

罗 响 吴宝淳 李万寿 | 联袂推荐



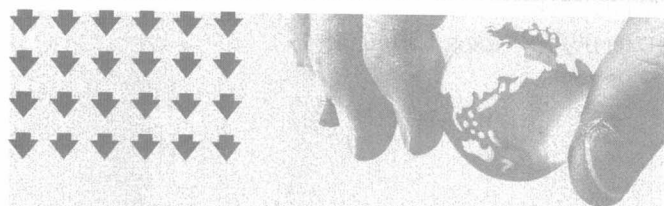
私募股权基金 运作全程指引

李 磊 ◎ 编著



中信出版社 · CHINACITICPRESS

罗 响 吴宝淳 李万寿 | 联袂推荐 |



私募股权基金 运作全程指引

李 磊 ◎ 编著

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权基金运作全程指引/李磊编著. —北京: 中信出版社, 2009. 3

ISBN 978-7-5086-1451-9

I. 私… II. 李… III. ①企业—融资—基本知识②基金—投资—基本知识

IV. F275.1 F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 018102 号

Copyright © LexisNexis 律商联讯 2009

本书版权为律商联讯所有, 侵权必究。

未经书面许可, 不得以任何形式影印或复制本书的任何部分。

私募股权基金运作全程指引

SIMU GUQUAN JIJIN YUNZUO QUANCHENG ZHIYIN

编 著: 李 磊

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 25.25 字 数: 452 千字

版 次: 2009 年 3 月第 1 版 印 次: 2009 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-1451-9/F · 1554

定 价: 68.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

推荐序

在全球金融危机的影响下，世界经济的冬天是真实存在的。作为享誉世界经济发展“火车头”之称多年的中国，当然也难独善其身。事实上，中国经济正面临经年累积的诸多深层次结构性顽疾的集体高发阵痛期。目前，中国的风险投资及传统的私募股权投资行业也出现调整和回落迹象。办法总比困难多，可喜的是，中国的情况与美国有所区别。在经济环境尚未明显恶化的2008年上半年，中国的风险投资托全球情绪高涨的“中国概念”之福，已经募集到了数额不小的资金，为“过冬”准备了充足的食物。更为可喜的是，作为最大的发展中国家，中国的企业家，特别是年轻人仍然对企业家精神趋之若鹜，每天都有大量的新公司创立，这是中国经济发展的源源不断的新生力量，同时也给VC及PE投资家们提供了新的投资机会。

目前，中国已拥有近500家风险投资机构，管理资金规模达到1100亿元，风投资本规模仅次于美国居全球第二。在总体投资规模及收购兼并数量方面，中国赶上欧美这些传统资本市场尚需时日，但有一点我想可以肯定的是，未来十年，甚至相当长一段时间内，增长的幅度、速度均会远超它们。若让全球投资人票选“哪个国家是最具吸引力的创投和私募股权市场”的时候，中国毫无争议会成为第一。从多只投资基金传递出来的信号也表明，中

国是投资人最不愿意放弃的投资市场。“放眼全球市场目前的情况，有的国家快速发展期已过，有的国家经济水平还跟不上。如果不向中国投资，VC/PE 也就只有坐着等死了。”机会总是有点，就看诸君如何把握。

“老革命遇到新问题”——在全球经济泡沫高涨之时，那些仓促间投下的巨资，无论是 VC 还是 PE 形态，原先看来近乎完美的人资结构、增值助力策略，特别是一厢情愿的退出机制设计，现在似乎都大有问题。希望风险分散的战略，也许成了风险叠加的烂招，投资人与被投资人之间，由此产生的各种法律问题、履约纠纷及利益分享等都将集中呈现，均将考验我们这些私募股权基金同仁及企业家们的智慧、诚信。更有效的解决方法，则是将在基于法律的框架下，寻求妥善解决维持公司持续发展的良策。有点“怒向刀丛觅小诗”的味道！这也正是本书作者，作为一个在国际收购兼并、风险投资、私募股权投资界摸爬滚打多年的“老革命”，李磊律师贡献该著作的重要意义之所在！

李磊律师具有中国上市企业高层管理经历和国际知名律师事务所执业履历，他敏感地注意到了私募股权基金这一课题，在繁忙的工作之余，整理其 在香港大学、北京大学、中国进出口银行等单位私募股权基金方向的授课讲义，融进自己多年的私募股权基金设立及投资的执业经验，编著本书。作者从私募股权基金国际发展入手，以私募股权基金的实务操作为重点，全面介绍了私募股权基金设立、投资、退出以及如何规避风险等全程操作实务，并且就如何规避其中的风险从法律角度给出建议和指引，具有很高的实务参考价值。

编书同样是一个富有挑战性和创造性的艰苦工作，它要求编写者须有独到的目光以取舍材料，组织材料。作为一个知名的专家学者型律师，作者深谙理论和实践融会贯通之道。数十家非法人制中外合作型、中外合作平行型、中外合资型、公司制模式有限合伙制管理型、选项在先、反向融资型、信托制模式有限合伙融合型、私募股权基金 FOF 型、两阶在外、两阶在内型、委托管理跟投型等极具中国特色的风险投资基金、收购基金及债券基金设立积累下来的执业经验，律师特有的法律专业视角，使本书在材料的选择、组织以及运用方面都具有很高的权威性、实用性、前沿性。这是国内目前第一本私募股权基金操作指引，其中对投资案例的深入剖析，不管对这个行业的新兵还是老将，都将大有裨益。

本书第一篇私募股权基金设立实务，精辟地论述了近期私募股权基金行

业的热点问题，如“中国政府两年投资4万亿元刺激经济的措施将对VC和PE带来哪些新的投资契机和机遇？金融海啸对中国投资市场带来怎样的影响？2009年投资中国的热点和行业的趋势，哪些领域面临挑战？哪些将迎来机遇？”同时，本书针对当前本土人民币基金募集设立的焦点、难点问题，如“当前外资在人民币基金筹设、A股市场与境外资本市场上市门槛、股票限售期对接、创投基金外汇及税收等方面还面临着哪些问题？未来如何确定私募股权FOF和房地产私募股权基金？如何拟订利益最大化的有限合伙协议？”作者提出了自己的意见和建议。

本书第二篇私募股权基金投资实务，围绕“投资人该如何看待在全球股市低迷却并未撼动VC和PE项目的高位估值？私募股权投资者如何做知识产权和往来账项的尽职调查？本土公司如何设定最有利于自己的风险投资合同条款？”等私募股权投资领域的热点问题，在中国现有法律环境之下，植入和融合传统的国际私募股权投资的游戏规则，并介绍了大量私募股权投资领域的常用合同范例，让您在最短时间一览国际私募投资的全景图，准确把握其在金融危机后的投资趋势和实务，从而为相关决策或服务提供最有效的帮助。

本书第三篇私募股权基金退出实务，展望2009年：在金融危机冲击全球经济环境下，国际金融市场的重新布局；在不确定性的国际经济环境和全球股市的背景下，2009年海外IPO将面临的退出机制、退出方式及退出锁定期等新问题、新机遇和新挑战，并借助于某房地产有限公司海外上市退出实例的法律方案分析及中国企业海外上市的法律方案分析，多角度对比解析了中国香港、新加坡等境外主要证券市场与上市规则。

事实上，读者完全可以将这本书看成一本私募股权投资界的法律GPS，对行外人来说，本书的后半部分或许太过专业而影响了阅读速度，但是它绝对是要想启程进入私人股权投资领域的新手们的一个全景式法律地图；而对那些打算吸引资本的企业家而言，它将有助于他了解法律顾问不能全面回答的很多疑难问题。

当然，更值得肯定的是本书作者的职业精神。巴菲特说，“当所有人恐惧的时候，我贪婪；当所有人贪婪的时候，我恐惧。”这是一个基本的判断，但是不要忘记了，他是在看过无数的乏味的数据和枯燥的法律、财务专业知识之后，才说了那样的话。具大智慧者，总是善于沙里淘金。

而一个好的中国专家律师，他所要做的，既不是恐惧，也不是贪婪，而

是永远的外科医生般的理性和冷静。一本好的法律指导类书籍，它将是帮助忒修斯走出克里特迷宫的红线，我想本书作者，应该能够赢得这样的赞誉。

本书解析了私募股权投资的发展历程、投资风格、交易结构和退出策略，分析了国际私募基金如何融入中国商业文化、如何进行本土化运作、如何灵活运用本土政治和经济潜规则等问题。

“这是一个最好的时代，也是一个最坏的时代”，但我更愿意记住狄更斯后面的几句话，“这是一个光明的季节，这是充满希望的春天，我们全部都在直奔天堂”——这是创业投资者、私募股权投资者、所有利益攸关者，当然更是我们最大的受益者企业家的天堂！若潜心研读，通往天堂、修成正果的钥匙正在这本书里面！



罗响博士

联合国工业发展组织中国投资促进办事处
产业集群与国际私募股权基金方案负责人
美国财政与金融机构发展委员会中国项目顾问

2009年1月20日于纽约

推荐序 / III

第一篇 私募股权基金设立实务

第一章 私募股权基金的中国式管理 / 3

第一节 国际私募股权基金的发展与中国式管理 / 3

第二节 中国私募基金市场的发展现状与监管完善 / 19

第三节 国际金融危机后的中国私募股权基金 / 27

第二章 两种私募股权基金 / 33

第一节 有限合伙制私募投资基金的发展亮点及现实问题 / 33

第二节 拟订有限合伙制私募股权基金《合伙协议》 / 59

第三节 信托制私募股权基金的发展及其现实问题 / 73

附件 2-1 有限合伙企业合伙协议 / 86

附件 2-2 资金监管协议 / 95

附件 2-3 股权收益权买卖及回购合同 / 109

附件 2-4 股权质押协议 / 117

第三章 新模式与新渠道 / 120

第一节 房地产私募股权基金——房地产行业融资新模式 / 120

第二节 私募股权 FOF——投资私募股权基金新渠道 / 126

第二篇 私募股权基金投资实务

第四章 私募股权基金投资概述 / 135

附件 4-1 国际私募股权融资服务协议 / 149

附件 4-2 尽职调查保密协议 / 152

附件 4-3 股票期权协议书 / 154

附件 4-4 某公司第一轮融资出售可转换优先股条款清单 / 157

附件 4-5 国际私募股权融资商业计划书（一） / 161

附件 4-6 国际私募股权融资商业计划书（二） / 169

第五章 投资前的尽职调查 / 172

第一节 法律尽职调查操作实务 / 172

第二节 知识产权调查 / 195

第三节 往来账项尽职调查 / 201

附件 5-1 保密协议 / 204

附件 5-2 投资意向书 / 207

附件 5-3 尽职调查清单 / 209

附件 5-4 关于××公司××项目融资的法律意见书 / 213

附件 5-5 员工保密及竞业禁止协议书 / 219

第六章 投资时涉及的法律条款 / 223

第一节 国外风险投资法律条款及其在中国法律环境下的实施 / 223

第二节 风险投资清单条款之保护性条款：意义、范例、要点 / 236

第三节 风险投资清单条款之董事会条款：意义、范例、要点 / 239

第四节 风险投资清单条款之对赌条款：意义、范例、要点 / 241

第三篇 私募股权基金退出实务

第七章 私募股权基金的退出机制及方式 / 249

第一节 私募股权基金的退出机制 / 249

第二节 私募股权基金的退出方式 / 256

第三节 私募股权基金的退出锁定期 / 288

第八章 私募股权基金上市退出实务 / 296

第一节 房地产公司海外上市退出的法律方案分析 / 296

第二节 矿业企业上市退出应注意把握的若干问题 / 305

第三节 中国企业境外上市法律结构重组 / 309

第九章 私募股权基金退出的境外主要证券市场 与上市规则 / 318

第一节 香港联交所主板市场与香港创业板市场 / 318

第二节 新加坡第一级股市与新加坡自动报价市场 / 321

第三节 加拿大股票市场 / 324

第四节 英国股票市场 / 333

附 录 / 339

附录一 关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见 / 341

附录二 创业投资企业管理暂行办法 / 345

附录三 外商投资创业投资企业管理规定 / 350

附录四 商务部《外商投资创业投资企业管理办法》征求意见稿 / 361

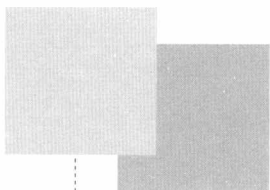
附录五 《外商投资合伙企业管理办法（送审稿）》起草说明 / 374

附录六 外商投资合伙企业管理办法（送审稿） / 376

附录七 中国银监会关于印发《信托公司私人股权投资信托
业务操作指引》的通知 / 383

附录八 上海市《关于本市股权投资企业工商登记等事项的
通知》 / 387

后 记 面对金融危机我们应当如何定位 / 391



第一篇

私募股权基金设立实务

第一章

私募股权基金的中国式管理

第一节

国际私募股权基金的发展与中国式管理

一、国际私募股权基金进入中国的4个阶段

美国国际数据集团（IDG）是最早将西方风险投资实践引入中国的公司之一，1989 年在北京进行了第一次试验性投资。在 1992 年市场开放加速以后，IDG 于 1993 年成立了中外合资的北京太平洋技术创业有限公司，由此拉开了国际私募投资基金正式进入中国市场的序幕。大体上讲，可以把 1992 年以后外资创投的进入分为 4 个时期。

1993~1996 年：外资创投进入中国市场的“试水期”。这一时期的中国私募投资处于萌芽状态，私募股权投资环境极不成熟，国内私募股权投资机构的资金以政府出资为主，民间资金参与较少。即便是这种情况，国际大型私募股权投资机构也纷纷在这一时期开始进入中国市场，如华平创业投资有限公司、华登国际投资集团，霸菱投资亚洲、新加坡政府投资有限公司等。

1997~2000 年：国际风险投资机构进入中国的行动日益活跃，到 2000 年达到高潮。1997 年以后风险投资日益受到政府的重视，一些相关的政策法规相继出台，例如《民建中央关于尽快发展我国风险投资事业的提案》、《科学技术部财政部关于科技型中小企业技术创新基金的暂行规定》和《关于建立风险投资机制的若干意见》等，中国的私募股权投资业开始蓬勃发展，外资创投也加快了进入中国的步伐。1997 年亚太地区最大的创业投资机

构之一的华登国际向四通利方投资，同时创建了新浪网；同年12月专门投资于大中华地区的中国创业投资公司等私募股权投资机构，联合向亚信公司提供了1800万美元的创业资本。两个典型案例标志着私募股权投资机构开始大举进入中国市场。

2001~2006年：外资创投进入活动短期沉寂后，又稳步回升。随着全球网络泡沫的破灭，纳斯达克为主的新兴股票市场下跌，全球私募股权投资业开始走下坡路，外资创投进入中国的步伐也慢了下来。但中国经济发展的巨大前景使得外资创投又很快恢复了对中国投资的信心，逐步加大了投资的力度。

2006年至今：外资创投正加速涌入中国市场。基于政策和法律的不完善，私募股权基金正在成为中国资本市场积极参与者和重要推动者，中国已经成为全球股权投资发展最为迅速的地区。2006年到2008年第三季度，一共有138只投资亚洲市场的私募股权基金，成功募集了1005.53亿美元资金，在中国成功投资了384个案例。^①

二、国际私募股权基金的发展现状

（一）从事私募股权基金业务的机构逐步多样化

2008年中国多类金融资本获准涉足股权投资领域，使创投和私募股权基金的资金来源大为拓宽。除了传统意义上的私募股权基金机构，如红杉资本、弘毅资本、IDG全球投资基金等以外，证券公司已通过设立直接投资部或者设立单独的资产管理公司等形式开展私募股权基金业务。2007年9月，中国证监会允许中信证券股份有限公司（简称中信证券）、中国国际金融有限公司（简称中金公司）开展直接投资业务试点。根据试点方案，中信证券、中金公司以不超过净资本15%的自有资金设立了直接投资专业子公司，实现母、子公司之间的法人隔离。专业子公司以自有资金进行直接投资。专业子公司建立了有效的投资决策、内部管理和风险控制机制，防范直接投资业务与证券公司其他业务间的利益冲突、利益输送风险，以及“暗箱操作”和道德风险。2008年3月，证监会决定在中信、中金直投试点的基础上适度扩大券商直投试点范围，华泰、国信等8家符合条件的证券公司相继获准开展直投业务。

^① 资料来源：http://www.shihua.com.cn/news_showdetail.jsp?newsid=1739384。

同时，在股市低迷态势下，坐拥万亿元资金的保险机构也正在寻求拓展投资渠道。2006年，保监会发布《关于保险机构投资商业银行股权的通知》，率先放开对未上市商业银行股权的投资“闸门”。《中国保险市场发展报告》（2008年）显示，2008年保监会将进一步完善基础设施投资和股权投资政策，稳步扩大投资基础设施试点，引导保险机构以债权和股权等方式，投资重点区域、重点领域中关系国计民生、符合产业政策和宏观调控要求的重点项目。^①目前保监会对保险机构股权投资的总体思路是，除允许保险公司开展直投外，鼓励保险公司设立股权投资基金。不过，除国务院特批的金融类投资外，保险机构不得参与经营和控股。2008年，中国平安等4家保险资产管理公司共同投资的京沪高速铁路项目，即首次采用股权投资计划模式。2008年4月，全国社保基金获准自主投资经发改委批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金，可投资金额近500亿元，鼎晖投资和弘毅投资旗下的人民币基金首批获投，分别获得20亿元承诺出资。

2008年6月，银监会就《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》征求意见，准备对已经展开的信托类私人股权投资业务进行规范和指引；2008年10月，发改委、财政部、商务部联合出台《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》，对地方设立创投引导基金做出明确规范；2008年11月，保险机构获得国务院批准投资未上市企业股权，将稳妥开展保险资金投资金融企业和其他优质企业股权试点，支持产业调整和企业改革；2008年12月，中国银监会发布《商业银行并购贷款风险管理指引》，允许符合条件的商业银行开办并购贷款业务，使商业银行资金进入股权投资领域成为可能。

中国工商银行于2008年10月以财务顾问的角色深入私募股权领域，中国工商银行作为财务顾问，对中国工商银行客户资源起到了良好的中介作用。即基金将分享到银行大客户的资源，出资方来自中国工商银行筛选的银行客户；对于基金投资的企业，中国工商银行在投资项目决策中参与意见，确保大客户的投资收益，并享有优先受益权。中国工商银行确定的收益标准是年回报率至少8%，回报率超过20%，中国工商银行享有优先分红。同时，中国工商银行将GP管理费中的两成资金作为自己的收益。

^① 资料来源：毛晓梅，“透视《中国保险市场发展报告（2008）》”，新华网，2008年3月27日（http://www.ce.cn/xwzx/gnsz/gdxw/200803/27/t20080327_14984617.shtml）。

（二）私募股权基金投资策略和投资领域逐步综合化

首先，私募股权基金投资策略从传统的非上市企业风险投资扩展到上市企业并购和重组，投资策略趋向多元。2007 年我国私募股权投资市场变化最显著的另外一个趋势就是在投资策略方面，过桥资金和对已上市公司的投资即 PIPE 类投资案例数明显增多，2007 年过桥资金投资案例为 22 起，而 2006 年仅有 11 起，同比增长 100%。2007 年，凯雷斥资 1 亿美元入主中国国内民营酒店业老大——开元旅业集团和中国太平洋保险；新加坡淡马锡、德意志银行和美林携手 4 亿美元投资广州恒大地产集团；高盛联合 D. E. Shaw 对冲基金斥资 2.5 亿美元投资民营船舶制造企业——江苏熔盛重工。这些案例投资额均在数亿美元以上，所采用的就是过桥资金投资策略。

PIPE 类投资案例数在 2007 年为 22 起，2006 年为 19 起，增长率为 15.8%。2007 年 2 月，以花旗领衔的私募股权财团，收购新加坡主板上市公司深圳蓝韵医疗 84.3% 的股权；同年 8 月，弘毅投资以 3 500 万美元购买香港上市公司神州数码 8.8% 的股份，这两起案例都属于 PIPE 类投资。清科研究中心的数据显示，通过协议转让或定向增发等形式直接购买上市公司股票的 PIPE 类投资案例正在逐年递增，2007 年虽然在广义 IT 和服务行业投资案例数与 2006 年持平甚至减少，但在传统行业里增加了 4 例。更可喜的是，PIPE 类的投资涉猎范围正在放宽，2006 年从未触及的生技/健康和其他高科技行业在 2007 年各发生了一起案例，这说明 PIPE 这种在中国才刚刚开始的投资方式，受到了越来越多的关注。

其次，来自夹层资本和重振资本的投资更是突破 2006 年零的纪录，其中夹层资本发生了 9 起投资案例，涉及总额达 8.43 亿美元，占全年投资总额的 6.6%。2007 年 8 月，里昂资本（CLSA Capital Partner）旗下衍生资本投资部门 CLSA Mezzanine Management 宣布将对新加坡上市企业亚洲水务有限公司发行总额为 6 000 万美元的结构债券和可转债券，这起案例使用的就是典型的夹层资本投资策略。夹层资本是一种介于股权投资和债券投资之间，可以非常灵活地组合二者各自优势的投资基金，此类基金投资者受益于公司财务增长带来的股权收益，同时兼顾了次级债权收益，结合了二者的优点。

重振资本也发生了 1 起案例，这表明中国私募股权投资市场的投资策略已开始呈现多元化的格局和趋势。2007 年新增的唯一一起重振资本案例，就是由获得我国主权财富基金——中投公司（CIC）首笔投资而逐渐走进国人