

以合伙人关系为中心，全面分析我国合伙制私募股权基金治理  
对合伙人权责以及合伙人失范行为进行全面剖析，分析合伙人关系维系基础

# 私 募 合 伙 人

有限合伙  
私募股权基金治理

陈 翔 —— 著

构建符合我国私募股权基金治理需要的  
合伙人关系静态平衡机制、动态调整机制和权利救济机制



法律出版社 | LAW PRESS

# 私 募 合 伙 人

有限合伙  
私募股权基金治理

陈 翔 著



法律出版社  
LAW PRESS · CHINA

## 图书在版编目(CIP)数据

私募合伙人：有限合伙私募股权基金治理 / 陈翔著

—北京：法律出版社，2018

ISBN 978-7-5197-2833-5

I. ①私… II. ①陈… III. ①证券投资基金法—研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第244120号

私募合伙人：有限合伙私募股权基金治理  
SIMU HEHUOREN:YOUXIAN HEHUO SIMU  
GUQUAN JIJIN ZHILI

陈翔著

策划编辑 李峰云  
责任编辑 李峰云  
装帧设计 汪奇峰

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 天津嘉恒印务有限公司

责任校对 马丽

责任印制 张建伟

编辑统筹 法研工作室

开本 710毫米×1000毫米 1/16

印张 20

字数 265千

版本 2018年11月第1版

印次 2018年11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)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/liuwenke0467@sina.com

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-83938336

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、子公司销售电话：

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-83938334/8335

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-2833-5

定价:78.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

## 陈翔

安徽六安人，1964年出生，文学学士，公共管理硕士，法学博士。现任安徽省投资集团控股有限公司董事长、党委书记。



## 序言一

中国的合伙人制度非常具有特色,尤其是其中的有限合伙制度,伴随中国私募基金爆炸式发展被用到极致,几乎成为私募基金与风险投资首选的商业组织模式。之所以私募股权投资基金热衷于有限合伙,恰是源于私募股权投资基金的运营模式与有限合伙制度存在天然的契合性,即除了有限合伙的税收优惠吸引力外,还在于有限合伙的两类合伙人架构上。有限合伙人仅以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任,可使那些财务投资人或者不具有特殊技能而创业的搭便车者、厌恶投资风险的合格投资者等,偏好于选择有限合伙人的身份加入有限合伙。这样既能将其责任锁定于投资份额内,又可获得新技术、新产品、新模式创业成功可能带来的最大收益。而普通合伙人虽然须对合伙企业债务承担无限连带责任,但其可以通过本身的有限责任组织形态(如公司)设计,事实上将他们的无限连带责任锁定在公司的有限资本金范围内,于是吸引了那些希望创业、控制、冒险、掌控主动权的创业者或者实际控制人。近年来私募股权投资基金快速发展,步入 12 万亿“大私募”时代,在多层次资本市场中扮演着越来越重要的角色,充分证明了这一点。

然而,私募股权基金的有限合伙企业制度在法律框架内属于“两元式架构”。一方面因为私募基金的非公开性或者隐秘性,其合伙人关系更多地表现为合同自治行为,当然应以当事人的自由约定为常态;另一方面就其作为商业模式

的角度看,有限合伙的组织性(团体性)比较弱,因而在其内部治理方面无须过多地将强制性的团体法规则引入其中,相反,自治性、自律性、选择性规则更多地被采纳。因此,合伙人协议(契约)成为有限合伙企业存续的基石,即管理人独享管理权(经营权)的同时承担无限责任,又给予让渡了经营权的有限责任投资人更多的(甚至事先允诺)利润分享,以实现剩余控制权与剩余索取权的衡平。但理论是骨感的,现实是复杂的,在信息不对称、不完全契约以及中国式经济发展模式与金融创新约束滞后的背景下,实践中有限合伙的合伙人行为乱象丛生、道德风险难以避免、委托代理问题严重,如普通合伙人主体资格不完备、权责不对称、行为不规范、权利救济不充分等。当然,我们不能因噎废食,我们需要在机遇与挑战并存的新形势下,以改革再出发的姿态,认真研究有限合伙模式的实践问题,再构建科学的、有效的、合理的治理机制,去迎接私募股权基金未来快速发展的繁荣与昌盛,机遇与挑战。

一只私募股权投资的成功与否,在很大程度上依赖于私募股权基金及其管理人(投资者)是否具有慧眼,以能否在鱼龙混杂的茫茫大海中发现和选择具有优良发展前景的企业为核心要素。实践中私募股权投资基金的主要投资对象是非上市的创业企业,大多为蕴藏较大不确定性的新产业、新技术、新模式和新产品,以期获得超额资本收益。作为一种风险分担方式,负有无限责任的合伙人将为创业风险“兜底担保。”问题在于,当无限责任合伙人不当地转嫁风险,侵害了其他利益群体、甚至置有限合伙人于不利益之地时,我们可能才发现,权利制衡与救济的法律制度供给是那么地不足。随着私募规模的扩张,加上私募基金行业独有的高风险、高收益、透明性低等特点,由此带来的金融风险也与之俱增。尤其是2018年6月,上海阜兴事件爆雷以后,为了严格把控私募行业风险,中基协对私募的监管力度达到历史最严,从管理人登记门槛、新产品备案、存续产品自查多方面严格把控私募行业风险。这种以外部监管措施为主的治理模式是否为最佳模式?如何从制度供给上改善有限合伙的法律规范?怎样推进有限合伙治理理念的进步?这是摆在我们法律人面前的紧迫课题。

今天,我想向读者推荐的就是这本即将付梓的《私募合伙人——有限合伙私募股权基金治理》。应该说,与公司法领域备受学者关注、研究成果汗牛充栋的

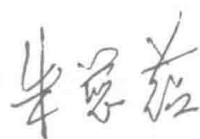
状态形成鲜明对比的是,有限合伙制度可谓实践中的热与研究领域的冷并行不悖,学界对有限合伙制度的关注寥寥无几,高质量与高水平的研究成果屈指可数。而本书的问世,不仅为这一领域的研究成果添加了一笔重彩,更助推了有限合伙制度的相关研究走向深入。伴随私募股权基金的快速发展,如果私募基金内部治理的问题不能得到妥善解决,势必影响整个私募基金行业的快速、健康发展,进而影响我国多层次资本市场的稳定与繁荣。陈翔博士这本专著的出版,正当其时,他直面理论和实践的问题,抓住了有限合伙私募股权基金治理特别是中国有限合伙私募股权基金治理的热点、难点和痛点。

本书是在陈翔的博士学位论文的基础上再度创作而来。作为陈翔博士的导师,我还记得其在学期间我们进行的多次讨论,涉及诸多问题:私募股权基金为什么更多选择有限合伙的组织形式而非公司制;有限合伙的基金治理与公司治理又存在怎样的联系和区别;有限合伙私募股权基金治理的西学东渐有怎样的中国特色,其中国化的进程又有哪些经验和教训;中国有限合伙私募股权基金治理的理论困境和现实困境有哪些,现实中最突出且亟待解决的问题又是什么;面对上述困境和问题,我们又有怎样的解决思路和具体建议。当我看到这本以《私募合伙人——有限合伙私募股权基金治理》为书名的专著时,我发现,这本书的作者虽然是以法律人的视角来探讨有限合伙商事组织的合理、合法、合规之运用,但由于作者多年来一直不断跟踪、学习金融学、管理学和经济学最新知识,因而使得其观察事物和分析问题时,具有多视角的融合。在本书中,陈翔博士对上述问题进行了有理有据、全面深入的回应,极为精准地抓住问题的关键,纵横论道有限合伙实践中的得与失、利与弊。特别值得一提的是,基于其国有投资运营公司管理者和国有基金出资人代表的身份,陈翔特别探讨了国资国企改革背景下的私募基金治理,对国有资本参与私募基金治理的意义、逻辑和方法加以比较系统的梳理,总结出具有地方、行业特色的经验、样本,以期引导国有资本在私募基金治理中更好地发挥建设性作用。同时,基于政府管理和国资管理的工作经验,他还深度剖析了中国有限合伙私募股权基金治理的法律环境、政策环境、市场环境、行业监管环境以及社会文化环境,总结出一般性、普适性的特征、规律,以期进一步完善中国有限合伙私募股权基金治理的生态。

综观《私募合伙人——有限合伙股权基金治理》一书，以详实的数据、案例、文献做支撑，分析有理有据，理论功底扎实，且研究主题具有时代意义，是一本难得的具有理论意义和现实价值的专著，它的出版肯定会给读者带来可喜的收获。

寥寥数语为序，并祝贺《私募合伙人——有限合伙股权基金治理》这一专著的付梓面世。

是为序。

Handwritten signature in black ink, consisting of the characters '朱家瑞' (Zhuang Rui).

清华大学法学院教授



## 序言二

欣闻陈翔博士已将其博士学位论文精雕细琢为一部专题研究著作《私募合伙人：有限合伙私募股权基金治理》，我有幸近水楼台，先睹为快，非常乐意为此书作序。

有限合伙股权基金是我国资本市场的新生事物，是我国投资基金市场中朝气蓬勃的重要组成部分。我自1999年开始作为全国人大财经委《投资基金法》起草工作小组成员，参与起草《投资基金法》。由于对产业投资基金与风险投资基金的法律性质与地位的认识分歧，该法名称后限缩为“《证券投资基金法》”，并于2003年10月28日正式出台，自2004年10月28日起实施。由于这部法律是一部公募型、信托型的证券投资基金法，无法囊括私募股权基金，全国人大常委会于2012年12月28日修订《证券投资基金法》第10章专门规定了“非公开募集基金”，并在第153条规定：“公开或者非公开募集资金，以进行证券投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，其证券投资活动适用本法”。

其实，在该法2012年修订改版之前，私募基金就已经破土而出，并进入“阳光私募”阶段。从2004年开始，投资管理机构与信托公司合作，信托公司发行信托计划，投资管理机构作为投资顾问参与信托计划的投资管理，由银行担任保管人。投资管理机构还与证券公司、基金管理公司及其子公司合作，为这些机构发

行的资产管理计划担任投资顾问或研究顾问。这些担任投资顾问或研究顾问的机构是私募证券投资基金管理人的雏形。在新法实施后,私募股权基金开始驶入法治轨道。自2014年开始,在基金业协会登记的私募基金管理机构可作为管理人设立私募证券投资基金,在此备案案的私募基金可在登记结算机构开户并投资于上市交易的股票、债券及其他金融衍生品。

促进有限合伙股权基金市场大发展大繁荣有利于做好当前的“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”工作,而且有利于从根本上促进资本市场资源的合理流动与优化配置,服务于实体经济发展,促进经济转型升级,提高经济发展质量,增强我国企业的核心竞争力。截至2018年7月底,中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人24,093家;已备案私募基金74,777只;管理基金规模12.79万亿元;私募基金管理人工总人数24.60万人。

但毋庸讳言,我国私募基金行业也在一定程度上存在“重发展轻规范、重创新轻诚信、重效率轻公平”的烙印,出现了野蛮生长的现象。有些私募基金管理人无法慎独自律,缺乏对法律的信仰与敬畏之心,践踏契约精神与信托文化,存在严重失信违法现象。有些私募基金管理人的实际控制人失联,相关私募基金管理人经营中断,严重侵害了投资者合法权益,扰乱了私募基金行业秩序,给投资者合法权益造成重大影响。我作为中国证券投资基金业协会自律监察委员会的委员也曾审理了多件对私募股权基金管理人的自律处分案件。

实际上,有限合伙股权基金的所有乱象归根结底都可以概括为有限合伙股权基金的治理失灵。倘若有限合伙股权基金理性自治,慎独自律,见贤思齐,就可以做到内安外顺,就可以营造出诚实守信、公平公正、多赢共享、包容普惠的有限合伙股权基金市场生态环境。因此,陈翔博士的这本书抓住了制约我国私募基金发展的“瓶颈”问题,具有重要的现实意义,也有宝贵的学术价值。

有限合伙是介于普通合伙企业与公司之间的中间企业组织形态。有限合伙指由有限合伙人和普通合伙人共同组成,有限合伙人以其出资额为限对有限合伙承担责任;普通合伙人对合伙债务承担无限连带责任的合伙形式。有限合伙制度有利于极大调动投资者的投资热情,实现投资者与投知者的最佳组合,做到有钱的出钱,有力的出力。2006年《合伙企业法》导入的有限合伙制度就是实现

有限合伙人与普通合伙人优势互补、同甘共苦的总章程。但由于信息不对称等一系列原因,有限合伙人与普通合伙人相比往往处于相对弱势地位。因此,要优化有限合伙私募基金治理,必须旗帜鲜明地保护有限合伙人的权利,包括但不限于知情权、分红权、咨询权、监督权、诉权、决策参与权、合伙权益转让权及合伙权益变价权等。基于投资者友好型的理念,陈翔博士主张,更好发挥普通合伙人在私募基金治理中的中心作用,形成成熟理性的投资人市场,为有限合伙人参与基金治理建立更加清晰的“安全港”。为弘扬契约精神,他主张有效发挥合伙协议在基金治理中的基石作用。

普通合伙人是有限合伙基金巨轮上的船长,肩负着有限合伙人的信任与信托。现代法律为普通合伙人提供充分的激励机制在一定意义上也是约束机制。但激励机制不是万能的。为遏制我国当前私募基金管理人(普通合伙人)的失信现象和“一粒老鼠屎坏了一锅汤”的诚信株连后果,必须进一步强化普通合伙人的信托义务,切实做到诚实守信、勤勉尽责,稳步提升普通合伙人(管理合伙人)的公信力与竞争力。对此,此书主张,积极引入英美法系信托行业的“信义义务”规则,树立更高标准的诚实守信和勤勉尽责的原则,严厉打击违规失信行为,巩固私募基金行业的社会信任基础,这是实现私募基金监管长治久安的根本之道。同时,此书还就如何实现普通合伙人的职业化、品牌化和国际化进行了有益探讨。

好人很重要,好制度更为根本。为实现标本兼治、源头治理,他主张完善私募基金可持续发展所必需的法律体系、监管框架、行业自律机制,建议优化私募基金健康发展所必需的社会信用环境等。他认为,“需要跳出民法思维的桎梏,尊重商事法律特有的品格和内涵,完善对合伙制私募基金法律层面的顶层设计,树立和强化尊重商事主体自治和商事交易自由的理念,更加突出合伙制私募基金的商事主体特性,细化其内部治理和合伙人关系平衡及救济机制设计,提升法律法规间的衔接度和互补性,提升法律条款的可诉性,统一立法、执法和司法的价值导向,增强法律法规对执法者、司法者和行业从业者的价值指引功能”。这些观点对于我国下一步完善《证券投资基金法》和《合伙企业法》都具有积极的立法参考价值。

综观全书,观点独特,资料翔实,论证严谨,逻辑清晰,是一本理论与实践并重、规范研究与实证分析相结合的优秀著作,对启发从事私募股权基金工作的企业界、监管部门、法院、律师以及法律、财经院校师生开展更深入的研究具有很高的学术价值。

是为序。

刘俊海

中国人民大学法学院教授

谨以此书献给我们这代人的精神故乡——1980 年代



## 前言

有学者曾经指出,现代社会最伟大的发明就是有限责任公司。即使蒸汽机和电气的发明也略逊一筹。起源于大航海时代,凝聚资本、劳动和企业家才能的有限责任公司,被称为近代以来最伟大的组织创新,已经并且正在以巨大的魔力改变着世界。与此同时,另一种更加古老的商业组织形态——合伙制,没有随着时间的推移和经济的发展退出历史舞台,反而以多种形式散发着新的生命力,有限合伙正是其中重要的一类。

有限合伙的起源可以追溯到中世纪意大利航海贸易中广泛采用一种“康孟达契约”(commenda),这种契约一般以一个航程为存续期,一方合伙人作为投资人,提供商品、金钱、船舶等,并以其出资额为限承担风险责任;另一方合伙人即航海企业家,并不参与出资,而是以投资人投入的财产独立从事航海贸易,承担无限经营责任,并分享四分之一的利润。这一制度安排是基于航海贸易高投入、高风险、高度专业化的特性,通过改变“按资分配”的收益分享机制为企业家精神赋能定价。从本质上说,航海贸易与后来出现的高科技风险投资是一脉相承的,都具有高投入、高风险、高度专业化的特点,在所有权与控制权分离的前提下,如何在信息不对称的情况下防范经营管理者的道德风险,如何激励经营管理者履行忠实勤勉义务为投资人获取最大的回报,总而言之,如何解决这类特殊企业组织的委托代理难题,是现代公司治理理论必须回答而经久不衰的问题。“康

孟达契约”为这一问题的解决提供了一种思维和范式,经营者在对企业债务承担无限连带责任的前提下,被赋予充分的管理权力和收益分享的权利,这就把经营者与企业的命运紧紧捆在一起,为经营者殚精竭虑、提高企业经营绩效提供了巨大的动力和压力,从而避免或者降低了经营者的道德风险。因此,自从高科技风险投资出现以来,由康孟达契约而衍生的有限合伙制度在全球范围内再次大放异彩,且不断演进和进化,成为全球范围内私募股权基金的主流组织形式。

2018年是改革开放40周年。40年来,中国犹如一个商事制度和企业制度的巨大“试验场”,从计划经济逐步过渡到市场经济,经历了从政企不分的“工厂制企业”、厂长经理负责制的“全民所有制企业”,到“三会一层”的现代公司制和合伙制等多样化企业制度的嬗变。40年来的实践表明,什么样的商事制度能够更加有利于责、权、利的平衡匹配,更能够调动企业经营者和劳动者的积极性,更进一步说,什么样的制度更符合真实的人性,更符合商业常识和逻辑,什么样的制度就更有生命力,就是改革的方向。邓小平开启的改革开放大业取得巨大的成功,关键的一点就是把企业家请回中国,通过界定和保护产权、鼓励和促进竞争,有效发挥市场在资源配置中的支配性作用。40年来的实践更表明,市场经济制度是人类组织经济活动最有效的方法,在市场经济制度之外,迄今为止人们没有找到其他替代性的制度,能够在长周期里持续做到这一点。正如吴敬琏先生指出的,市场经济的最大好处在于在人性无法改变的情况下,把大多数具有利己心的普通人引导到为社会谋福利的道路上去。在众多的商事制度中,有限合伙制度除了税务处理的优越性之外,核心逻辑是以管理人承担无限责任为前提的管理权让渡和利润分享,通过剩余索取权和剩余控制权的再平衡,实现了权利、责任和风险的优化匹配,比较好地解决了激励与约束的相融问题,进而解决了相关方的利益一致性问题,对冲了所有权与控制权分离和信息不对称导致的委托代理风险。有限合伙制因与私募股权基金的深度契合,如同欧美所走过的路,在中国越来越成为一种主流组织形式。而且,不仅在私募股权基金领域,合伙制、多层级合伙人制也正在成为移动互联网和共享经济时代下越来越多商业组织、投资者和企业家的首选。

持续40年的经济高速发展和国民财富快速积累,中产阶级群体和投资者群

体在数量和质量上均呈现了几何级的增长,专业化财富管理和多元化资产配置的需求日益旺盛,中国已进入资产管理和股权投资的黄金时代。中国不仅成为世界第一大工业国、第一大货物贸易国、第一大外汇储备国、第二大经济体,而且已经成为全球最大最活跃的私募市场之一。在经历了全民炒股、全民私募以及当前的全民创业的浪潮洗礼后,中国的大资管体系下的资金体量已超过百万亿元人民币,私募基金经过近十多年的迅猛发展,目前体量已经超过十万亿元人民币。中国私募股权基金市场在短短的十多年时间里,走过了西方近百年的历程。“私募基金的登场,意味着多层次资本市场主体进一步涌现,是多层次资本市场建设的深化,标志着金融专业化分工链条不断完善,经济和社会发展的金融服务领域不断拓展,可供投资者选择的多层次投资工具逐步形成。”<sup>[1]</sup> 私募股权市场与二级市场互为条件、相互依存,经历了从无到有、从小到大、从无序到逐步规范发展的过程。无论是有限合伙人(Limited Partner, LP)市场的形成和壮大,还是普通合伙人(General Partner, GP)市场的形成和发展,都呈现出鲜明的阶段性特征和中国特色。理论层面,合伙制私募股权基金治理在理性人假设的基础上,依然面临所有权与控制权分离,无限责任与有限责任的平衡,以及由此导致的委托代理难题和潜在的道德风险,且由于市场信息的不对称性、合伙人缔约能力和参与治理能力的差异,完全契约化协议无法实现。实践层面,中国合伙制私募基金治理面临着法律法规不完善及行政监管不统一、经济发展的阶段性限制、信用环境和信息披露机制不完善、行业实践积累不足、私募股权基金管理人市场及投资人市场不成熟等现实困境。同时暴露出合伙人的主体资格瑕疵、权责不对称、合伙人行为失范、合伙人关系平衡性不足以及合伙人关系的动态调整和权利救济体制不完善等现实问题。在机遇与挑战并存的新形势下,中国私募基金行业正走在一个分化整合的十字路口,对私募基金的行业规制和内部治理提出更高的要求。站在“改革再出发”的历史方位上,如何构建科学合理的、适合中国法治基础和社会信用环境的私募基金治理框架,进而构建良性健康的合伙人关系及

---

[1] 参见洪磊为《私募基金法律合规风险管理》一书所做的序言。秦子甲:《私募基金法律合规风险管理》,法律出版社2017年版。



利益平衡机制,形成更加契合中国建设创新型国家需求的风险投资文化和市场环境,将是学界和业界关注的焦点问题。

笔者作为投资行业的一名从业人员,在实践中深深地感到,推进中国私募基金的良性有序发展和规范治理依然任重道远,需要理论和实务界同仁的共同努力。本书就是基于私募基金治理的视角,以合伙人关系为主线,通过对近年来相关领域的理论研究和行业实践进行系统梳理和总结,就有限合伙制在中国的健康发展,合伙人关系的平衡与再平衡,以及私募股权基金的法律、行业规制的革新提出若干个人的浅见,尤其是对国有资本参与私募股权基金的机制设计和相关治理问题提出比较系统的解决方案,以求教于有关专家和读者。