

---

# 私募股权 投资交易

---

法律适用与实践

---

季 境 著



人 民 出 版 社

# 私募股权投资 投资交易 法律适用与实践

季境 著

 人 民 出 版 社

责任编辑：关 宏

装帧设计：木 辛

责任校对：张红霞

## 图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资交易法律适用与实践 / 季境 著. —北京：人民出版社，  
2016.12

ISBN 978-7-01-017079-4

I. ①私… II. ①季… III. ①股权—证券投资基本法—研究—中国  
IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 303225 号

## 私募股权投资交易法律适用与实践

SIMU GUQUAN TOUZI JIAOYI FALÜ SHIYONG YU SHIJIAN

季 境 著

人民出版社 出版发行  
(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京盛通印刷股份有限公司印刷 新华书店经销

2016 年 12 月第 1 版 2016 年 12 月北京第 1 次印刷

开本：710 毫米 × 1000 毫米 1/16 印张：22

字数：243 千字

ISBN 978-7-01-017079-4 定价：56.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号

人民东方图书销售中心 电话：(010) 65250042 65289539

版权所有·侵权必究

凡购买本社图书，如有印制质量问题，我社负责调换。

服务电话：(010) 65250042

## 序 一

季境博士的《私募股权投资交易法律适用与实践》即将付梓，请我作序，我欣然接受。

市场经济是法治经济，资本市场是法治经济的最前沿。二十一世纪以来，私募股权投资支持创业企业这一新生模式，随着一些交易案例的公布开始走进人们的视野。伴随市场经济的迅速发展，私募股权投资已成为新生业态企业在创业阶段的主要融资来源。可以说，私募股权投资对我国现阶段的大众创业、万众创新具有不可替代的推动作用。

习近平总书记曾说过创新是一个民族进步的灵魂，是一个国家兴旺发达的不竭动力，在激烈的国际竞争中，惟创新者进，惟创新者强，惟创新者胜。而创新的基本保障则在于营造有利于大众创业、市场主体创新的政策环境和制度环境。创造一个保护产权、维护契约、

平等交换、公平竞争、有效监管的政策环境和制度环境，才能有效促进我国经济、社会的持续、健康发展，才能实现全面建成小康社会、中华民族复兴的宏愿。

《私募股权投资交易法律适用与实践》在整合已有研究成果的基础上，结合作者近年来在私募股权投资法律实践领域所取得的成功案例，大胆尝试不囿于合同法、公司法、金融法“各说各话”的研究范式，从私募股权投资在我国当前的实际情况、规则之间的矛盾和冲突、对司法裁判的认识等多角度深入解析，提出法律适用的趋势和立法制度设计，为私募股权投资领域的规范化、法制化探讨合理路径。

季境博士总说自己天赋不高，但她始终孜孜不倦，不断在新领域里探索，并且求精、求实。她是一个极其执着的学者，一旦对新的研究题目产生兴趣，就全身心地投入。她也是一个学术悟性极高的学者，对于学术和实务领域的新问题，具有高度的敏感性，而且总是能够做出成就来。她又是一个生活趣味丰富的学者，喜爱一切具有文化美感的事务，让自己的生活充满乐趣。正是这些品格支撑了她的学术和实务的成就，以及幸福家庭。

《私募股权投资交易法律适用与实践》虽不是鸿篇巨制，却也是十年磨一剑。字里行间，充满了一个法律人的使命感与责任感——她分别从合同法、公司法、金融法角度对私募股权投资在中国经济法律环境中运行的各个环节进行分析，始终坚持促进交易进行，维护交易安全的民法理念，坚信只有正确价值取向之下的规则和规范，才不会成为裁判者的专断。我们应当看到，虽然与资本市场相关的《公司法》、《证券法》等有关法律正在不断完善，规范企业投、融资的法律

制度框架也在完善之中，但还远远不能满足市场经济快速发展的要求，仍然需要社会各方面的不懈努力。

新一轮科技和产业革命正在创造历史性机遇，信息科技、材料科技、人工智能、生态环保科技等领域都酝酿着激动人心的重大突破，给经济增长和社会发展提供了新动力、新契机。我们期待良好的政策环境、市场环境、法治环境能为我们开创新的历史篇章保驾护航，期待像季境一样踏实做事、勤恳治学的学者全力以赴，为实现中华民族的伟大复兴贡献自己的绵薄之力。

是为序。

A stylized, expressive cursive signature in black ink, likely belonging to the author, Hou Jing.

2016 年 11 月

## 序 二

在民商法学者中，季境博士颇有些个人特点。她在做过多年法官后，转身投入中国政法大学研究生院。取得博士学位后，她一边从事法律实务，一边投身法学教育和研究，在西南政法大学开设“非诉律师实务”、“资本市场法律实务”等诸多理论与实务相结合的法学前沿课程，给予学生新的专业视野和思维训练，同时笔耕不辍，不断推出新的研究成果。她的研究成果大多能把握前沿，紧贴实践，基于对市场秩序需求及市场主体诉求的了解，运用法学理论对现实问题进行理性分析，努力发掘法律制度在经济生活中均衡利益关系、增进社会福利的潜能。她的特点在于能够面对实践中富有挑战性的问题，以律师的眼光和学者的思维，通过准确的聚焦和细致的分析，阐明法理，揭示要义，寻求方案，开辟路径，从而越过充满矛盾与冲突的现实世界，在法律的理性王国中展现追求合理秩序的信念和信心。我以为，

法学工作者对社会的贡献，不仅在于帮助人们解决时下的种种疑难，而且在于唤起人们对美好境界的向往。法律始终追求正义，正义永远朝向至善。

当然，来自实践的问题和需求是法学理论不断发展的永恒动力。本书是一本研究私募股权投资法律问题的法学专著。随着我国金融经济的发展，私募股权投资已经成为我国直接融资市场蓬勃兴起的新型业态。同时，私募股权也是一种特殊的投融资模式。在私募股权投资中，投资者与被投资企业基于双方的现实需求，在平等自愿和互利共赢的认知下，通过包括“对赌协议”等特别条款在内的灵活多样的交易安排，实现风险分配和利益契合，促进了资本市场的繁荣，其积极作用不可否认。对于这些交易安排，无论是习惯于传统监管思维的官员，还是局限于固有概念逻辑的学者，都以不同方式表达了困惑、质疑甚至否定的态度。因此，对于这些问题进行深入的法理探讨，实为必要。

本书以一起投资纠纷案件为叙事起点，聚焦“对赌协议”，对私募股权投资的特殊交易安排进行了深入的讨论。在案件分析中，作者对大量私募投资机构签署“对赌协议”的实践进行了深入调研，以充分的说理、严密的论证，提出了自己的见解，并就推动立法完善积极建言。本书运用合同法、公司法的原理，对私募股权交易法律关系的特点，从交易目的、交易结构、交易产品的特殊性到由此导致的法律关系的不稳定性，以及这类交易面对的法律障碍，进行了细致的论证，为理论研究者打开了新的视野，给实务工作者带来了新的启迪。

在本书生动而严谨的叙述中，人们还可以看到了一位紧贴实务的

民商法研究者所具有的关注市场、理解市场、尊重契约、保护契约的立场与信念。这恰恰是许多“学院派”法学研究者所缺乏的素养。我希望有更多的法学界同仁进一步深入市场经济的广阔天地，将法学理论应用于交易实践，以推动我国经济发展协调有序、行稳致远，不断地接近效率与公平相统一的理想彼岸。

是为序。



2016 年 11 月

## 自序

# 让私募股权投资交易在法治轨道上畅行

### 一、我为什么写这本书

写作从来都是一件苦差事，特别是对于一贯自认慵懒的我而言，更是难得有为一个问题而上下求索的足够动因。对于私募股权交易这一实践中的新兴事物，虽一直颇为关注，也曾对感兴趣的相关问题做了一些研究，但也仅限于此，并没有为此系统写作的计划。或许偶然性才是真正的推动力，本书的写作源于一个真实案件。<sup>1</sup>2012年上半年，北京富汇科创创业投资中心等六家 PE 机构，委托我代理其在中国国际经济贸易仲裁委员会（以下简称“贸仲”）申请仲裁投资人和目标公司之间的私募股权投资补偿款纠纷，让我对私募股权投资领域有了更深入的接触和了解，特别是案件中涉及的估值调整机制

(Valuation Adjustment Mechanism, VAM) 在中国司法上的认定等一些新的法律问题和司法困惑, 进一步激发了我的研究热情, 促使我从这个案件切入, 展开对私募股权投资 (Private Equity, PE) 领域的学理探究及对社会实践颇具影响的相关话题的讨论, 于是便有了今天本书的付梓。

### (一) “对赌协议”——徘徊在法律灰色地带的“小强”

在我国, 民法理论和实务界存在不少关于估值调整机制法律问题的争论, 由于媒体在报道此类估值达成的交易使用了“对赌”条款的说法, 所以法学上的讨论也一直使用“对赌协议”的称谓。对这类估值交易, 我国合同法尚无明确规定。在实务界曾经流传着一种说法, 即最高人民法院的观点为: 投资人与控股股东对赌有效, 但与目标公司对赌无效。

从此类交易的特点看, 是一种“以退为进”的交易方式, 即投资人与目标公司签订合同的目的是最终通过上市、并购或管理层收购等方式出售持股——退出交易以获利, 所以应属证券监管的范畴。但由于这种投资是由投融资双方以交易的方式达成, 以非公开配售的方式避免了监管机构关于公开配售需要提供招股说明书等一系列要求, 因此也就绕过了招股所需要的各种审查。

在实践中, 证券监管机构的要求是: 凡是企业在首次公开发行股票 (Initial Public Offerings, IPO) 投资前存在估值调整协议的, 必须在向证监会报送 IPO 申请文件前予以清理。证券监管部门的态度是: 对投资人与目标公司是否签订对赌协议无力顾及, 也不对协议效力给予

评价，但要求目标公司在提交上市审查资料时不能存在对赌协议。这自然令投资人产生一个这样的印象：政府监管部门对对赌协议不予认可，至少这类协议是处于灰色地带的—一个事物。然而，尽管缺少权威机构的认可，但实践中旺盛的市场需求，使得这类协议在私募股权交易中展现出蓬勃的生命力，甚至成为一种常态，成为实践先行的又一例证。

同时，还有一个非常重要的现象，就是对于这种源于美国的投资架构模式，国际私募机构出于对中国法律和监管政策变动不定的担忧，在交易中多运用协议控制的方法，利用“返程投资模式”，借助“可变利益实体”（Variable Interest Entities, VIE）等手段实现海外融资和上市，这样就通过将英美法律制度“溢出”的方式实现了该交易机制在异国法律制度下的安全着陆。对中国市场和中国的企业的投资过程中，投融资双方纷纷选择去维京群岛、百慕大等地注册 VIE 公司，再通过对国内实体的协议控制完成上市之路。这样曲线上市的原因除了税收等因素的考虑外，更主要的原因是投资人认为该交易机制的有效运行和交易利益的最终兑现，均须借助美国公司法及其相配套的一系列保护特别股的法律制度方能实现。抑或说，之所以历尽波折去海外架构、注册公司，就是为了实现美国法律制度的“溢出”效应，重要的原因之一就是担心这种交易机制为中国的法律环境所不容，以及由此的退出周期过长所致的风险加大。

## （二）投资人——是什么让你如此纠结

基于上述对中国法律环境的认识，当投资人面对对赌协议纠纷

时，难免对诉讼前景抱相对悲观的心态，我接手案件的当事人正是如此。当时，该案的投资人与被投资企业之间的关系已经不可调和，双方的拉锯战僵持了半年之久。实际上，据我所知，实践中因业绩不达标导致依估值条款需要调整时，双方借助诉讼手段去实现调整的很少。投资人除了对该交易机制在中国法律环境运行的确定性担心外，还需要考虑诸如对基金管理公司的品牌影响、对有限合伙人（简称 LP）和一般合伙人（简称 GP）的责任承担以及对被投资企业近期上市前景的影响等多种因素。本案中，投资人也一直在做利弊权衡。但他们也明白这样一味等待下去的结局是什么，并渐渐形成一致的想法：哪怕（仲裁裁决）前景不乐观，诉讼（仲裁）也可以作为一种施压的策略。因为一般来讲，被投资企业也会考虑诉讼对企业上市所产生的不利影响，这些因素也许会敦促双方达成和解。最终，促使本案投资人下决心提交仲裁的原因是：双方合同中存在这样一个条款，即“任何因本协议的解释或履行而发生的争议，均应首先通过友好协商方式加以解决。如协商未果，则任何一方有权在该争议发生后六十（60）天内，将争议提交中国国际经济贸易仲裁委员会依据其届时有效的仲裁规则仲裁解决”。该案中，双方约定的是以 2011 年税后净利润为估值依据，至 2012 年 6 月 30 日董事会报告公布 2011 年净利润以后，双方争议的基础事实即已出现。根据在争议发生 60 天内提交仲裁的约定，投资人担心一旦超过 60 天，此案便将出现诉讼无门的局面，届时会更加被动，于是六家投资机构决定背水一战，决定在 60 日期限截止的前一天（8 月 29 日）正式提交仲裁申请书。

为了让读者能够更好地理解这类投资交易，我们先举个非常简单

的例子：甲提供资金委托农户乙饲养农家猪（实际就是甲以先付款的方式购买一只未来之猪），以一年为期限。对于交易价格双方约定：猪的价格以每公斤 50 元计，一头猪的最终价格以年终猪的重量决定，甲乙可先预估一下猪年终的分量为 100 公斤，甲先支付 5000 元，并约定最终多退少补。年终双方结算的公示为： $50 \times 100$  公斤（已经给了的钱） $- 50 \times$  猪的重量（应该给的钱）= 应该退回的钱。如果年末交付时猪的重量是 80 公斤，那么乙应该退给甲  $50 \times 100$  公斤  $- 50 \times 80$  公斤 = 1000 元。这个道理童叟皆知，当毫无疑问。

再看此案估值调整条款的争议事实：2011 年年初，投资方与 A 公司协商签订了《增资扩股协议》，以 2011 年末预期业绩 3 亿元为基数，按 15 倍市盈率对企业估值 45 亿，投资方增资 2 亿元，占股 4.4%（因为是增资方式的股权投资，合同约定，其中 1000 万元计入注册资本，其余 1.9 亿元计入资本公积）。双方同时约定，如果 2011 年度经审计后净利润低于 3 亿，目标公司需要向投资人补偿，补偿金额为： $[15 \times \text{约定净利润 (3 亿)}] \times \text{股权比例} - [15 \times \text{实际净利润}] \times \text{股权比例}$ 。2012 年 6 月，投资方获知 A 公司 2011 年度经审计后净利润为 1.5 亿元（仅为承诺业绩的 50%），故向 A 公司根据上述公式要求现金补偿 0.99 亿元。

在此案估值调整条款公式中“ $[15 \times \text{约定净利润 (3 亿)}] \times \text{股权比例}$ ”就是投资人付给目标公司的投资款，类似于上述案例中  $50 \times 100$  公斤即甲预付的 5000 元购猪款，“ $[15 \times \text{实际净利润}] \times \text{股权比例}$ ”就是在约定的日期到来时企业实际业绩所体现的市值，类似于上述案例中“ $50 \times 80$  公斤”即猪长成时的实际分量，二者的差就

是目标公司应该退给投资人的钱。

尽管买卖合同中多退少补的结算方式早已司空见惯，也不会有人对此类交易模式提出合同效力的质疑。但面对私募股权投资交易这类新生事物，尤其是缺少立法和司法机关明确意见的情况下，这种类似于多退少补的股权投资交易中，当事方却往往会对诉讼（仲裁）解决存在很大的质疑和纠结。本案的情况也是如此。到真正提请仲裁时，有三家投资人又决定放弃仲裁申请，其心态之纠结由此可见一斑。

事实上，私募股权投资交易模式在我国所受到的质疑由来已久，特别是针对国际私募投资机构在中国投资行为的管控，除了国务院的各种规章外，包括商务部、外汇、工商、税务等相关职能部门的规定也是举不胜举。从监管角度看，估值调整协议结构的核心是根据未来业绩的企业资产估值达成交易，待业绩确定以后再对企业市值进行“调整”，其调整的结果可能是对投资人持股比例的调整，也可能是补偿款的支付。前者，可能使公司股权结构存在不确定性并导致公司管理层发生重大变化；后者，向投资人支付补偿款是股东和公司利益输送的一种情形，因违反公司规范运行的相关规定，可能造成对其他债权人或社会公众利益的损害。因此，这些条款均可能因违反监管部门《首次公开发行股票并上市管理办法》、《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》等的禁止性条款，而造成企业 IPO 的实质性障碍。同时，由于私募股权投资交易对象为股权，而且通常是具备了特殊功能的优先权，这会导致股东之间权利的交叉重叠，其中股权优先功能所造就的股权限制条款必然导致股权不清晰的后果，也会直接触犯《首次公开发行股票并上市管理办法》第十三条的规定，即要求

“发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。”此外，股权优先权的功能不仅会导致公司股权结构的不稳定性，而且会触犯股东平等原则。在法官视野下，多是其因涉嫌触及《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》第二章发行条件中“发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为”的规定而遭受诟病。概括地说，监管机构认为，这种股权优先权的交易依双方意思自治方式设定，其股权功能非常灵活，容易产生股东间相互交易以及交易产品的不确定性，从而导致资本市场的诸多不安全因素。如此种种，均是证券管理机构在企业申请 IPO 之前要求清理对赌协议的原因。

### （三）舶来品的司法环境之困——想说爱你不容易

对赌协议在司法实践中之所以命运多舛，原因可能有很多，但顺着最高人民法院对甘肃世恒案<sup>2</sup>判决的思路，最直接的影响因素可归结为以下三点：

其一，行政审查中的禁止性规定及排斥“对赌协议”的习惯性做法严重影响了司法裁判者的思维。实践中，将对投资人行政管理的规范和法律对基金管理的规范以及证监部门对拟上市公司的规范等，均作为合同审查中的禁止性规定来理解的案例可谓比比皆是。

其二，私募股权交易与我国公司法管制型立法体制的紧张关系。最高人民法院司法解释中存在很多规范性的条款，法官可以直接引用这些规定来否定合同效力（包括无效及不生效等），这些司法解释可

能是针对当时的某种特殊情况而制定的，但适用在私募股权投资领域却会造成极大的不公平。私募股权以退为进的交易目的是以授权性公司立法为背景的，而中国司法管制性特征及与此相配套的司法解释恰恰成为其灭杀器，这也是很多学者认为中国的证券市场和司法环境不能孵化私募股权这一产品的原因。例如，2010年最高人民法院《关于审理外商投资企业纠纷案件若干问题的规定（一）》第二条规定，“当事人就外商投资企业相关事项达成的补充协议对已获批准的合同不构成重大或实质性变更的，人民法院不应以未经外商投资企业审批机关批准为由认定该补充协议未生效。前款规定的重大或实质性变更包括注册资本、公司类型、经营范围、营业期限、股东认缴的出资额、出资方式的变更以及公司合并、公司分立、股权转让等”。在此，对合同构成重大或实质性变更的情况将会被视为相关民事行为不生效的情形，即一旦出现注册资本、公司类型、经营范围、营业期限、股东认缴的出资额、出资方式的变更以及公司合并、公司分立、股权转让等构成重大或实质性变更的情况，就会被认定为合同尚未生效。对赌条款以及优先股条款的执行均会导致注册资本、出资额及出资方式、股权转让等情形的变化，容易被认定为“对已获批准的合同构成重大或实质性变更”，这样一来，相关合同条款即出现不生效的判定。又如，最高人民法院关于适用《中华人民共和国公司法》若干问题的规定（三）第十二条规定“公司、股东或者公司债权人以相关股东的行为利用关联交易将出资转出且损害公司权益的”，属于股东抽逃出资的一种情形，应当认定为损害公司利益的行为。这一条规定在实践中被不断放大，导致无论是否有合法的依据，只要是将关联人出资转出的