

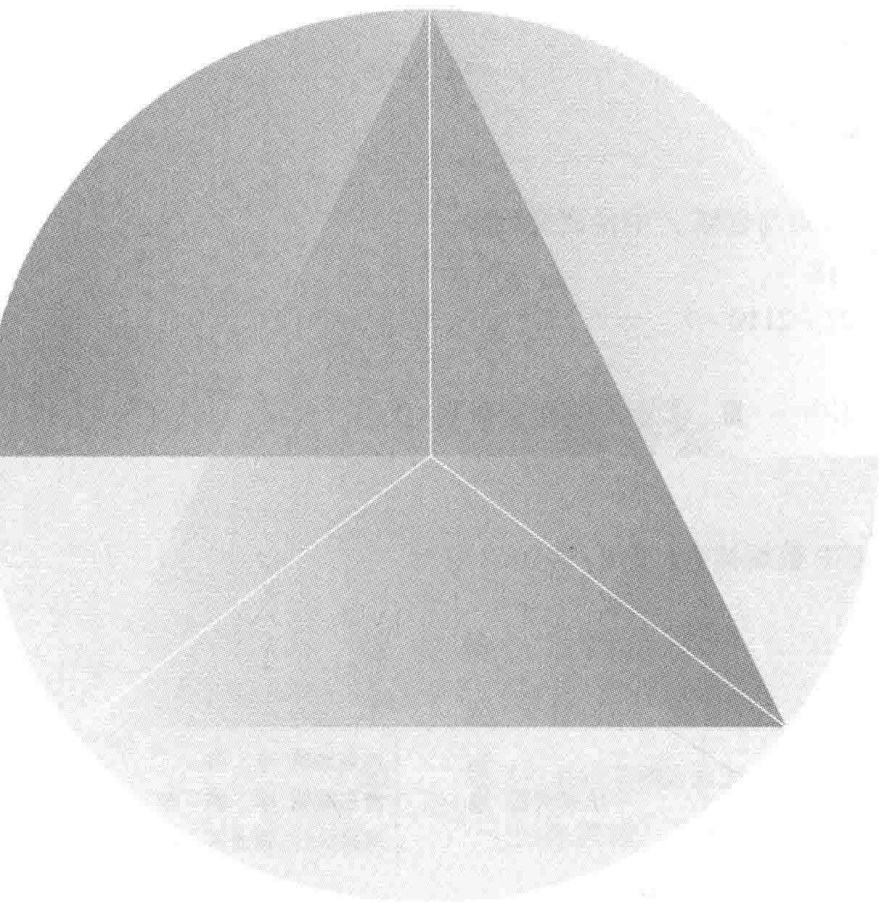


# 资本运作： 规则、风险与创新

THE GAME OF CAPITAL :  
RULES, RISKS AND INNOVATIONS

中伦研究院 编





# 资本运作： 规则、风险与创新



THE GAME OF CAPITAL :  
RULES, RISKS AND INNOVATIONS

中伦研究院 编



## 图书在版编目(CIP)数据

资本运作：规则、风险与创新 / 中伦研究院编. --  
北京：法律出版社，2018  
ISBN 978 - 7 - 5197 - 2110 - 7

I. ①资… II. ①中… III. ①资本运作—研究 IV.  
①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 056152 号

### 资本运作：

规则、风险与创新

ZIBEN YUNZUO:

GUIZE、FENGXIAN YU CHUANGXIN

中伦研究院 编

策划编辑 李 群

责任编辑 李 群 李 璐

装帧设计 鲍龙卉

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 三河市兴达印务有限公司

责任印制 胡晓雅

编辑统筹 法律应用·大众读物出版第一分社

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

印张 27.25

字数 446 千

版本 2018 年 5 月第 1 版

印次 2018 年 5 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/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

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/010-63939781/9782

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071010/1636

深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5197 - 2110 - 7

定价:148.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

## 编委会

---

总 主 编 张学兵

主 编 郭克军 龚乐凡 张 炯

编 委 (以姓氏笔画排列)

许胜锋 孙彬彬 吴清发

张诗伟 张海晓 曾赞新

熊 川

执行编辑 刁 远 刘 蕊 游千里

## 序 言

“时间乃是最大的革新家。”英国哲学家培根如是说。改革开放以来，我们的祖国欣欣向荣，法制日益健全，法律服务市场得到长足发展。作为司法部最早批准设立的合伙制律师事务所之一，中伦的成长史也成为了中国律师群体发展历程中的一个缩影。

中伦律师事务所建所二十五周年之际，由中伦研究院出品的系列文集也问世了。这套文集共五卷，由资本市场、公司业务、房地产与基础设施、争议解决、金融与知识产权等专业领域的合伙人和律师撰写。这五卷凝聚智慧与经验之作是为中伦二十五岁生日献上的一份厚礼，更是中伦人为读者精心准备的一场盛宴。

我们庆幸，所处的时代是律师群体日益受到重视、得以发挥作用的年代。我们欣然，二十五年间，中伦从五位合伙人的“小作坊”发展成为国内规模最大的综合性律师事务所之一，一千八百余名优秀的专业人员在全球十六个办公室为客户提供综合性法律服务。我们感恩，二十五年来，客户、同仁和各界朋友给予我们充分的信任与支持，一路陪伴，共同成长。我们庆幸着、欣喜着、感恩着，同时也清醒着、思索着、努力着，因为肩负的使命从未忘却，因为客户的重托不敢辜负，因为前路仍然充满挑战。

二十五年来，我们持续汲取新知，精进律师业务，力争用高水平的专业服务和对客户高度负责的态度，与客户共同创造社会价值。经过多年的不懈努力，我们的执业理念与执业水平获得了业内同仁与客户的认可。二十五年来，中伦业务的精进与规模的壮大齐头并进，近五年来重庆、青岛、洛杉矶、旧金山、杭州、南

京办公室相继启航,国内的服务网络进一步完善,全球布局稳步推进。“学有渊源流不竭”,中伦全方位推进实践创新,陆续成立了中伦研究院和知识管理部,开展了形式多样的学术交流活动,向行业贡献了中伦智慧,向同仁展示了中伦风采。二十五年来,我们倾尽心力,创造平台,培养了大批积极向上、努力钻研的律师,建立了团队协作、共同发展的良好机制,形成了乐观开放、和谐奋进的健康氛围。我们看到一批批初出茅庐、志向高远的年轻律师,在中伦大家庭里磨砺、拼搏,挥洒汗水、发挥才干,成长为各专业领域的骨干精英。二十五年来,我们善尽社会责任,积极回馈社会。我们设立了“中伦公益基金”,在环保治沙、救助灾害、留守儿童素质教育、高校助学、希望小学、防盲事业与公益律师培养等诸多领域均有我们活跃的身影。回首二十五年,我们无愧于“言中伦,行中虑”的初衷。

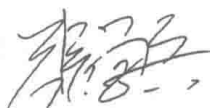
二十五年驰而不息的努力,让中伦在新产业、新模式、新业态层出不穷的今天,充满自信,勇立潮头。在汇聚专业精英、创造社会价值、共筑法治梦想的使命引领下,我们明确了“立足中国,国际一流,推动中国法治进程,成为百年传承的律师事务所”的发展愿景。我们将不断提升专业素养和执业技能,恪守职业道德,勇担社会责任,力争在国家法治、经济建设中贡献自己的一份力量。

倡导终身学习、注重总结、交流与分享的事务所文化是此书得以问世的土壤。中伦人既能持续跟进所关注领域的法律动态及市场动向,又能坚持对已有案例和项目进行梳理、思考与总结;既注重实务经验的丰富与积累,又注重理论上的体系化与条理化。这套书的面世离不开中伦各业务领域合伙人和律师们的不辞辛劳。在繁忙的业务之余,他们精心准备,将各自在执业经历中的点滴心血和宝贵经验凝结为一篇篇具有很高专业水准和突出实用性的文章。这不但充分展现了他们的专业素养和敏锐的洞察力,也体现了他们对中伦、对律师业的一份感情。文集的出版,不仅仅是为了纪念中伦二十五年来耕耘与收获,更是为了与各位同仁分享我们的所思所得。

纸短情长,难尽言。在中伦二十五岁到来之际,我诚邀各位读者、业界同仁一道品鉴这套凝聚着中伦人心血的法律专业读物。

是为序。

中华全国律师协会副会长  
中伦律师事务所主任



## 一、基金实务

- 003 有限合伙制私募股权投资基金关键条款解读  
魏海涛 翁禾倩 李雪婷
- 018 资管及基金产品增值税实务分析  
刘新辉 杨霞
- 026 人民币基金对红筹公司双重投资架构的模式及法律问题  
郭克军 丁文昊
- 034 私募基金股权投资的争议解决  
张海晓 郝英男

## 二、一级市场运作

- 047 关于“小红筹”模式下上市前股权激励计划方案设计的  
若干思考  
赖继红 陈晋康
- 056 H股及其全流通试点的回顾与展望  
李艳丽 黄伟祥
- 069 证券公司融资融券业务债权保障机制探讨  
孙为
- 080 一致行动人协议的相关法律问题浅析  
姚启明

- 090 勾勒旅游资本蓝图  
——旅游企业改制上市主要问题分析

熊川 叶云婷

### 三、并购重组

- 107 上市公司重组涉及中概股相关交易架构及法律问题

魏海涛 丁文昊

- 116 上市公司为主体收购新三板挂牌公司的交易模式及重点  
关注法律问题

王成 赵科星 廖垚

- 135 并购重组中盈利预测补偿之争议解决

杨飞翔 沈志伟

- 144 并购医疗机构的若干法律问题

杨育红 陈怀望

- 168 在公司并购交易中应如何提前考量员工安置因素

王维众 严静安

- 173 对互联网行业并购监管的思考  
——从反垄断法的角度

吴鹏 叶涵

### 四、公司治理与法律风险控制

- 187 (一) 股东权益

- 187 公司控制权纠纷法律解决方案的策划与实施

刘相文 赵振 赵超

- 199 股东权利维护与公司治理法治化：《公司法解释四》  
的颁布对商事诉讼的影响

孙彬彬 温晗 李宏杰

- 208 初创企业如何分配股权，给予股权激励

龚乐凡



- 218 (二) 雇员权益
- 218 国有非上市公司实施股权激励相关法律问题  
贾琛 李代军
- 227 公司高管的协商解除谈判要点  
——从公司法、劳动法、谈判心理学的角度综合探讨  
王维众 严静安
- 232 竞业限制协议与未签劳动合同责任的地区性差异  
朱叶萍 陈川
- 237 用人单位因劳动者不胜任之单方解除权研究  
——现实困境与突破建议  
段海燕 马晓钰 王旭颖
- 249 跨国企业高管个人所得税之常见误区  
倪勇军 高如枫 季康华
- 256 (三) 社会责任
- 256 企业的环境合规体系构建  
——律师参与体系构建研究  
于鲁平

## 五、债权人保护与破产重整

- 267 重整中债务人自行管理制度价值及风险的实用性研究  
许胜锋
- 288 论破产程序中管理人的选任和变更  
许胜锋 胡迪 江子洋
- 307 破产案件所有权保留买卖合同解除致损的债权性质  
认定之反思  
——兼评《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国  
企业破产法〉若干问题的规定(二)》第三十八条  
王冰 周杰

- 319 破产程序应用效率不足的实证分析与对策  
——以利益考量为视角  
许胜锋 张 生
- 331 债权人代位权诉讼的法律问题及案例研究  
常永春
- 362 破产撤销权之适用  
——以《企业破产法》第三十一条第(三)项  
关于担保的撤销为视角  
王 冰 蒲俊霖 张贝贝
- 375 H股上市公司破产重整相关法律问题探析  
——以福建诺奇股份有限公司重整案为例  
许胜锋 王海军

## 六、市场化改革

- 391 混合所有制改革相关法律问题初探  
曹雪峰 王 洁
- 423 民办非企业单位制医疗机构如何变更为公司制医疗机构  
郭克军 刘永超

# 一、基金实务

---





# 有限合伙制私募 股权投资基金 关键条款解读

魏海涛 翁禾倩 李雪婷\*

\* 作者简介：

魏海涛,中伦律师事务所北京办公室资本市场部合伙人,电邮为 weihaitao@zhonglun.com;

翁禾倩,中伦律师事务所北京办公室资本市场部律师;

李雪婷,中伦律师事务所北京办公室资本市场部律师。

## 一、引言

《证券投资基金法》(已被修订)将“非公开募集基金”即“私募基金”纳入其规范对象,赋予了私募基金合法地位。2014年8月21日颁布并实施的《私募投资基金监督管理暂行办法》,成为包括私募股权投资基金在内的私募投资基金的直接法律依据。此后,私募基金蓬勃发展,在全民私募基金(PE)的大潮之下,截至2017年11月末,各类私募基金管理规模已达10.83万亿元。私募基金的快速发展为投资需求和融资需求之间架起了一座桥梁,私募基金不仅为持有货币资本的投资者提供投资通道,也为存在融资需求的非上市企业提供了资金支持。

而LPA是联系GP与LP法律关系最为重要的纽带,它完整地反映了GP与LP之间的权利义务关系。本文在总结近期为各类私募股权投资基金提供的法律服务的基础上,对有限合伙制私募股权投资基金的关键条款进行归纳总结,并对关键条款的法律及商业逻辑进行详细解读,旨在带领私募基金从业者了解私募股权投资基金的基本商业逻辑和规则。

## 二、有限合伙制私募股权投资基金关键条款

### (一)合伙期限

基金是带有一定生命周期的投资载体。合伙期限虽然不是《合伙企业法》要求LPA应当载明的事项,但鉴于私募股权投资基金本身的价值,LPA一般均会对合伙期限作出规定,故《私募投资基金合同指引3号(合伙协议必备条款指引)》(以下简称合同指引)也将合伙期限列为合伙协议必备条款。

市场上较为常见的基金的合伙期限一般不超过10年,以6~10年较为主流。合伙期限进一步划分为投资期及退出期,投资期的长短根据基金投资策略的不同而不同,一般多为3~5年。合伙企业在投资期内须完成投资,在退出期内则不得再进行投资,而应当着眼于实现已投资项目的退出变现。而在LPA的设计中,投资期往往与投资回报期限、管理费以及基金能否要求合伙人继续缴纳认缴出资相关。由于管理费的收取根据投资期及退出期进行划分,而投资期内的管理费较高,且相对较短的投资期更有助于LP尽快收回投资实现收益,故对于LP而言,投资期尽快结束并进入退出期对其更为有利。

LPA 一般约定以下情况作为投资期结束的触发条件:其一为约定的期限到期,其二为基金的总认缴出资已经使用完毕,其三为由于关键人士事件的触发导致投资期的终止。部分 LP 还会在此基础上进一步要求,若本基金之外后续基金完成首次交割的,则本基金的投资期应该结束并进入退出期。该等约定的逻辑在于进一步锁定执行事务合伙人和管理人的投资精力并保证本基金获得足够且优质的投资项目,若其已经有能力募集后续基金,应当首先保证本基金的认缴出资已经使用完毕。另外,若募集对象包括目前市场上各类母基金,则还需要着重考虑基金存续期限与母基金自身期限是否匹配的问题。

## (二) 合伙企业费用

合伙企业费用是指应当由合伙企业承担,与合伙企业的设立、管理、投资、运营、终止、解散、清算相关的费用,常见的包括开办费,与投资相关的费用,管理费,托管费,审计及年报费用,会议费用,备案、注册登记等政府税费,诉讼、仲裁等法律程序费用,清算、解散相关费用等。

在对合伙企业费用进行约定时,投资者与管理人博弈的焦点主要集中于哪些费用计入合伙企业费用并由各合伙人分摊,哪些费用计入管理费并于计提的管理费中列支。由于合伙企业费用的约定直接影响投资者与管理人双方的经济利益,故合伙企业费用的条款尤为重要。一般而言,在约定合伙企业费用时须注意以下几点:其一,合伙企业费用原则上为与合伙企业运营相关的费用,由于合伙企业已经向管理人支付管理费,故管理人运营的相关费用应当已经包含在管理费中,合伙企业一般不承担下设于管理人的投资决策委员会的费用以及管理人办公场所租赁等费用。其二,在合伙企业费用中,LP 为确保管理人对合伙企业费用的合理开支,会对各项费用设定一定的上限,如根据基金的规模对开办费、差旅费等设定上限,对于超过上限的费用则要求管理人自行承担。对条款中无法列明的其他费用,在达到一定金额时经有限合伙人可行使一定表决权的合伙人会议或投资人咨询委员会通过方可列支。其三,合伙企业费用中与投资相关的费用,包括聘请专业顾问的费用等,由于此项费用开支较大,往往也是谈判的焦点之一。LP 会要求管理人尽可能促使将投资相关费用由被投资企业承担,以减少自身分摊的合伙企业费用。而对于被投资企业不承担的项目相关费用,则以项目是否立项或是否最终完成投资为划分因素要求在管理费中列支。对于尚未立项或虽已立项但尚未完成投资的项目,LP 可能会要求作为管理人提供投

资管理服务的对价计入管理费、由管理人自行承担,而不得在合伙企业费用中列支;或要求仅将其中一定比例的费用计入合伙企业费用,其余部分由管理人承担。此外,对于LPA谈判时已经发生的费用(一般为筹备费用),投资人可能也会要求合伙企业提供开支明细以供投资人判断该等费用是否处于合理区间。

合伙企业费用条款作为商业条款,最终的条款取决于谈判双方的实力,各方会根据基金规模以及管理费计算方式判断管理费是否能够覆盖管理人的正常运营,并根据管理费的总额判断哪些费用可以列入合伙企业费用,哪些费用应设定最高限额。

### (三)管理费

管理费为管理人为合伙企业提供管理服务的对价,亦被纳入合伙企业费用中列支。为了避免管理人仅仅通过管理费的收入获取回报而无法激励管理人积极地作出投资决策、为基金创造更高的收益,管理费原则上以满足管理人基本运营开支为限。

管理费的计算一般按照投资期及退出期进行划分,并以合伙企业认缴出资、实缴出资或实际管理规模为计费基础。市场上较为常见的约定为投资期以合伙企业认缴出资总额计算,而退出期以实际管理规模计算。这样的约定一方面能够保证投资期内管理费足以覆盖管理人较多的成本开支;另一方面,由于在退出期内管理人实际仅承担投后管理工作,相应地减少管理费也具有合理性。但对于一些专项基金或因个别LP在基金中有较大话语权的情况,也会出现以实缴出资总额作为投资期管理费计费基础的情况。退出期的实际管理规模一般以届时尚未退出的投资项目的投资成本计算(投资成本包括投资本金及项目相关其他成本费用)。

管理费的费率一般为计费基础的1%~2%。费率一般需结合基金的规模综合考量,对于规模较小的基金,为维持管理人必要的运营开支,LP可能会接受较高的管理费率;而对于规模较大的基金,管理费率也会适当降低。此外,就母基金而言,考虑到母基金投资于基金会使母基金之投资人承担双重管理费,故一般母基金的管理费率会适当降低。对于同时存在直接股权投资和子基金投资的母基金而言,可能会在母基金层面扣减子基金承担的管理费和子基金层面管理人取得的业绩回报。



#### (四) 普通合伙人与管理人

为实现合理税收筹划以及避免管理人承担无限连带责任,多数情况下,私募基金管理人不直接担任基金的 GP,而由管理人或管理人的股东等另设一有限责任公司担任基金的 GP,并根据管理人管理的不同基金分别为每一基金单设 GP。在此种情况下,LPA 中一般会约定合伙企业采取受托管理的管理方式,由 GP 指定管理人向合伙企业提供投资管理等服务。

前述税收筹划即借用合伙企业“先分后税”的透明税务主体的优势,将绩效分成直接支付给由管理团队出资设立的有限合伙企业,但该等安排可能存在被税务机关质疑该有限合伙企业收入性质而要求缴纳增值税或极端情况下按照工资薪金标准纳税的情况。

由于委托管理模式的存在,最终的投资决策权既可能保留在 GP 之下,亦可能委托给管理人行使。但无论如何,本文认为基金的投资决策仍然应由经备案的管理人作出。其逻辑在于,中国证券投资基金业协会(以下简称基金业协会)之所以对管理人作出种种要求、限制,其原因就在于对基金的运营作出实际投资决策的管理人需要具备投资决策的素质及风险控制的能力,而若将最终进行投资决策的组织机构设于未经登记的 GP 或基金自身,则颠覆了基金业协会规范私募投资基金业务、保护投资者合法权益的目的,导致管理人登记制度名存实亡。

#### (五) 关键人士

基金的业绩表现往往和明星基金经理具有直接的关系,故投资人一般会要求对基金实际运营管理中的关键人士进行一定程度的绑定,以确保其为基金提供投资服务。在关键人士无法为基金提供有效投资服务的情况下(包括关键人士死亡、离职、一定时间段内停止服务或不再担任投资决策委员会委员等)则构成“关键人士事件”。相应地,关键人士事件的发生将导致投资期中止,此种机制的设计将确保合伙企业的投资决策都是由投资人所信赖的领导者作出。

一般而言,关键人士根据管理团队的具体状况决定,一般选定管理团队的 1~5 名领袖人物并根据其重要性程度进行绑定,如其中 1~2 名关键人士发生关键人士事件,则基金停止投资期,待有限合伙人可行使一定表决权的合伙人会议或投资人咨询委员会同意替任关键人士时,投资期方可恢复,基金继续投资。