

中国式 私募股权投资

李寿双 著

基于中国法的本土化路径



法律出版社
LAW PRESS CHINA

李寿双 著

中国式私募股权投资

基于中国法的本土化路径



法律出版社
LAW PRESS CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国式私募股权投资:基于中国法的本土化路径 / 李寿双著. —北京:法律出版社,2008.7

ISBN 978 - 7 - 5036 - 8531 - 6

I. 中… II. 李… III. ①企业—融资—研究—中国②基金—投资—研究—中国 IV. F279.23 F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 094043 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 Joanna Wang

装帧设计/李 瞻

出版/法律出版社

编辑统筹/对外合作出版社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京北苑印刷有限责任公司

责任印制/吕亚莉

开本/787×960 毫米 1/16

印张/18.5 字数/206 千

版本/2008 年 7 月第 1 版

印次/2008 年 7 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

书号:ISBN 978 - 7 - 5036 - 8531 - 6

定价:68.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

目 录

上编 私募股权投资本土化路径法律分析

第一章 私募股权投资本土化:趋势与路径	3
第二章 优先权条款本土化路径	20
第一节 优先分红权	20
第二节 清算优先权	26
第三节 优先认购权	30
第四节 优先购买权	33
第三章 特殊权利要求本土化路径	36
第一节 回赎权	36
第二节 共同出售权	42
第三节 强制随售权	45
第四节 反稀释保护	46
第五节 保护性条款	50
第六节 信息权	59

第七节 购股权	63
第四章 特殊机制安排本土化路径	68
第一节 对赌协议	68
第二节 股权激励	71
第三节 创始人股锁定	76
第四节 可转换债	81
第五章 自动执行措施本土化路径	87
第一节 股权质押	87
第二节 托管	91
第三节 投票权代理	95
第六章 国内退出可行性与利弊比较	101
附录一：国际私募条款清单	112
附录二：股东自行约定事项	132
附录三：企业境内外上市优劣对照表	162
附录四：国际私募游戏规则在中国法下的实现情况一览表	165
下编 私募股权投资本土化示范法律文本	
投资条款清单	185
增资协议	200
合作经营合同	233
合作公司章程	265

上编

私募股权投资本土化路径法律分析

第一章 私募股权投资本土化:趋势与路径

国际私募投资的游戏规则,一般是投资人通过认购目标公司发行的优先股,将资金投入目标公司,同时投资人作为优先股股东,在目标公司享有系列优先权,如分红优先权、清算优先权等,并对公司提出若干权利要求,如反稀释、知情权、董事名额等,以保障自己的股东权益。另外,国际私募投资项目中,还往往借助一些特殊的机制,以帮助实现投资目的,比如基于业绩的股权比例调整、员工期权等。除了优先股之外,投资人也可以借助可转换债进行投资,保留一定的灵活性。所有这些规则的运行,一般都是基于英美法——典型的是纽约州法律——设计完成的。这些规则的集合,构成了国际私募投资游戏规则的核心。总结起来看,其核心条款可以分为如下几类(参见附录一:国际私募条款清单):

国际私募条款清单

优先权条款	特殊权利要求	特殊机制安排	自动执行措施
✓ 优先分红权	✓ 回赎权	✓ 基于业绩的调整条款	✓ 股权质押
✓ 清算优先权	✓ 共同出售权	✓ 股权激励	✓ 托管
✓ 优先认购权	✓ 强制随售权	✓ 创始人锁定	✓ 投票权代理
✓ 优先购买权	✓ 反稀释保护	✓ 可转换债	
	✓ 保护性条款	✓ 雇佣合同和非竞争协议	
	✓ 信息权		
	✓ 购股权		

上述核心条款还可以按照其用途进行分类。优先分红权和清算优先权是投资人要求的在分配上的优先权,保障投资人的利益得到优先体现,降低投资人的风险。优先认购权、优先购买权和反稀释保护的综合运用,是着眼于公司的股权结构不发生对投资人不利的变更,或者至少投资人有机会在一定程度上控制公司结构的变化,而且在变化时也可以借助这些条款充分维护自己的利益。保护性条款、信息权是投资人保障公司在既定轨道上运行的重要措施,通过重大事项实现批准以及重大事项的否决权正反两个方面,保障公司运营的可持续性和规范性。购股权、基于业绩的调整条款、股权激励、创始人锁定、可转换债、雇佣合同和非竞争协议,都是围绕对创始股东和管理层的激励与约束展开的,通过这些条款安排,对创始股东和管理层,诱之以利,罚之以利,用“胡萝卜加大棒”,保证公司的创始股东和管理团队能够很好地为公司创造价值。赎回权、共同出售权、强制随售权是投资人预设的几种退出方式。股权质押、托管和投票权代理是保证这些条款能够在不借助外部司法力量的情况下,自动得到执行,这样一方面减少了执行的成本,另一方面也减少了违约的冲动,增加了给对方的压力。从整体上看,这些条款都发挥着降低投资人的投资风险,保护投资人的股东权益的作用。当然,任何对这些条款的分类方法,都不免失之偏颇,因为这些条款本身是一个有机的整体,互相配合,共同发挥作用。以上这几组常见的国际私募投资条款,相互配合,组成了投资人进行私募股权投资的一套核心武器,这不仅可以有效地控制投资人的投资风险,而且可以比较好地保障投资人通常作为小股东的股东权益,同时,投资人还通过条款的绑定,保证公司在预设的轨道上发展而基本不偏离投资人最初作出投资的判断。此外,投资人还通过各种激励与约束手段,把目标公司的管理团队绑定

在公司中为公司的发展卖命,再辅之以有效的退出渠道,以便目标公司在价值得到提升后择机退出。这构成了私募股权投资中投资、运营、退出三部曲有条不紊顺序前行的有利法律保障。

国际私募游戏规则引入中国经历了一个比较曲折的过程。以国际私募股权基金为代表的投资人在中国投资的第一阶段是1993~1995年的“合资企业”阶段。当时中国大陆整个投资市场相当封闭,外资若要投资大陆,只能采取合资方式,投资方式僵化,而且在寻找增资和项目退出方式上都存在诸多不确定性。这一阶段,进军中国大陆市场的外资机构必须以三资企业的形式组建合资公司,而这样做的后果使得许多境外风险投资基金没有办法退出投资项目,导致许多企业身陷困境、面临亏损,该时期被投资界称为“投资黑暗期”,不少投资者纷纷选择逃离中国大陆市场。

1995~1996年之间,私募股权投资开始进入“红筹模式”阶段,此时私募股权投资,开始采用先由创始股东在英属维京群岛、开曼群岛等地注册登记一家离岸公司,然后利用这家离岸公司控制国内运营公司,最后再以离岸公司为平台发售优先股或可转换债给投资人进行私募,最后以该离岸公司进行海外上市。整个运作模式,从法律术语上讲,可以称为中国境内权益的境外私募和上市,由于中国的“红色”背景,也习惯性地成为“红筹模式”。又加之与H股等直接上市的区别,因此,叫做“小红筹模式”。在这种模式下,投资人和创始股东在离岸公司的平台上进行合作,其准据法也往往是纽约州法或离岸地法或香港法,因此都是以英美公司法为基础的,也因此完全遵循和采用了国际私募股权的规则,投资人采取优先股的形式投资,并享有系列优先权和特殊权利保障。

现在尚没有对谁是这一模式的首创者达成一致。据报道,1999年2月,鹰牌陶瓷在新加坡上市,最早开创了小红筹模式,曾经在中

金公司主持这一项目、现在为鼎辉创始人和核心人物的吴尚志先生是首创者。另据报道,这期间麻省理工大学物理学博士张朝阳利用这一模式获得了他的风险投资,也是中国国内被广泛公认的第一笔正式风险投资,金额只有 22.5 万美元。搜狐网站凭借这笔资金得以创立。

此后,更有“好事者”,还创造了所谓的“新浪架构”(也称“中中外模式”)。“新浪架构”是指新浪公司在 2000 年上市前,为了满足国内监管和公司海外上市的双重要求而找到的一套复杂的组织架构体系。依据我国 1993 年的电信法规(禁止外商介入电信运营和电信增值服务),当时信息产业部的政策性指导意见是外商不能提供网络信息服务(ICP),但是可以提供技术服务。顺着这种思路,在信息产业部等相关政府部门的支持和默许下,“新浪架构”最终得以问世。在“新浪架构”体系下,国际投资者通过投资离岸控股公司来控制设在中国境内的技术服务公司,并由该技术公司通过独家服务合作协议的方式把境内增值电信公司和境外离岸控股公司连接起来。

“小红筹”和“中中外”成为中国企业,主要是民营企业,进行国际私募股权融资和公募融资的两大利器。

直到 2000 年裕兴电脑上市,这一模式才遇到了一点小小的挑战。2000 年裕兴科技电脑控股有限公司采用在境外注册公司的办法,绕道在香港创业板上市,惹恼了证监会,对此,证监会发明了“无异议函”进行监管。2000 年 6 月 9 日,中国证监会发布“证监发行字[2000]72 号”《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》。根据证监会 72 号文件,有关境外发行股票和上市事宜不属于《国务院关于加强在境外发行股票和上市管理的通知》(国发[1997]21 号)规定情形的,才适用证

监会 72 号文件,由中国律师出具法律意见书,中国证监会函复。但“无异议函”这一称谓,从未在中国证监会的正式文件中出现过。在 72 号文件中采取了模糊处理:中国证监会受理境内律师就有关境外发行股票和上市事宜出具的法律意见书,经过一定程序后,由证监会法律部函复律师事务所。中国证监会的复函内容既无“批准”二字,又无“同意”二字,其格式是“我们对××公司在境外发行股票及上市不提出异议”。据此,遂通称为“无异议函”。2003 年 4 月 1 日,中国证监会发布《关于取消第二批行政审批项目及改变部分行政审批项目管理方式的通告》以及《关于做好第二批行政审批项目取消及部分行政审批项目改变管理方式后的后续监管和衔接工作的通知》,宣布取消对“中国律师出具的关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市的法律意见书审阅”。至此,中国证监会取消了对红筹上市的境内审查程序,自 1999 年底由“裕兴事件”引发的“无异议函时代”,也随之宣告终结。“无异议函”取消后,境内企业及中介机构对境外上市的时间就可以准确把握,上市程序、成本和时间都大大减少。证监会取消“无异议函”制度后,中国企业海外上市迎来一个小高潮,IPO 的数量为 48 家,筹资金额约 70 亿美元;2004 年的数量为 84 家,筹资 111.51 亿美元。统计表明,2003 年、2004 年两年中海外上市的中国企业绝大多数都采用红筹模式。也就在这两年,盛大、蒙牛、携程、前程无忧、空中网、灵通等一大批民营企业纷纷在海外证券交易所上市,创造了一个又一个的财富神话,进一步加大了境内企业在国际资本市场的影响力。这段时期是国际私募股权投资在中国发展的黄金时代。

但从 2005 年开始,中国政策开始收紧。国家外汇管理局 2005 年相继发布《关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》(汇发[2005]11 号)、《关于境内居民个人境外投资登记和外资并购外汇

登记有关问题的通知》(汇发[2005]29号)、《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》(汇发[2005]75号)。三道紧急令,迅速收紧了中国境内居民“外出”的大门,加上审批上的暧昧,一度使得“小红筹模式”陷入低谷。

2006年7月13日,信息产业部发出《关于加强外商投资经营增值电信业务管理的通知》,对外国投资者与境内增值电信公司的违规合作行为进行规范,开始对“新浪模式”提出了挑战。特别地,《通知》重申了2002年1月1日开始生效的《外商投资电信企业管理规定》(国务院333号令)的主要原则,强调境内电信公司不得以任何形式向外国投资者变相租借、转让、倒卖电信业务经营许可,也不得以任何形式为外国投资者在我国境内非法经营电信业务提供资源、场地、设施等条件。据传,信息产业部一度还成了一个起草小组,准备彻底否定“新浪模式”。但是最终并未施以杀手锏。实际上,之所以未否定“新浪模式”,很重要的一个原因是,毕竟新浪等企业所涉及的领域还限于增值电信这一相对不重要的领域。在基础电信领域上,主管部门对联通的“中中外”模式并未顾惜。^[1]

2006年私募领域的最重要的事件莫过于10号文。2006年9月8日商务部、国资委、国家税务总局、国家工商总局、国家外汇管理局和中国证监会六部委联合发布《关于外国投资者并购境内企

[1] 为迅速筹集网络建设资金,联通采取了后来被称为“中中外”的特殊融资方式,即由联通股东单位所属的一家中方企业与境外公司设立中外合作或合资企业,后者再与中国联通公司签订项目合作合同,项目执行期通常为15年;合资(合作)公司提供资金,双方在一定区域内联合投资通信网络,建成后由联通公司经营,双方按约定的比例分享现金流。从1995年4月到1997年12月,联通用“中中外”方式与11个国家和地区的32家电信公司共签订了46个项目的合作合同,其内容以GSM为主,并涉及市话、长途、CDMA等领域。但由于合资公司的财务权大多被外资所控制,使得运营公司所产生的大部分现金和利润都与联通没有什么关联,而且涉及外资变相进入基础电信领域,为此,主管部门遂于1998年叫停联通的“中中外”模式。

业的规定》(“10号文”),一手控制了所谓关联并购(由商务部审批,不得下放),一手增加了小红筹的证监会审批。而且在审批上,监管部门根本不予受理。10号文实施以来,几十家申报跨境收购的申请被搁置,至今只有英利绿色能源控股有限公司一家公司通过跨境收购实现海外上市,但也是在10号文实施前完成重组的。10号文致使“小红筹”的模式宣告阶段性终结。

2007年,更加严厉的政策再度出现。2005年5月29日国家外汇管理局发布《关于印发〈关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知〉操作规程的通知》(汇综发[2007]106号),更加收紧了境内居民办理外汇登记事宜。特别是一些地方省市还出台了一些土政策,使得外汇登记这个简单的备案登记都举步维艰。

2007年12月广电总局、信息产业部联合发布《互联网视听节目服务管理规定》(2008年1月31日实施),其中规定制作、编辑、集成并通过互联网向公众提供视音频节目,以及为他人提供上载传播视听节目服务的网站(不含网民),须获得许可证。《互联网视听节目服务管理规定》第八条规定:“申请从事互联网视听节目服务的,应当同时具备以下条件:(一)具备法人资格,为国有独资或国有控股单位,且在申请之日前三年内无违法违规记录。……”在“新浪模式”下,通常由境内公司取得许可证。该规定直接指向许可证的取得主体这一关键点,把取得主体限制为国有或国有控股单位,而国有和国有控股单位是不大可能接受“新浪模式”,允许外资绕道投资的。而且这一规定并非如有些人说的那样不针对优酷、土豆等本身不生产视频、完全依靠网友上传视频的传播类视频网站,而是针对自身拍摄、生产视频节目并且依靠互联网传播的制作单位。相反,根据广电总局的解释,制作、编辑、集成并通过互联

网向公众提供视音频节目,以及为他人提供上载传播视听节目服务的网站(不含网民),均须获得许可证。

红筹政策变化表

发布机关	名称	时间	效力	要点
国家外汇管理局	《关于完善外资并购外汇管理有关问题的通知》(汇发[2005]11号)	2005年	失效	
	《关于境内居民个人境外投资登记和外资并购外汇登记有关问题的通知》(汇发[2005]29号)	2005年	失效	
	《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》(汇发[2005]75号)	2005年	有效	境内居民设立或控制境外特殊目的公司之前,应持以下材料向所在地外汇分局、外汇管理部(以下简称“外汇局”)申请办理境外投资外汇登记手续。
	《关于印发〈关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知〉操作规程的通知》(汇综发[2007]106号)	2007年	有效	细化了75号文的操作。

续表

发布机关	名称	时间	效力	要点
证监会	《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》(证监发行字[2000]72号)	2000年	失效	要求对“中国律师出具的关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市的法律意见书审阅”。
	中国证监会发布《关于取消第二批行政审批项目及改变部分行政审批项目管理方式的通告》以及《关于做好第二批行政审批项目取消及部分行政审批项目改变管理方式后的后续监管和衔接工作的通知》	2003年	有效	取消对“中国律师出具的关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市的法律意见书审阅”。
六部委	《关于外国投资者并购境内企业的规定》(“10号文”)	2006年	有效	1. 境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司,应报商务部审批。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。(第十一条)2. 特殊目的公司境外上市交易,应经国务院证券监督管理机构批准。(第四十条)

续表

发布机关	名称	时间	效力	要点
全国人大	《证券法》	2006 年	有效	境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易,必须经国务院证券监督管理机构依照国务院的规定批准。(第二百三十八条)
信息产业部	《关于加强外商投资经营增值电信业务管理的通知》	2006 年	有效	境内电信公司不得以任何形式向外国投资者变相租借、转让、倒卖电信业务经营许可,也不得以任何形式为外国投资者在我国境内非法经营电信业务提供资源、场地、设施等条件。
广电总局、信息产业部	《互联网视听节目服务管理规定》	2007 年	有效	申请从事互联网视听节目服务的,应当具备法人资格,为国有独资或国有控股单位,且在申请之日前三年内无违法违规记录。

前述系列规定,反映了政策面的基本态度,那就是防止外国资本大肆收购和控制境内资产,防止资金外套和一些不当行为;同时,也反映了政策面着力培育国内本土化资本市场,包括私募和公募(特别是公募)市场的政策倾向。这些规定导致国际私募和公募