

资本的时代
系列

CAPITAL RACE

抢滩资本④

私募股权投资（PE）的国际惯例与中国操作指引

邢会强 ◎编著

私募、投行专业人士必备 LP、企业家决策参考

风险投资 *venture capital* 私募股权 *private equity* 夹层资本 *mezzanine capital* 并购基金 *buyout/buyin fund* 重振资本 *turnaround financing*

全面呈现海外PE监管新规与PE成熟经验 指引中国PE、Pre-IPO及投融资操作路径

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

资本的时代
系列

抢滩资本④

私募股权投资（PE）的国际惯例
与中国操作指引

CAPITAL RACE

邢会强 编著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

抢滩资本. 4, 私募股权投资 (PE) 的国际惯例与中国操作指引/邢会强编著. —北京: 中国法制出版社, 2012. 7

(资本的时代系列)

ISBN 978 - 7 - 5093 - 3864 - 3

I. ①抢… II. ①邢… III. ①资本市场 - 研究 - 中国 ②企业融资 - 研究
IV. ①F832. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 148685 号

策划编辑: 罗莱娜

责任编辑: 李小草

封面设计: 周黎明

抢滩资本. 4——私募股权投资 (PE) 的国际惯例与中国操作指引

QIANGTAN ZIBEN. 4——SIMU GUQUAN TOUZI (PE) DE GUOJIGUANLI YU ZHONGGUO CAOZUOZHUYIN

编著/邢会强

经销/新华书店

印刷/三河市紫恒印装有限公司

开本/710 × 1000 毫米 16

版次/2012 年 9 月第 1 版

印张/15 字数/260 千

2012 年 9 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 3864 - 3

定价: 68.00 元

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

传真: 010 - 66031119

网址: <http://www.zgfs.com>

编辑部电话: 010 - 66072711

市场营销部电话: 010 - 66017726

邮购部电话: 010 - 66033288

前言

这是一个 PE 走向成熟的时代

在诸如银行、保险、证券、信托等金融产业中，中国大都至少后发于西方金融发达国家好几百年。但惟独私募股权投资（PE）行业，西方最早是上世纪六七十年代开始发展的，我国是上世纪八九十年代开始发展的，相差大约一二十年。因此，可以说，中西方 PE 行业在时间上几乎同步。

尽管如此，我们却不能说中西方 PE 行业处于同一起跑线上。原因是法律环境差异太大：

就合伙企业法来讲，我国与西方金融发达国家在条文上差异不是很大，但在一些至关重要的原则上，二者差距甚大。英美法讲 PE 管理人的“受信义务”，通过判例法的发展，内涵丰富，标准明确，一旦违反，后果严重。但在我国，很多 PE 野蛮生长，管理人的“受信义务”几近缺失。这是 LP 不信任 GP 的重要原因之一。

就证券法来讲，一方面，在国外，有限合伙制 PE 的“合伙份额”可以公开上市，如黑石、KKR 都已上市；但在我国，这还是天方夜谭。另一方面，在国外，PE 投资的企业，其上市是注册制，上市容易，PE 比的是增值服务；但在国内，上市还是核准制，上市很难，据说，PE 比的是“品牌”、资金规模、“证监会关系”、已上市公司数量。^①

就有限合伙协议来说，西方已经发展出了比较成熟的各式各样的有限合伙协议范本，其规定之详细与缜密，读后让人叹为观止。但在我国，稍微复杂一点

^① 是否正确，请读者自己判断。参见佚名：“PE 中国之怪状与对策”，载 <http://capital.cyzone.cn/article/185092/>，最后访问日期 2012 年 8 月 4 日。

的有限合伙协议，GP、LP 以及工商登记部门就看不懂了，也不耐烦了。不过，真正能起草出逻辑严密、专业性强、符合中国法的有限合伙协议的律师也不多见。拼凑范本容易，但有限合伙协议要做到首尾呼应，适合 GP 或 LP 的需要却很难。

就估值调整机制（国内俗称“对赌协议”）来讲，在西方是合法有效的，但在我国，在一些法院看来，这是违法的、无效的。

就 PE 可用的投资工具来讲，西方有很多转股工具、过桥工具、优先股工具等供投资者选择，但在我国，这里面所包含的“企业拆借”成分，因违反了“有关金融法规”，会被法院判决无效。公司法开了口子，授权国务院规定优先股，但六年过去了，国务院还没有行使该“授权立法权”的迹象。

就监管法律框架来讲，国外的监管框架已经基本成型，且大都是证券监管机关在监管。而在我国，还在探索、争论，且“多龙治水”。有的部门对 PE 监管的探索表现得非常积极，有的部门却似乎很冷淡。

就税法环境来讲，美国 GP、LP 的税负目前是 20% 左右，未来，GP 的税负可能会恢复到最高 35%；而我国 GP，如果是公司的话其综合税负为 40%，如果是个人的话其税负为最高 35%；我国的自然人 LP，其税负是最高 35%。总之，我国 GP、LP 的税负比美国高多了。

在《最新经典私募案例评鉴》的前言中，笔者预言：“这是一个 PE 日渐勃兴的时代”。^① 也有不少人预言：中国会成为全球最大的私募股权市场之一。

但激动过后回归平静，环顾中国 PE 所处的法律环境，就可能乐观不起来了。美国资本市场法律环境发展了三百年多年，中国资本市场法律环境才发展了三十年多年。两国法律环境的十倍差距其实就是两国 PE 的差距。

因此，就我国 PE 行业而言，这其实是一个非常稚嫩的时代。她可能会长大，但成长的过程或许会很艰辛。

因此，我们没有必要骄傲，没有必要过早地乐观。中国可能会很快成为“PE 大国”，但“PE 大国”未必是“PE 强国”。

因此，国家有关部门给予 PE 的，应该是更多的关心、支持和规范，而不是袖手旁观或压制、“寻租”。

而对于 LP 来讲，也需要学习 PE 的国际惯例，学会用有限合伙协议保护自

^① 参见邢会强、孙红伟编著：《最新经典私募案例评鉴》，中信出版社 2009 年版，第Ⅲ页。

己。对于 GP 来讲，更需要学习国外的先进做法，与外资 PE 比一比“内功”，比一比规范管理和增值服务。

因此，展望未来，我的希望是：这个 PE 稚嫩的时代，是一个 PE 在规范中发展的时代，也是一个 PE 走向成熟的时代。

这个成熟，既包括 GP、LP 的成熟，也包括监管部门和监管理念的成熟，以及法律环境的健全和成熟。

绪 论	1
一、什么是 PE?	/ 3
二、PE 的类型	/ 3
三、PE 的“家族类似”	/ 6
第一章 公司制 PE	9
一、公司制 PE 的基本特征	/ 11
二、以公司形式设立的创业投资企业	/ 13
三、典型公司制 PE	/ 13
第二章 有限合伙制 PE	15
一、有限合伙制 PE 的基本架构	/ 17
二、《合伙企业法》的主要规定	/ 18
三、有限合伙制 PE 的基本特征和优势	/ 23
四、有限合伙制 PE 的典型代表	/ 25
第三章 有限合伙协议核心条款与国际惯例	35
一、管理费条款	/ 37
二、业绩提成条款	/ 39
三、普通合伙人钩回条款 (General Partner Clawback)	/ 41
四、关键人员事项	/ 43
五、有限合伙顾问委员会	/ 44

- 六、附加协议 (Side Letters) / 44
- 七、ILPA《私募股权基金原则》 / 46
- 八、KKR 有限合伙协议关键条款 / 56
- 九、评论 / 59

第四章 有限合伙制 PE 之上市融资趋势 61

- 一、全球已经上市的 PE 概况 / 63
- 二、黑石上市研究 / 69
- 三、有限合伙制 PE 上市的法律问题 / 74

第五章 各国对 PE 的监管框架和实践 87

- 一、美国的监管实践 / 89
- 二、欧盟的监管框架 / 98
- 三、英国的监管实践 / 108
- 四、中国的监管框架 / 110

第六章 外资有限合伙制 PE 的设立问题 119

- 一、国家层面立法的踟躇不前 / 121
- 二、地方层面的探索 / 122
- 三、发改委定调 QFLP / 128

第七章 PE 的税收问题 131

- 一、我国有限合伙制 PE 的所得税政策 / 133
- 二、我国公司制 PE 的税收问题 / 139
- 三、有限合伙制 PE Vs. 公司制 PE: 谁的税负低? / 143
- 四、我国关于 PE 的其他税收政策 / 147
- 五、境外有关有限合伙制 PE 的税收政策 / 151

第八章 估值调整机制与对赌协议 157

- 一、估值调整机制的概念与要素 / 159
- 二、对赌协议: 词汇翻译的败笔 / 163
- 三、“估值调整条款”与“对赌协议”的合法性问题 / 164

四、中国证监会对估值调整条款和对赌协议的态度	/ 170
五、香港联交所对上市前私募投资的实质审查	/ 176
第九章 LP 谱系（上）：政府引导基金	179
一、政府引导基金：四两拨千斤	/ 181
二、我国政府引导基金发展的里程碑	/ 181
三、主要政府引导基金的设立概况	/ 183
四、引导基金的运作模式	/ 188
五、政府引导基金参股股权投资机构的方式	/ 189
六、引导基金的本地投资比例问题	/ 193
七、政府引导基金的分红机制	/ 195
第十章 LP 谱系（下）：其他大型出资人	199
一、社保基金	/ 201
二、国家开发银行	/ 207
三、保险资金	/ 212
四、公益基金会	/ 216
第十一章 有限合伙企业作为拟上市公司股东的信息披露问题	219
一、投资信息披露	/ 221
二、GP 与 LP 信息披露	/ 222
三、小结	/ 227
后 记	229

绪论

- 一、什么是PE?
- 二、PE的类型
- 三、PE的“家族类似”

一、什么是 PE?

PE, 既可以说是 Private Equity 的简称, 即“私募股权”; 也可以说是 Private Equity Fund 的简称, 即“私募股权投资基金”或“私人股权资本”。

之所以称之为“私募”, 一方面是因为这些基金往往是私下向特定的投资者募集资金而成立的, 没有“公开募集”(但也不绝对, 近年来也出现了“公开募集”的案例, 不过仍遵照传统称之为私募); 另一方面是因为其投资对象——通常称为“创业企业”——在引进这些基金的投资时也往往是“私募”, 即创业企业是私下向特定的投资者募集资金, 没有“公开募集”(但也不绝对, 有的私募基金也从事新股申购、公开发行业配售等“公募”行为, 不过毕竟是少数)。

之所以称之为“股权基金”或“股权投资基金”, 一方面是因为这些基金主要从事股权投资、权益投资而不是债权投资, 是获取分红收益和股权转让增值收益, 而不是获取利息收益(但也不绝对, 个别私募基金偶尔也临时从事短期的债权投资); 另一方面也是因为这些基金的投资者从事的也是股权投资、权益投资而不是债权投资, 这些基金很少举债经营, 而是以自有资本金来从事经营活动的(同样也不绝对, 一些基金也往往会有举债行为, 如并购基金, 且其举债规模甚至还很可观, 但举债者毕竟还是少数)。

总之, 传统的 PE 就是具有这样的“双重”特征——对上(投资者)是私募, 对下(投资对象)也是私募; 上面(投资者)从事的是股权投资, 基金自身从事的也是股权投资。虽偶有变种, 但主流是如此。

二、PE 的类型

1. 广义的 PE

广义的私募股权投资既涵盖对企业首次公开发行前(Pre-IPO)^①各阶段的权益投资, 也涵盖对企业上市后的各阶段的各种私募权益投资。

对企业首次公开发行前各阶段的权益投资, 即对处于种子期、成长期、成熟期和稳定期各阶段, 企业在 IPO 前各个时期所进行的投资, 其相关资本按照投资

^① IPO, 为英文 Initial public offering 的首字母缩写, 译成汉语就是“首次公开发行”, 指一家公司第一次面向社会公众发行股票(公募)。pre-IPO, 即 IPO 之前的企业的融资行为, 是企业面向特定的投资者发行股票(私募)。

阶段可划分为创业投资（venture capital，简称 VC，或译为风险投资）、PE 资本（狭义）、夹层资本（mezzanine capital）等。对企业上市后的各阶段的各种私募权益投资，包括上市后私募投资（private investment in publicequity，即 PIPE）、并购基金（buyout/buyin fund）、重振资本（Turnaround Financing）等等。当然，以上所述的概念也有重合的部分。

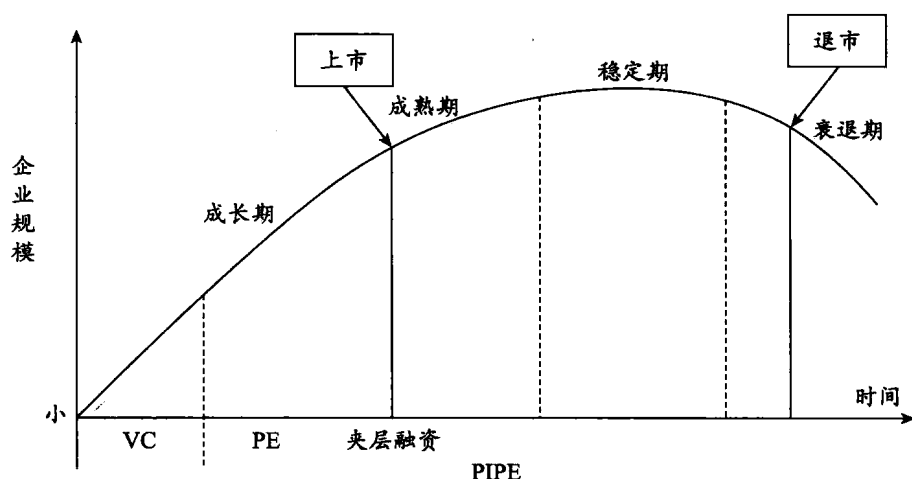


图 0-1 企业成长周期与 PE 基金

2. 狭义的 PE

狭义的 PE 主要指对已经形成一定规模的，并产生稳定现金流的成熟企业的私募股权投资部分。

3. VC 与 PE

在欧洲大陆的大部分地区和英国，风险资本和私募股权资本被等同起来。然而，在美国，风险资本通常专指为年轻的，早期的或发展期的企业提供资金的资本。而私募股权资本则主要与管理层的杠杆收购（Leverage Management Buyout）相联系。我国目前也将 VC 视为早期的投资，PE 称为中后期的投资。

4. 并购基金

并购基金是专注于对目标企业进行并购的基金。其投资手法是，通过收购目标企业股权，获得对目标企业的控制权，然后对其进行一定的重组改造，持有一

定时期后再出售。并购基金与私募股权投资基金、风险投资基金的不同表现在，私募股权投资基金、风险投资基金主要投资于创业型企业，并购基金选择的对象是成熟企业；私募股权投资基金、风险投资基金对企业控制权无兴趣，而并购基金意在获得目标企业的控制权。

5. 重振资本

重振资本是向业绩不佳的企业投资，以改善企业的经营状况的基金。这类企业一般处于传统行业，出现财务危机或者处于重组当中，但仍具有长期的市场生存能力。

6. 夹层资本

这是一种介于股权和普通债务之间的一种融资方式。“夹层”（Mezzanine）在英文里的意思是“底楼与二楼之间的夹层楼面”。所谓夹层，从资金费用角度，夹层融资低于股权融资，如可以采取债权的固定利率方式，对股权人体现出债权的优点；从权益角度，其低于优先债权，所以对于优先债权人来讲，可以体现出股权的优点。这样在传统股权、债券的二元结构中增加了一层。夹层融资处于公司资本结构的中层，风险与回报都介于风险较低的优先债务和风险较高的股本融资之间。

从夹层资本的提供方（即投资者）的角度出发，称为夹层资本；从夹层资本的需求方（即融资者）的角度出发，称为夹层债务（Mezzanine Debt）。夹层融资产品是夹层资本所依附的金融合同或金融工具，例如夹层贷款（Mezzanine Loans）。资金供求双方对夹层融资产品进行交易的场所，称为夹层融资市场。

私人股权资本与夹层资本是相互联系又有区别的两类资本形式。广义的私人股权资本经常包含夹层资本，但从严格意义上讲，两者有较大的差别。夹层资本的基本性质仍然是一个债务工具，而私人股权资本顾名思义是股权工具。而且，两者的投资目标也有一定的区别，夹层资本更倾向于对处于发展阶段后期的企业进行投资。^①

7. 上市后私募投资

上市后私募投资（Private Investment in Public Equity，简称 PIPE），即私人股权投资已上市公司股份。高盛财经词典的解释是“私人投资或共同基金以低于当

^① 邢会强、孙红伟：《最新经典私募案例评鉴》，中信出版社 2009 年版，第 230 页。

时市场价值的价格买入一家公司的普通股”。

相对于上市公司发行新股（即二次发行，secondary offerings）等传统的融资手段，PIPE 的融资成本和融资效率要相对高一些。在 PIPE 发行中监管机构的审查更少一些，而且也不需要昂贵的路演，这使得获得资本的成本和时间都大大降低。PIPE 比较适合一些快速成长为中型企业的上市公司，他们没有时间和精力应付传统股权融资的复杂程序。一些投资者发现 PIPE 是有吸引力的。因为，他们能够以一个相对于公开市场价格的折扣价格购买股票，同时也为投资者提供了一个以一个固定价格而不是通过公开市场的更高价格获得一个相当大的股东地位（a sizable position）的机会。

在一个典型的 PIPE 交易中，发行人以一个相对于公开市场价格的折扣价格出售普通股。作为本次交易的“佐料”，发行人同时也发行权证（warrants），通常是 5 年期，以便能使持有人以一个等同于或者高于当前的市场价格购买附加的股票（additional shares）。由于通过 PIPE 发行的股票在美国联邦证券法下是一个“受限制的证券”（restricted securities），因此，其转售并不能自由交易。

PIPE 与 PE 的区别是：PE 主要在上市前对拟上市企业进行投资，是否投资主要看重企业的成长性，一旦成功，则收益较高，但失败概率也高。PE 投资市盈率一般与二级市场差别较大。PIPE 主要在上市后进行投资，是否投资主要看公司的现金流和经营团队稳定等情况，收益不可能很高，但安全性高。尤其是在市场不好的情况下，经过股市调整，入股价格更有吸引力。PIPE 投资市盈率一般与二级市场差别不大。一些机构进行 PIPE 的目的，并不是单纯的寻求财务投资机会，还包括对战略投资者的定向增发。^①

三、PE 的“家族类似”

1. 私募股权投资基金和私募证券投资基金

私募股权投资基金和私募证券投资基金是两个不同的概念。尽管两者的共同点是均在特定阶段持有企业股权，但私募股权投资基金主要是针对非上市公司股权的投资，更关注企业的成长性，投资后一般要参与企业的经营管理，待企业发展成熟后通过上市或股权转让等方式退出，实现资本增值，而私募证券投资基金的投资重点是进行上市公司股票投资、衍生工具投资等资本运作，它更加重视价

^① 邢会强、孙红伟：《最新经典私募案例评鉴》，中信出版社 2009 年版，第 237 - 240 页。

差交易等交易性机会，而不是长期投资。对冲基金（HedgeFund）属于私募证券投资基金的典型代表。

2. 对冲基金

对冲基金，也称避险基金或套利基金，是指由金融期货（financial futures）和金融期权（financial option）等金融衍生工具（financial derivatives）与金融组织结合后以高风险投机为手段并以盈利为目的的金融基金。它是投资基金的一种形式，属于免责市场（exempt market）产品，意为“风险对冲过的基金”。

3. 共同基金/互惠基金

共同基金（mutual fund），或称“互惠基金”，就是汇集许多小钱凑成大钱，交给专人或专业机构操作管理以获取利润的一种集资式的投资工具。在美国，这种投资方式通称为共同基金，它除了证券投资外，也投资黄金（或其他贵重金属）、期货、期权（options）和房地产等。在英国，这种投资方式被称为“单位信托基金”（unit trust），投资标的也相当多样化。在我国，相应的名称为“证券投资信托基金”，是由投信公司依信托契约的形式发行受益凭证，主要的投资标的为股票、期货、债券、短期票券等有价值证券。

4. “另类投资基金”

“另类投资基金”（Alternative Investment Funds，简称 AIFs）也是 PE 的一种称谓，这个概念多在欧美国家使用。“另类投资”是指在股票、债券及期货等公开交易平台之外的投资方式，包括私募股权、风险投资、地产、矿业、杠杆并购（Leveraged Buyout）、“基金中基金”（Fund of Funds）等诸多品种。

5. “基金中基金”

“基金中基金”（Fund of Funds，简称 FoF）是一种专门投资于其他基金（称为“基础基金”或“母基金”，英文为 underlying funds，mother funds）的基金。“基金中基金”并不直接投资股票或债券，其投资范围仅限于其他基金，通过持有其他基金而间接持有股票、债券等资产。“基金中基金”将多只基金捆绑在一起，投资“基金中基金”等于同时投资多只基金，但比分别投资的成本大大降低了。不过，与直接投资于某只基金相比，投资于“基金中基金”需要付出两道费用——一道是“母基金”的相关费用，一道是“基金中基金”自身的费用。“基金中基金”的“母基金”既可能是股权投资基金（从事一级市场投资），也可能是证券投资基金（从事二级市场投资）；既可能是私募基金，也可能是公募基金。

根据“母基金”的类型，“基金中基金”可以分为互惠基金 FoF（mutual fund FoF）、对冲基金 FoF（hedge fund FoF）、私募股权基金 FoF（private equity FoF）、投资信托 FoF（investment trust FoF）等。

6. “支线基金”

与“基金中基金”相似的另外一个概念是“支线基金”（Feeder Fund）。“支线基金”是指其85%以上的资金投资于另一只或几只基金（称为“主要基金”，英文为 Master Fund）的基金。