

律商·金融

 LexisNexis®



**Venture Capital &
Private Equity in China**
中国风险投资与私募股权
(Bilingual · 中英文对照)

陈永坚 著
By Joseph Chan

 法律出版社
LAW PRESS CHINA

律商·金融

D922. 28/16

LexisNexis®

2008



Venture Capital &
Private Equity in China
中国风险投资与私募股权
(Bilingual · 中英文对照)

陈永坚 著
By Joseph Chan



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国风险投资与私募股权:汉英对照 / 陈永坚著. —北京:
法律出版社, 2008. 1

ISBN 978 - 7 - 5036 - 7999 - 5

I. 中… II. 陈… III. ①风险投资—法规—中国—汉、英
②企业—融资—法规—中国—汉、英 IV. D922.28 D922.291.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 188328 号

Copyright © LexisNexis 律商联讯 2008

本书版权为 LexisNexis 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。

©法律出版社·中国

责任编辑/卫蓓蓓 王 娟

装帧设计/翰达设计 李 瞻

出版/法律出版社
总发行/中国法律图书有限公司
印刷/北京中科印刷有限公司

编辑统筹/对外合作出版分社
经销/新华书店
—责任印制/沙 磊

开本/787×960 毫米 1/16
版本/2008 年 1 月第 1 版

印张/60 字数/1129 千
印次/2008 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

电话/010-63939796

网址/www.lawpress.com.cn

传真/010-63939622

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

销售热线/010-63939792/9779

传真/010-63939777

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 苏州公司/0512-65193110

书号:ISBN 978 - 7 - 5036 - 7999 - 5

定价:368.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

作者简介

陈永坚

陈永坚律师毕业于美国宾夕法尼亚大学,获文学学士和沃顿商学院经济学学士学位。美国乔治华盛顿大学法学博士。美国必百瑞律师事务所上海办事处管理合伙人。

陈律师在公司、证券法律事务方面经验丰富,代理私募股权基金、风险投资基金、项目公司、卖方、买方、发行人、承销商、财务顾问、贷款人和受托人从事各种复杂交易,已有十多年的经验。

陈律师已参与了超过410亿美元的私募股权、风险投资、资本市场、兼并、收购和其他战略交易,包括换股兼并、现金兼并、股权收购、资产收购、要约收购、企业合营、战略联盟和资产剥离。陈律师完成的私募股权和风险投资融资涵盖了从种子期到扩张期和后期投资的整个投资阶段。陈律师还参与了数家美国著名公司的首次公开发行。

陈律师频繁应邀在中美各大私募股权和风险投资会议上发表演讲。陈律师关于私募股权和风险投资的观点曾在多家知名杂志和其他刊物上发表或被引述,其中包括《Asia M&A》、《FinanceAsia》、《The Deal》、《San Francisco Chronicle》、《财经》、《投资与合作》等。

陈律师的工作语言是英文和中文。

序

我们感到本书的出版正合时宜。中国风险投资和私募股权的发展十分惊人。2007年似乎又是一个丰收年,无论是在筹资金额还是在投资数和实现退出数上。在美国和其他成熟国家,风险和成长资本投资主要集中于盛产高成长企业的技术领域;而在中国这样飞速发展的经济体中,投资者会在诸多经济领域中寻找到颇具吸引力的机会。

笔者以及笔者的同事在硅谷从事风险和成长资本融资已有多年。在过去十年间,我们亲眼目睹并亲身经历了硅谷的异军突起、黄金时期、2001年网络泡沫破灭、后泡沫余波以及最近的复兴。目前中国的情况在某种程度上令人联想起硅谷。当然,中国的风险投资市场有着诸多鲜明独特的中国特色。

我们试图通过本书与广大读者分享我们在中国风险融资过程中的经验以及我们对此的探究。

第一章简要介绍中国的风险投资和私募股权。同时还介绍了《外商投资产业指导目录》,这是关于外商在中国进行投资的基本制度。

第二章对离岸基金的设立过程进行概述。

第三章对外资人民币基金的设立进行探讨。考虑到中国近期的监管变化,外国风险投资者对此话题越发感兴趣。

第四章介绍典型的利用离岸结构进行风险投资的基本条款。条款清单基于美国国家风险投资协会公布的条款清单范本,并针对中国投资进行了适当修改。

第五章论述“红筹”模式,这是在中国进行风险投资所普遍采用的离岸交易架构。

第六章对红筹模式下风险投资所适用的主要交易文件的条款进行详细分析。本章也是本书的中心。我们希望本章可以揭开风险融资交易法律文件中各种常见条款的神秘面纱。本章的大多数范本均基于美国国家风险投资协会公布的范本,并针对中国投资进行了适当修改。大成律师事务所的李寿双律师以及法律出版社慷慨允许我们使用李寿双律师主编的《美国风险投资示范合同》一书中几个合同范本的中文翻译,我们对此不胜感激。

第七章讨论境内架构。因最近的监管限制,在中国进行风险投资时,境内架构日益受到青睐。在本章中,我们试图强调一般的风险融资条款与境内架构在中国法律法规下的兼容性。

第八章着重介绍限制性部门的投资。本章对所谓的“新浪”模式或“控制”模式进行探讨,并对主要“控制”协议的条款进行分析。

第九章对在中国进行风险投资通常所需的行政审批程序进行详细介绍。

第十章是关于中国的股权激励计划。

第十一章简要介绍投资者在中国可行的退出方式。

第十二章对美国的首次公开发行过程进行阐述。本章介绍了在美国上市所需的主要文件和步骤。2007年中国公司在美国资本市场的首次公开发行数创历史新高。

第十三章对伦敦另类投资市场的上市过程进行概述。中国目前已有相当数量的公司在伦敦另类投资市场上市。

第十四章探讨了风险投资者可采用的第二大退出方式:并购或产权交易。本章对不同的交易结构进行了研究。

本书是集体的成果。本书能够在短短四个月的时间内完成,得益于必百瑞律师事务所诸多优秀的专业人士的支持和奉献。在本书创作过程中,我们团队的专业精神令人鼓舞,谨此对他们深表敬意。

我的几位同事为本书各章做了大量的研究和准备工作,他们的帮助对于本书完成是必不可少的,在此,我想对他们表示感谢:邓菊、Ted Baumgartner、Aruna Parthasarathy、Lauren Nguyen、Didi Chow、Stephanie Hu、Grace Im、邱文雄、Jason Balitzer、John Maselli、Hollie Bierman 和奚力。尤其是邓菊,她慷慨地将她在中国外商投资和风险投资中的宝贵经验和见识与我们分享,为本书投入了巨大的心血。

我还想感谢 Greg Pickrell、Gary Benton 和 Michael Wu 对本书若干章节进行的仔细审阅以及提出的宝贵意见。由于本书为中英双语,因此对翻译工作提出了较高的挑战。我们的翻译团队对此投入了大量的时间和精力,终于使本书得以顺利完成,我对他们表示衷心的感谢:陈新美(本书主要翻译)、凌永山、邱文雄、奚力和曹芊。此外,我们还十分感谢张路教授对本书第 6.2 和 6.7 章的翻译。最后,我要特别感谢陈丽在本书写作过程中的鼎力相助。

必百瑞行政团队安排律师事务所的资源投入本书制作,谨此我对他们的帮助表示感谢。

本书的创意源自律商联讯的王娟,是她首先向我提出了出版本书的建议。此外,在本书出版过程中,她对我进行耐心和不懈的指导,我对她表示深深的谢意。同时,还特别感谢 LexisNexis 其他编辑人员在本书编辑过程中所提供的巨大帮助。

陈永坚
中国上海
2007年12月

目 录

| | Cn | En |
|-------------------------------------|-----|-----|
| 第一章 中国风险投资和私募股权介绍 | 001 | 415 |
| § 1.1 风险投资和私募股权定义——国际市场用法 | 001 | 416 |
| § 1.2 中国市场用法——风险投资和私募股权区别模糊 | 002 | 417 |
| § 1.3 中国风险投资业的发展历程 | 003 | 418 |
| § 1.4 中国私募股权的发展 | 004 | 420 |
| § 1.5 风险投资/私募股权(成长基金)投资者之中国 法律环境 | 006 | 422 |
| § 1.5.1 外商投资目录 | 007 | 423 |
| § 1.5.2 在限制行业投资 | 007 | 424 |
| § 1.5.3 主要立法机关介绍 | 009 | 425 |
| | | |
| 第二章 离岸基金的设立 | 011 | 429 |
| § 2.1. 在中国的风险投资基金 | 011 | 429 |
| § 2.2 基金设立过程简介 | 012 | 430 |
| § 2.2.1 备忘录 | 012 | 430 |
| § 2.2.2 基金,有限合伙协议 | 015 | 435 |
| § 2.2.3 认购协议,接纳有限合伙人 | 025 | 447 |
| § 2.2.4 风险投资基金的管理 | 026 | 448 |
| § 2.3 适用法律 | 027 | 449 |
| § 2.3.1 证券法豁免 | 027 | 450 |
| § 2.3.2 《1940年投资公司法》 | 029 | 452 |
| § 2.3.3 《1940年投资顾问法》 | 032 | 455 |
| § 2.3.4 ERISA | 032 | 456 |
| | | |
| 第三章 境内外资人民币基金 | 035 | 458 |
| § 3.1 介绍 | 035 | 458 |
| § 3.2 近期鼓励设立人民币基金的法规 | 037 | 461 |

| | | | |
|------------|--------------------------|-----|-----|
| § 3.3 | 利润最大化所需考虑的主要架构因素 | 040 | 465 |
| § 3.3.1 | 合营企业或者独资人民币基金 | 040 | 465 |
| § 3.3.2 | 有限合伙 | 045 | 472 |
| § 3.3.3 | 创业投资管理企业的设立(“创投管理企业”) | 046 | 473 |
| § 3.3.4 | 平行基金 | 047 | 474 |
| § 3.4 | 人民币基金对于外国风险投资者的法律风险 | 048 | 475 |
| § 3.4.1 | 必备投资者管理职能的不确定性 | 048 | 475 |
| § 3.4.2 | 投资者对利益冲突交易进行限制的不确定性 | 049 | 476 |
| § 3.4.3 | 受特定行业和其他外商投资限制 | 050 | 477 |
| § 3.4.4 | 某些优先权之丧失 | 050 | 478 |
| § 3.4.5 | 通过境内证券交易所退出的不确定性 | 050 | 478 |
| § 3.5 | 与中国政府基金的潜在合作 | 051 | 478 |
| 第四章 | 条款清单 | 052 | 480 |
| § 4.1 | 引言 | 052 | 480 |
| § 4.2 | 条款清单的条款 | 052 | 480 |
| § 4.2.1 | 融资文件 | 052 | 481 |
| § 4.2.2 | 估值和资金规模 | 053 | 482 |
| § 4.2.3 | 证券、法域和结构选择 | 054 | 482 |
| § 4.2.4 | 清算 | 055 | 483 |
| § 4.2.5 | 其他权利和优先权 | 055 | 484 |
| § 4.3 | 条款清单范本 | 055 | 484 |
| § 4.4 | 尽职调查清单 | 064 | 496 |
| 第五章 | 红筹模式 | 067 | 500 |
| § 5.1 | 背景 | 067 | 500 |
| § 5.2 | 案例分析——如家快捷酒店管理公司 | 071 | 505 |
| § 5.3 | 新并购法规 | 072 | 507 |
| § 5.3.1 | 商务部申报要求 | 073 | 508 |
| § 5.3.2 | 换股 | 074 | 509 |
| § 5.3.3 | 境内控制的境外公司并购 | 075 | 510 |
| § 5.4 | 规定对红筹股模式的影响 | 075 | 511 |
| 第六章 | 离岸结构下主要购买文件关键条款分析 | 078 | 514 |
| § 6.1 | A 序列优先股购买协议 | 078 | 514 |
| § 6.2 | 经修订、重述的公司组织大纲和公司章程 | 107 | 552 |

| | | | |
|------------|-----------------------------------|-----|-----|
| § 6.3 | 投资者权利协议 | 140 | 597 |
| § 6.4 | A 序列优先股权证 | 165 | 632 |
| § 6.5 | 可转换承付票 | 170 | 639 |
| § 6.6 | 优先购买权和共同出售协议 | 177 | 647 |
| § 6.7 | 表决权协议 | 189 | 664 |
| § 6.8 | 限制性股票协议 | 202 | 681 |
| § 6.9 | 雇佣、竞业禁止、保密信息和发明协议 | 207 | 689 |
| 第七章 | 境内结构下关键融资条款分析 | 216 | 700 |
| § 7.1 | 中国合营企业法 | 216 | 700 |
| § 7.1.1 | 合资经营企业(合资企业) | 218 | 703 |
| § 7.1.2 | 合作经营企业(合作企业) | 218 | 703 |
| § 7.1.3 | 外商投资股份有限公司 | 219 | 704 |
| § 7.2 | 在岸结构的主要法律风险 | 219 | 705 |
| § 7.2.1 | 优先权条款本地化的风险 | 220 | 705 |
| § 7.2.2 | 境内监管者 | 228 | 717 |
| § 7.2.3 | 通过收购境内股权进行外商直接投资 ——中国投资者投资估值问题 | 229 | 718 |
| § 7.2.4 | 转换成离岸结构注意事项 | 229 | 719 |
| § 7.2.5 | 克服在岸法律风险的方法 | 230 | 719 |
| 第八章 | 限制性部门的风险投资 | 232 | 722 |
| § 8.1 | 引言 | 232 | 722 |
| § 8.2 | “新浪”模式介绍 | 236 | 728 |
| § 8.2.1 | 业务合作协议 | 238 | 730 |
| § 8.2.2 | 知识产权许可协议 | 247 | 741 |
| § 8.2.3 | 咨询协议 | 255 | 751 |
| § 8.2.4 | 资产购买协议 | 262 | 760 |
| § 8.2.5 | 资产租赁协议 | 269 | 768 |
| § 8.2.6 | 股权质押协议 | 275 | 775 |
| § 8.2.7 | 表决权协议 | 282 | 783 |
| § 8.2.8 | 认购期权协议 | 289 | 791 |
| § 8.3 | 限制使用涉及增值电信业务的“新浪”模式的近期规定 | 295 | 799 |
| § 8.3.1 | 《信息产业部通知》 | 295 | 799 |
| § 8.3.2 | 解读《信息产业部通知》 | 296 | 800 |
| § 8.3.3 | 应对《信息产业部通知》规定的当前产业实践 | 297 | 802 |

| | | |
|---|-----|-----|
| 第九章 中国风险投资/私募股权的行政审批程序 | 301 | 807 |
| § 9.1 商务部审批 | 302 | 808 |
| § 9.1.1 受并购规定管辖的交易类型 | 302 | 808 |
| § 9.1.2 不受并购规定管辖的交易类型 | 302 | 809 |
| § 9.1.3 并购规定对中国风险投资的影响——对特殊目的 公司和境内目标企业股权交换交易结构的剖析 | 303 | 810 |
| § 9.1.4 并购规定的重要条款 | 304 | 811 |
| § 9.2 外管局审批 | 306 | 814 |
| § 9.2.1 外管局规定简史 | 306 | 814 |
| § 9.2.2 75号文和106号文的基本规则 | 307 | 816 |
| § 9.2.3 外管局106号文作出的澄清和说明 | 311 | 821 |
| | | |
| 第十章 股票激励计划 | 314 | 824 |
| § 10.1 背景 | 314 | 824 |
| § 10.2 证券法律问题 | 314 | 824 |
| § 10.3 外汇问题 | 316 | 826 |
| § 10.4 税法问题 | 320 | 832 |
| § 10.5 结论 | 322 | 835 |
| | | |
| 第十一章 退出方式介绍 | 324 | 836 |
| § 11.1 首次公开发行(“IPOs”) | 325 | 837 |
| § 11.1.1 在纳斯达克和AIM进行离岸上市的介绍 | 325 | 837 |
| § 11.1.2 最新规定及其影响 | 325 | 838 |
| § 11.1.3 案例分析:英利太阳能 | 327 | 840 |
| § 11.1.4 A股上市——可行的在岸选择? | 329 | 843 |
| § 11.2 收购兼并 | 331 | 845 |
| § 11.2.1 退出方式之比较,兼并收购和IPO | 334 | 848 |
| § 11.2.2 近期发展 | 336 | 851 |
| | | |
| 第十二章 IPO:美国IPO主要文件和程序分析 | 338 | 854 |
| § 12.1 意向书 | 338 | 855 |
| § 12.2 组织会议议程/时间和责任表 | 339 | 856 |
| § 12.3 公司宣传和发行程序 | 340 | 857 |
| § 12.4 尽职调查 | 341 | 858 |
| § 12.5 售股股东文件 | 342 | 860 |
| § 12.6 上市申请登记表 | 343 | 861 |

| | | |
|--------------------------------------|------------|------------|
| § 12.6.1 上市申请登记表——新东方案例分析 | 345 | 864 |
| § 12.6.2 新东方风险因素 | 346 | 864 |
| § 12.7 保密处理请求 | 347 | 865 |
| § 12.8 SEC 意见函和答复 | 347 | 866 |
| § 12.9 FIRNA 材料 | 347 | 866 |
| § 12.10 承销商和交易商材料 | 348 | 867 |
| § 12.11 审计师材料 | 349 | 869 |
| § 12.12 发行完成备忘录和发行完成文件 | 350 | 870 |
| § 12.13 新上市公司的合规政策和程序 | 351 | 871 |
| 第十三章 在伦敦证券交易所另类投资市场——AIM 中国融资 | 353 | 873 |
| § 13.1 背景:AIM 作为中国企业的资本来源之一 | 353 | 873 |
| § 13.2 AIM 对中国企业的吸引力 | 354 | 874 |
| § 13.3 中国企业 AIM 上市的缺点 | 359 | 880 |
| § 13.4 中国企业通过 AIM 上市募集风险资本 | 361 | 883 |
| § 13.5 AIM 准入要求 | 363 | 885 |
| § 13.6 AIM 上市公司的持续义务 | 377 | 902 |
| 第十四章 产权交易:中国交易构架介绍 | 380 | 907 |
| § 14.1 中国收购兼并法律框架 | 380 | 907 |
| § 14.1.1 股权收购 | 381 | 908 |
| § 14.1.2 资产收购 | 397 | 928 |
| § 14.2 案例——分众传媒收购聚众传媒 | 399 | 931 |
| § 14.2.1 交易双方 | 399 | 931 |
| § 14.2.2 交易背景 | 400 | 932 |
| § 14.2.3 交易结构 | 401 | 933 |
| § 14.2.4 交易简述 | 402 | 934 |
| 参考书目 | 939 | 939 |

第一章 中国风险投资和私募股权介绍

中国幅员辽阔,经济高速增长,被奉为 21 世纪的投资圣地。中国经济在未来仍有持续上升的潜力,因此国内外投资者对中国充满了无限兴趣。根据凯雷集团联合创始人 David Rubenstein 所说:“十二亿的人口和在过去十年间的超速经济增长,使得中国的成长和机会是世界上任何地方所无法比拟的。”^[1]中国的私募股权和风险投资市场在 20 世纪 80 年代还是相对狭小的,而如今已经发展到了每个大型私募股权和风险投资公司都需要一个中国战略的节点了。根据《金融时报》报道,2006 年中国一举超过英国进而成为全球第二大风险投资目的地。^[2]2006 年,外国私募股权和风险投资基金在中国共投资了 99 亿美元,2007 年上半年为 48 亿美元。^[3]尽管形势喜人,但作为中国向市场经济过渡的一部分,中国的法律制度和商业环境正在经历着一场变迁,因此对于投资中国风险的忧虑也不可小觑。新近颁布的一些法规对一些特定形式外商投资设定了更为严格的政府审批程序,加上几个高调的投资屡次搁浅或遭遇其他困难之后,大家都担心外国风险投资和私募股权投资将来是否还会面临更大的阻碍。在阐述中国私募股权和风险投资的成长历程以及近期发展之前,有必要对国际上和中国市场对风险投资和私募股权的定义加以讨论。

§ 1.1 风险投资和私募股权定义——国际市场用法

在国际用法中,风险投资一般被认为通常是指对具有高成长潜力的小型企业的私募交易的早期股权投资。这可以包括种子期、成长期和公开发行前的融资。作为对提供融资的交换,投资者将获得企业相当大的所有权和一些管理控制权。风险投资可以说是私募股权的一个分支,其为企业的创立、早期发展或成长提供资金。风险投资者通常非常积极,任命公司董事并在投资期执行严格监

[1] http://blog.washingtonpost.com/washbizblog/2007/10/carlyle_group_cofounder_outlin.html.

[2] Martin Arnold, *UK Trails China for Start-up Funding*, Fin. Times, Aug. 22, 2007.

[3] Jamil Anderlini, *Central Government Puts Money Where Its Mouth Is*, Fin. Times, Aug. 22, 2007 (citing data from the Asian Venture Capital J.).

督。他们通过帮助企业获得在政府和在业务领域中其他公司的人联系为企业带来合法性和可信度。根据美国风险投资协会的定义：

风险投资是指由专业人士提供的资金,该专业人士对新兴的、迅速发展的、有巨大发展潜力的企业进行投资并参与管理。^[4]

重要的是,风险投资被认为是对美国和世界经济产生了巨大影响,其作为创新和科技进步的催化剂,创造了就业机会,提高了国际竞争力。关于风险投资作用最为人知的例子是得益于沙山路风险投资公司参与的北加利福尼亚硅谷地区硅晶片和高科技产业的崛起。根据美国风险投资协会 2007 年对风险投资经济影响所做的一项调查显示,自 20 世纪 70 年代起,风险投资者创立的公司提供了 1040 万份工作和超过 2.3 万亿元的收入。^[5]

广义上的私募股权是对未在证券市场交易的企业进行的投资。具体投资可采取多种形式,包括夹层融资、收购和重组投资。像风险投资一样,私募股权也能培育出适于企业家成长的文化,从而促进新产品和新技术的开发。但是,私募股权通常专注于更加大型和更为成熟的企业,包括在一些案例中将上市公司转变为私人所有结构。如同风险投资一样,私募股权依赖于建立在所有权基础上的治理结构。管理者和董事与投资者一起承担企业的盈亏。在私募股权进行的复杂交易中,其可以采取大规模的杠杆融资,将大型跨国上市公司进行私有化,比如 KKR 杠杆收购雷诺兹—纳贝斯克公司。与上述的大规模私募股权相反,很多私募股权公司擅长小规模融资,其可以是 IPO 前的过渡融资或 IPO 以外的替代方式。很多这样的风险投资公司只投资于一个国家或地区,或者是一两个经济部门,如技术或基础设施。

§ 1.2 中国市场用法——风险投资和私募股权区别模糊

在中国的投资环境中,这两个术语更能交替使用。一个原因就是两种形式的基金投资者均面临有限的潜在投资项目。由于政治和一些其他原因,具有稳定现金流的企业在中国无法获得大规模的投资,而在发达市场这是私募股权公司典型的交易规模和类型。尽管中国政府为发展高新技术产业作出了大量的努力,时至今日,中国还是以其低成本的制造业而非其创新和设计实力为世界所知。这意味着与发达国家相比,中国没有足够的技术创新企业适合风险资本进行投资。因此,在中国无论是风险投资还是私募股权公司均会考虑其在美国或欧洲原本不会进行的交易。另一个原因是中国市场对早期和成熟期并没有明确

[4] <http://www.nvca.org/def.html>.

[5] *The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies to the U. S. Economy* (Global Insight 4th ed., 2007).

的区分。大多数中国企业,无论是新近成立的还是发展完善的,较小规模的还是全国规模的,在置于中国快速发展和现代化的经济环境中来看时,均可视为是在成长和发展阶段。因此,风险资本在中国经常会投资于早已成立并生产产品的企业。最后,两种形式的投资对于中国均是新兴的,并仍处在不断发展的中国市场和日益变化的监管环境的调整期。由于上述及其一些其他原因,私募股权公司在中国的表现被认为更像是风险投资者,而风险投资基金经常投资于其在美国和其他市场进行的传统投资以外的市场部门。

§ 1.3 中国风险投资业的发展历程

在经历了20世纪70年代初的社会和政治动乱期后,中国政府开始着眼于发展经济来促进内部稳定。但发展道路上存在两大障碍,计划经济下经济资源的无效配置和缺乏科技进步。中国政府一方面在经济中仍然保持其主导地位,同时在70年代末开始允许设立更多的私营企业以促进经济发展和经济效益,在80年代政府进一步加快了步伐。1978年,中国约有13万个体私营企业,而至2000年私企数量则超过了100万大关。^[6] 尽管这些私营企业大都取得了成功,但由于无法获得传统形式的融资机制,其发展受到阻碍。与此同时,政府开始了建立风险投资制度的首次尝试,以支持其促进高新技术产业发展的目标。其中首只基金是由国家科学技术委员会和财政部于1985年共同出资成立的新技术创业投资公司。地方政府也纷纷效仿,开始成立基金对国有企业进行投资以提高其生产力和促进科技进步。可惜这些基金表现并不尽如人意,因为政府的目标是投资高新技术和基础设施,这与投资者想要投资如酒店和服务业等低风险经济部门的预期相左。

在邓小平领导的鼓舞下,政府官员开始拥护“社会主义市场经济”的观念。中央和地方政府再次着手成立风险投资公司,但这次他们并不孤独。作为改革的关键部分,政府通过将审批权下放到地方政府来开始向外资开放。此举在20世纪90年代初期很大程度上激发了外资对中国的新一轮兴趣和投资。

这些刚进入中国市场的风险投资者在中国投资时面临不少困难。由于他们不允许在中国募集资金或成立有限合伙企业,因此不得不在境外注册和募资。其中很多投资者对中国不熟悉,他们也没有足够的经验或人脉来独立促成交易。因此,很多外国风险投资基金寻求与具有政府背景的国有企业来组建合资企业,他们相信这些国有企业能帮助他们克服上述障碍。但不幸的是,由于中外文化和制度的差异,以及合资企业合资方和股东的不同期望,使得这些早期投资很多都在中国市场陷入困境。

[6] Sameena Ahad, *Survey: Business in China*, *Economist*, Mar 18, 2004.

20世纪90年代末的一些新发展促进了国际风险资本投资的新浪潮。中国政府宣称私营经济是中国经济的“重要组成部分”，并且首次允许私营企业在境内证券交易所上市。国家采取措施加强中国的司法制度并增加会计专业人员。国际风险投资者从第一次投资浪潮中取得了宝贵的经验，他们开始发展新的投资战略，此次他们未使用合资企业的形式，转而专注于投资私营企业。开路先锋是IDG风险投资公司，其在1992年进入中国，旗下的IDG技术创业投资基金对搜狐、百度和金蝶等创业企业实现了成功投资。这次新的投资浪潮的一个关键方面就是“返程投资”模式的使用。根据这一策略，投资者首先在开曼群岛或其他有利法域设立一个离岸控股公司，然后向境内公司的现有股东和管理层提供该离岸公司的股权，使其成为离岸公司的股东。使用离岸结构有几个优点，包括税收优惠待遇和结构上的灵活性，最重要的是，通过海外上市是一个相对容易实施的退出战略。这种安排不适用于国有企业，因为中国政府对国有企业向海外转移资产规定甚严。由于风险资本投资的私营企业是在海外成立的，新战略还具有规避中国境内上市限制的优点。中国的三个门户网站——网易、搜狐和新浪在纳斯达克的IPO均采用了离岸控股公司形式。

2001年中国加入世贸组织后，外商投资随之出现增长，截至2005年，中国实现了约100个IPO和并购。^[7]外国风险投资公司如DCM对51Job的投资以及境内风险投资公司如联创投资和联想投资均实现了丰厚回报。根据一项调查显示，2003年至2005年期间12家公司的上市为投资者贡献了10倍的回报率，其中包括软银亚洲基础设施基金投资的在线游戏公司盛大互动娱乐2004年在纳斯达克的上市。^[8]但是，这些海外的成功据说由于境内外风险投资者从中国境内企业的海外上市中获得高额的免税收益而引发了境内政治反应。2005年年初，国家外汇管理局（外管局）发布了11号文和29号文，要求中国境内个人和企业的海外投资活动须经中央政府的审批。实践中，外管局并不授予批准，因此风险投资活动一度放慢了脚步。

2005年10月，75号文修改了上述11号文和29号文的规定，将中央登记改为更易获得的地方登记要求，从而使拟进行海外上市的交易得以继续。

§ 1.4 中国私募股权的发展

紧随风险投资公司的步伐，2003年主要私募股权公司开始大举进军中国。一些成功的交易案例相继公布，如摩根士丹利投资的蒙牛乳业于2004年6月登

[7] Allen T. Cheung, *China Private Equity Deals Are Expected to Accelerate*, Int'l Herald Trib., Nov. 8, 2005.

[8] 同上。

陆香港证券交易所。美国和欧洲的金融服务集团于2005年对中国四大国有银行进行少量但意义非凡的私募股权投资,标志着私募股权投资的进一步发展。2005年10月25日,凯雷集团宣布了迄今为止最大的交易——斥资3.75亿美元收购徐州集团工程机械有限公司,后者是一家中国北部省级政府控股的上市公司。根据交易条款,凯雷将收购中国工程机械的领头羊徐工85%的控股权益,并有权提名9名董事中的6名,而凯雷刚在2003年在中国设立了办事处。最新报告将此交易誉为中国政府的一次“思想转变”,标志着中国资本市场时代的到来和中国向西方资本主义迈出的又一步。^[9]但是,当凯雷将申请提交商务部审批时被搁置,尽管凯雷将收购比例降至50%,后又降至45%,该交易至今仍未获得批准。

对于凯雷的申请为何未获批准,有不少猜测。很多评论者暗示报仇是个动因,他们提到同年早些时候美国国会的反对实际上阻止了中国国有企业中国海洋石油总公司(CNOOC)对优尼科的收购。另外有人提到了经济民族主义并直指三一重工总裁对该交易的公开反对,其理由是该交易涉及向外资出售大型国有企业,因此有损国家利益。^[10]三一重工是同行业的一家私营企业竞争者。还有评论者强调中国公众对外国投资者从中国投资中获得的高额利润充满敌意,尤其是当投资导致裁员或削减工作岗位时。他们注意到在凯雷收购搁浅后不久,战略投资者沃尔沃AB对山东临工工程机械有限公司70%的控股权益的收购获得了政府批准,但是该公司的规模相比徐工而言要小很多。尽管如此,一些人认为这标志着中国对外资的态度转变。他们的观点是由于中国经济持续快速稳步发展,中国对外资的需求将会减少。无论如何,凯雷收购徐工案并不是唯一一个陷入困境的外资收购。外国银团对广东发展银行的多数股权收购因中国坚持20%的持股上限遭到拒绝。更近一些,高盛不得不将Rotary Vortex公司的控股权拱手让与鼎辉投资——一家在海外注册的中国私募股权。而Rotary Vortex公司拥有中国最大的肉类加工企业——双汇集团的股份。

像徐工收购案这样令人瞩目的交易以及外国投资的总体增长似乎已触发了政府对并购监管制度进行重新审查。2006年6月,中国国务院规定大型重点骨干装备制造企业控股权向外资转让时应征求国务院有关部门的意见。此后商务部会同其他5个政府部门于2006年8月8日发布了一套关于中国并购交易审批的新规(“并购规定”),其取代了2003年颁布的暂行规定。并购新规包括外国投资者收购中国敏感部门企业的资产或股权所需的特殊申报要求。如果交易涉及重点行业、会影响国家经济安全或者会导致驰名商标或中华老字号的转移,须进行申报。很多人将此申报要求与Exon-Florio条款相提并论,根据该条款美

[9] *Over the Great Wall*, Economist, Nov. 3, 2005.

[10] Dan Slater, *China: Protectionist? Or Just Picky?*, The Deal. Com, Mar. 16, 2007.

国将基于国家安全对外国直接投资进行跨部门审查。对外资收购进行“国家安全”审查的条款也包括在中国新颁布的《反垄断法》中,该法将于2008年8月1日起施行。尽管很多观察人士相信《反垄断法》的颁布是中国整体竞争环境的积极发展,也有人指出《反垄断法》将被用来庇护内资和国有企业以应对国际竞争。他们指出2006年国家发展和改革委员会就曾表示出忧虑,担心外国公司的收购正在某些部门造成“新的垄断”。

凯雷和其他外国私募股权投资者通过改变其投资策略来应对新的监管环境。通常他们将投资限于不会触发“战略投资”所需的法定申报要求的小型项目和少数份额的股权投资。

外国私募股权公司同时还面临来自中国境内同行日益激烈的竞争。中国证券监管机构对两家境内投资银行开启了绿灯,允许其进行直接股权投资,这两家投行分别是中国国际金融有限公司和中信证券有限公司。另一投资公司,渤海产业投资基金管理有限公司也挂牌成立,进行私募股权形式的投资,其由包括中银国际和国家发展银行在内的几家国有背景的银行以及其他金融机构共同出资设立。最近,高盛和淡马锡的几位高管亦离职设立了自己的人民币基金。

尽管部分由于中国的监管和政治环境,2007年外国私募股权和风险投资基金对中国的投资较2006年出现了下降,但其对投资中国的整体热情并未消退。根据《亚洲风险投资期刊》,截至2007年10月,私募股权和风险投资公司总共募集了近70亿美元的资金用于中国投资,相比而言,2006年一年共募集了50亿美元。^[11]此外,中国私募股权和风险投资市场出现了一些值得注意的新贵。2007年5月,中国新的主权财富基金——国家外汇投资公司宣布其将在美国私人股权公司——黑石公司6月进行IPO前斥资30亿美元购买其9.9%的股权。此后黑石公司在9月份宣布其对中国的首次投资,出资6亿美元购入化学品生产商中国蓝星(集团)公司20%的股权,使其成为2007年最大的私募股权投资。最近,硅谷著名风险投资公司凯鹏华盈在10月份宣布在北京和上海设立办事处以实行一项覆盖中国市场的新战略。

§ 1.5 风险投资/私募股权(成长基金)投资者之中国法律环境

在中华人民共和国(“中国”)于1949年成立后的近30年中,中国在其发展中远离外国资本家所有的直接投资。直到1979年中国实施了“改革开放”政策并且颁布了允许和鼓励外国资本流入中国的法律。但是,中国的改革开放政策

[11] Jamil Anderlini, *Central Government Puts Money Where Its Mouth Is*, Fin. Times, Aug. 22, 2007 (citing data from the Asian Venture Capital J.).