私募股权基金促进直接融资可以成为刺激经济增长的一种方式。

按照国家“十一五”规划的要求,国家发改委会同国务院法制办、“一行三会”、财政部、商务部等有关部门,正在积极推进产业投资基金试点,并通过试点加快相关制度建设。截至目前,国务院已经批准三批共十家人民币私募股权基金。与此同时,中小型私募股权基金和股权投资企业的发展亦十分迅猛,主要集中在天津、深圳、上海、北京、浙江等省市。

随着我国经济发展水平的不断提高,我国社会的金融资产规模不断扩大,这一方面提出了如何更有效配置这些资源的要求,同时也为私募股权基金募集资金的来源提供了基础。有关监管部门先后放开社保基金、证券公司等机构投资者以及利用集合资金信托投资计划等投资于私募股权基金领域,为私募股权基金发展提供了资本驱动力。尽管如此,国内保险、银行等大型机构投资者的投资行为,依然收到相关监管部门的严格监管,至今难以获准投资于私募股权基金。市场虽然理解监管部门对风险的担忧,但仍然期盼着有关监管部门能够制定相应规范,允许机构投资者按照规范自主选择投资于私募股权基金。从未来发展看,随着经济发展水平的进一步提高,全社会金融资产的规模还会继续扩大,私募股权基金作为一种资产配置的渠道,应该得到更多的重视。

我们不仅关注试点私募股权基金的发起、募集和运作,也关注市场上正在运行的各类规模不一的私募股权基金的成败。我们关注这一领域的出发点,在于通过对不同案例的观察,提炼出适合中国市场特征和国情的股权投资基金管理办法。从目前试点基金的募集和运作看,私募股权投资基金的发起和成功运作,涉及可获得投资人信任的合格的管理团队,投资人和管理团队之间符合中国国情的契约关系,对合格投资人投资股权投资基金的适当规范和适度监管,多层次资本市场形成的退出通道,对股权投资基金参股不同行业企业的投资限制,以及相关税收待遇等诸多法律、监管和文化问题。其中机构投资人在专业判断基础上自主选择有业绩的管理人并完成委托管理契约是股权投资基金能否成功设立的重要基础。基于这一判断,我们不认为股权投资基金的设立会一哄而起,因为投资人对管理人的选择是谨慎的,这也意味着未来对私募股权投资基金发起设立的管理,不需要政府严格的行政审批。以掌握信息、规范引导、适度监管、行业自律为基础的管理框架,可能是最适合这一行业发展的制度基础。一个涉及合格投资人、合格管理人、资金募集方式、基金投资运作行为的基本市场规范,被认为是引导并规范私募股权基金发展的必要制度。

我们也关注私募股权基金行业的自律组织建设。自2007年9月国内股权投资基金业的首个自律组织——天津股权投资基金协会成立后,北京股权投资基金协会也于2008年6月成立。在条件成熟时,我们将支持成立一个真正有股权投资基金或企业自发成立的全国性股权投资基金和创业投资协会,让协会在行业发展和自律中扮演更重要的角色。

发展私募股权基金,需要全社会相关行业的积极参与。特别是需要最早接触这一领域的人士积极推广其经验,从而实现知识的积累、传递与普及,为发展直接融资提供更广泛的社会基础。金杜律师事务所在这方面作出的努力和积累的丰富实践经验令人欣慰,本书作者将从事私募股权基金业务的相关经验和知识著成此书,使全社会受益,其社会责任感值得赞赏。

我本人一直通过阅读一些私募股权基金的著作和文章,来加深对这一领域的理解,其中也不乏一些来自国外的阅读资源。与其他相关著作最大不同之处就在于,本书将视角对准私募股权基金本身,围绕基金的募集、发起、运作、管理及终止等一系列基金本身的微观问题,进行了较为详

实的介绍,讨论了一些非常重要的前沿问题,其中的分析见解独到,颇有价值。所以,本书既适合想初步了解私募股权基金领域的人士,也适合私募股权基金从业人员,包括基金经理、基金管理人、律师、会计师、财务顾问等专业人士,是一本难得的著作。鉴于此,我非常愿意向广大读者推荐此书。

是为序。

国家发改委财政金融司司长 徐林

二零零八年十二月

前 言

一、私募基金从“离岸”到“着陆”

近年来,我国外商投资数量增长很快,而相当数量来自境外私募基金的投资。一般来说,这类外资与产业投资者不同,私募基金的营利模式是投资于高风险、高回报的行业,然后短期持有权益,最终通过扶植企业上市实现退出。

为了顺利退出、并享受税收优惠,境外私募基金一般选择在避税港注册后投资于大陆的项目,通过为项目公司提供增值服务使其最终在境外证券市场上市。2006年9月8日六部委联合下发了《外国投资者并购境内企业的规定》(“10号文”),对设立特殊目的公司返程投资并境外上市,要求报商务部审批及证监会核准。然而自此以后,证监会并未核准过一家企业的海外红筹申请。在海外上市受阻之下,境外私募基金纷纷尝试“着陆”。

然而,境外私募基金着陆面临着我国的外商投资监管要求。而日前商务部已明确外资基金的审批权限归商务部,各地方商务主管部门无权审批。商务部对境外私募基金在境内设立私募股权基金仍持审慎态度。^①除此之外,国家外汇管理局也对资本金结汇从事股权投资进行严格监管。

当然也有利好消息,如监管层提出适时推出创业板。沪深两市于2008年9月发布了修改后的股票上市规则,均在锁定期问题上作出有利于基金投资者的规定,如缩短了部分锁定期要求、放松了锁定期限制并规定了例外豁免情形等。众所周知,推出创业板无疑有利于境外私募基金

^① 当然,商务部可能会根据经济形势的需要有所调整。

通过所投资企业在境内上市实现顺利退出。

虽然,监管层对境外私募基金的监管政策尚未十分明确,然而,无论如何,外资私募基金对于支持国企改造重组、促进新兴行业发展,加速产业结构调整和优化升级,提高我国的生产力,具有十分重大的意义。

二、利用外资的政策

近年来,外商直接投资中的基金投资数额的增长速度远远超过战略投资者和产业投资者,这一境外资本类型与属性的变化引起了监管者的关注。对于监管者来说,与产业资本不同,财务投资有短期性和投机性特点,不直接创造价值,而是通过资本运作套取高额回报。在红筹结构中,往往通过向境内居民设立的境外特殊目的公司注入过桥资金用于返程收购控制境内资产权益,然后在特殊目的公司上市后抛售所持该股份迅速赚取高额资本增值收益。在境内“流动性过剩”和“保护优质上市资源”的考虑下,并出于对这类资本“不劳而获”的反感以及“向境外低价转移资本”的担忧,红筹结构返程投资提高了外商投资的审批级别(由商务部审批)。而在外资并购领域,针对境外大型私募基金并购境内传统优势产业和大型国企,商务部在外商投资审批政策收紧的同时,先后推出反垄断审查和国安审查程序,以“保护公平竞争秩序”和“维护国家经济安全”。

然而,也不排除我国监管部门鼓励在特定行业利用外资私募基金加快国企改造、重组并上市的步伐,比如,前段期间国家允许境外基金向国有商业银行注资以提高资本充足率并改善其经营管理机制,在剥离不良资产、改善银行资产质量,完善公司治理结构之后,到境内乃至境外证券交易所上市。

其实,外资私募基金是一把“双刃剑”,如何利用完全取决于我国利用外资的政策。我们应在“保增长、控通胀”的“一保一控”宏观调控政策之下,充分发挥外资保增长的一面,并避免或限制其炒作的一面。我们认为,应重点支持外资私募基金在以下领域发挥其积极作用:(1)开发新能源和新材料、海水淡化、节能减排、基础设施建设等领域;(2)促进中小高新技术企业发展;(3)促进创业投资发展;(4)促进地区经济协调发展;(5)促进农村经济建设;(6)帮助解决地区性、全国性甚至全球性的问题;(7)协助各大型国企重组兼并,增强国际竞争力;(8)鼓励战略投资和中长期投资。同时,应在以下方面避免和控制境外基金的消极作用:(1)控

制我国保持传统竞争优势的产业的外资并购;(2)控制房地产投资,保护好国计民生;(3)控制能源产业的外资并购;(4)控制各地方保持传统优势的产业的外资并购等。

而且,我们认为,利用好外资发展我国私募股权基金将事半功倍。境外私募基金有成熟的基金管理经验和一流的基金人才,有利于本土基金在充分竞争的市场环境下利用自己的优势发展壮大。同时,利用好外资发展私募股权基金也有利于渡过金融危机的低谷,保障国民经济平稳、较快发展。

三、金融危机及私募股权基金前景展望

美国华尔街金融风暴席卷全球,国际经济形势不容乐观。我们认为,其根本原因在于,银行贷款杠杆融资具有放大效应,结构性融资出现监管漏洞,质言之,各大金融功能板块的整合效应及联合监管暴露问题,导致金融系统性风险长期无法化解,从而使经济发展超出了社会的承受能力。这次金融风暴给我们的教训就是要加强金融体制的稳定性,化解系统性风险。

在如此纷繁复杂的国际经济形势下,我们仍然需要坚持减少对银行间接融资的过度依赖,发展直接投资基金以促进我国经济发展的金融体制改革方向。在发展的过程中仍要鼓励外商投资和拉动内需增长,在私募基金领域就是要充分利用国内与国外两个市场,两种资源,促进私募股权基金的发展并通过其推动经济平稳、较快发展。

近年来,境外私募基金,看准了中国这一块高成长的资本市场,纷纷尝试着陆中国。由于当时相关法律法规尚未出台,一般通过设计复杂的交易结构来解决一系列制度难题。由于受到金融风暴的影响,有必要放松外商投资监管,刺激境外资本投资,同时放宽市场准入“门槛”,刺激国内机构投资者投资,以促进私募股权基金发展。

国务院办公厅于2008年12月8日发布了《关于当前金融促进经济发展的若干意见》。该“意见”第5条明确要创新融资方式,拓宽企业融资渠道。具体来说,要拓宽民间投资领域,吸引更多社会资金参与政府鼓励项目。出台股权投资基金管理办法,完善工商登记、机构投资者投资、证券登记和税收等相关政策,促进股权投资基金行业规范健康发展。按照《中小企业促进法》关于鼓励创业投资机构增加对中小企业投资的规定,

落实和完善促进创业投资企业发展的税收优惠政策。这是金融危机之后国务院第一次以文件形式明确表达对继续大力发展私募股权基金的官方态度。

基于此,我们认为,我国私募股权基金方兴未艾,大有可为。

四、本书的特点与结构及其他

本书通过搜集、梳理、概括和总结我国散见在各个部门法中规范私募股权基金的相关法律制度和规则,分别讨论了合伙型、契约型、信托型与公司型基金涉及的法律问题。基于我国“内外有别”的外资管理体制,本书还讨论了我国境内外资基金以及外资人民币基金的制度框架和具体问题。最后,本书还将视野扩展到境外基金,包括美国、香港、开曼群岛、英属维尔京群岛以及百慕大群岛的私募基金,并讨论了这些私募基金的制度及特点。

本书具有以下特点:一是与以前专著集中讨论基金投资这一环节相比,本书集中讨论基金募集方式,内部治理结构,投资决策管理等基金本身的问题。二是与以前根据基金的投资领域进行的分类(产业投资,股权投资,创业投资)不同,本书按私募基金的组织形式进行分类,即契约型、信托型、合伙型和公司型基金。三是与以前专著主要从宏观上讨论行业发展不同,本书讨论基金的法律框架及执法情况等具体问题,更有实践操作价值和学术研究价值。四是与以前专著集中讨论本土基金以及外国基金在中国本土的投资不同,本书还讨论境外私募基金,如离岸基金,美国私募基金和香港私募基金在当地的法律环境下的组建和运作。综上所述,与其他私募股权基金专著相比,本书勾勒了全球基金组织和运作的基本情况,讨论了境内外私募股权基金法律制度的基本问题,极富信息价值、实践操作价值和研究价值。

以下分别介绍本书各章的主要内容:

第一章为境内外基金发展现状研究。本章重点考察了欧洲(以英国为首)以及美国私募基金发展的情况,总结出各自产生和发展的历史以及特点,得出私募基金发展的必要条件,如建立健全私募基金法律制度、完善知识产权保护制度、加快推出创业板等多层次资本市场作为退出渠道等。本书还重点介绍了天津滨海新区对私募股权基金的制度建设、实践经验和发展前景。

第二章为基金概述。本章重点介绍了基金的基本概念和分类、备案管理制度、外资审批制度、产业基金核准制度、外汇管理制度、税收法律制度等,从而能够使读者对私募基金有一个宏观和一般性的了解,并对各种组织形式的私募基金的共性问题有个整体把握。

第三章为合伙型基金。本章重点介绍了我国设立有限合伙基金的法律制度,并讨论了合伙企业法(如讨论了普通合伙人资格问题、出资制度、投资收益分配制度、入伙制度等),以及合伙协议的标准条款。

第四章为契约型基金。本章以渤海产业基金为例,介绍了契约型基金的制度框架和交易文件,讨论了基金发起、设立、扩募、管理、托管、终止等一系列制度问题,并对契约型基金组织形式未来的命运进行了探讨。

第五章为信托型基金。本章以《集合资金信托计划管理办法》以及《私人股权投资业务操作指引》为纲,较为系统讨论了信托计划发起、主体资格、投资顾问、投资管理、终止等制度问题。

第六章为公司型基金。由于公司型基金在我国仅指根据公司法设立的有限公司与股份公司,存在双重征税的先天缺陷问题,在新合伙企业法生效后不采公司制,所以,本章重点讨论了在新合伙企业法生效前设立的创业投资公司和创业投资管理公司的组织和运作实践。

第七章为外商投资基金。本章从产业政策、审批管理、募集方式和组织形式等角度,较为系统和全面地阐述了外商投资股权基金、外商投资人民币基金、外商投资创业投资企业、外商投资性公司等基金形式涉及的制度问题。

第八章为美国私募基金。本章主要通过研究《1933年证券法》(the Securities Act of 1933)、《1933年证券法D条例》(Regulation D of the Securities Act of 1933)、《1933年证券法S条例》(Regulation S of the Securities Act of 1933)、《1934年证券交易法》(Securities Exchange Act of 1934)、《1940年投资公司法》(the Investment Company Act of 1940)和《1940年投资顾问法》(the Investment Adviser Act of 1940)等法律规则,介绍了美国私募基金监管的基本原则。

第九章为香港私募基金。香港金融市场的主管机关为香港证监会,规范基金的主要法规为“证券及期货条例”及“单位投资及互惠基金守则”。本章主要介绍了香港私募发行监管、组织形式、募资与投资等问题。

第十章为离岸基金。本章介绍了开曼群岛、英属维尔京群岛和百慕

6 私募股权基金前沿问题——制度与实践

大群岛设立的基金,由于在这些避税港设立的基金一般作为投资中介和募资平台,所以考察当地基金组织和运作规则极有实践价值。

最后,感谢国家发改委、天津市人民政府、天津市发改委、天津市金融办、天津市开发区管委会有关领导为我们提供的所有帮助和关怀,使得我们能够取得境内私募基金发展现状的第一手资料,并能够接触和思考最前沿的问题。同时,也要感谢金杜律师事务所胡静律师和于静漪律师协助翻译了离岸基金的相关法律法规,使得本书更富实用性和参考价值。

目 录

Catalogue

1	第一章 私募股权基金的发展现状
1	一、私募股权资本发展概况
3	二、欧美私募股权资本市场的基本特征
4	三、中国境内本土私募股权基金的发展概况
8	四、投资于中国境内的境外私募基金
9	五、在天津滨海新区发展私募股权基金的优越环境及面临的挑战
15	第二章 私募股权基金概述
15	一、私募股权基金的概念和分类
20	二、私募股权基金的营利模式和操作流程
24	三、私募股权基金的法律框架
25	四、私募股权基金的组织形式
43	五、核准和备案管理
45	六、私募股权基金的税收问题
48	七、私募股权基金的外汇问题
54	第三章 合伙型基金
54	一、背景介绍
60	二、有限合伙基金的成立
61	三、出资制度与违约后果
65	四、普通合伙人与有限合伙人
71	五、投资收益分配
74	六、入伙、转让与退伙
79	七、关联交易与同业竞争
84	八、投资决策制度——投资决策委员会
85	九、有限合伙人大会与 LP 代表委员会
86	十、合伙企业的解散、清算与终止
87	十一、合伙基金证券登记问题

目 录 Catalogue

88	十二、合伙企业税收及多重合伙结构的 税收问题
88	十三、多重合伙结构的责任问题
90	附件 开曼群岛有限合伙协议范本
141	第四章 契约型基金
141	一、背景介绍
143	二、发起人责任——发起人协议
145	三、基金合同、基金管理协议与基金托管 协议
146	四、治理结构——投资者、基金管理人与 托管银行的关系
149	五、主体论
150	六、投资与业绩报酬——基金管理协议 与基金托管协议
151	七、基金的募集、成立、运作与终止
153	八、契约型基金的税收
154	附件 产业投资基金试点管理办法
162	第五章 信托型基金
162	一、背景介绍
167	二、信托计划设立的条件
168	三、信托计划的行政管理方式——事后 报告要求
168	四、信托计划的投资管理
169	五、信托计划的投资顾问
170	六、信托计划私募股权基金的项目退出 问题
170	七、信托计划的终止
171	八、信托型基金的税收

目 录 Catalogue

172	附件一 信托公司集合资金信托计划管 理办法
181	附件二 信托公司私人股权投资信托业 务操作指引
185	第六章 公司型基金
185	一、背景介绍
186	二、基金公司章程
190	三、基金管理公司章程
190	四、托管银行
191	五、税收管理
192	六、创业投资引导基金
194	附件一 创业投资企业暂行管理办法
199	附件二 国务院办公厅转发发展改革委等 部门关于创业投资引导基金规范 设立与运作指导意见的通知
203	第七章 外商投资股权投资基金
203	一、产业政策
205	二、审批管理
206	三、组织形式
206	四、募集方式
207	五、税收管理
207	六、外商投资企业成为普通合伙人问题
208	附件一 外商投资创业投资企业管理规定
219	附件二 商务部办公厅关于征求《外商 投资合伙企业管理办法(送审 稿)》意见的函
228	第八章 美国私募基金
228	一、美国私募基金的法律框架
233	二、私募发行的规定——基金的募集

目 录 Catalogue

234	三、私募基金管理人——投资顾问
235	四、美国私募基金监管的特点
236	第九章 香港私募基金
236	一、监管框架
236	二、私募的概念
237	三、基金的募集与投资
237	四、香港私募基金的组织形式——公司
244	五、香港私募基金的组织形式——合伙 与有限责任合伙
247	附件一 有限责任合伙条例
255	附件二 合伙条例
269	第十章 离岸基金
269	一、离岸基金的定义
270	二、在开曼群岛设立的离岸基金
273	三、在英属维尔京群岛的离岸基金
275	四、在百慕大设立的离岸基金
276	五、离岸基金与在岸基金的比较
278	六、离岸基金的组织形式
278	七、离岸基金的募资和投资
280	八、离岸基金税收问题
281	九、平行基金问题
282	十、对冲基金及对冲基金的基金
282	十一、伞状基金
284	附件一 英属维尔京群岛合伙法(1996)
318	附件二 开曼群岛豁免有限合伙法(2007 年修订)
328	附件三 百慕大豁免合伙法(1992)

第一章 私募股权基金的发展现状

一、私募股权资本发展概况

(一) 产生和发展

私募股权投资,源于20世纪上半叶美国大型投资银行或产业公司进行的股权收购活动。其标志性事件是1946年由原哈佛商学院院长、“风险资本之父”Georges Doriot与Ralph Flanders和Karl Compton创办的“美国研究发展公司”(“ARDC”),以及John Hay Whitney与Benno Schmidt合伙创立的J. H. Whitney公司的业务。

在美国,私募股权投资作为一个真正的产业是在20世纪80年代初产生并不断发展起来的。在90年代私募股权投资形成了一个对美国经济和企业举足轻重的金融产业,其标志是美国硅谷的崛起。美国私募股权投资从1984年的67亿美元增长到2000年的1773亿美元。

欧洲私募股权投资市场发展较晚,至20世纪80年代才起步,于1990~1996年处于平稳发展期,每年市场交易额在1亿美元左右。但1997~2000年则呈现出急剧扩张态势。EVCA统计的数据表明,欧洲私募股权投资在20世纪90年代经历了快速的发展,其中筹资额从1995年的44亿美元上升到2000年的480亿美元,而投资额从55亿美元上升到350亿美元。欧洲的私募股权市场规模目前居于全球第二。

在1999~2000年科技产业投资泡沫破灭后,私募股权投资行业在欧