

中信私募股权系列

FOREIGN PE IN CHINA

外资PE在中国的 运作与发展

北京市道可特律师事务所

道可特投资管理（北京）有限公司◎编著



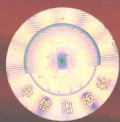
中信出版社 · CHINACITICPRESS

外资PE透视第一书

中国PE行业发展之初，外资PE处于一枝独秀的地位，曾经繁荣了中国的资本市场。随着中国资本市场的崛起，民营产业基金的加入，使中国PE行业形成了三足鼎立的新格局。

初入中国的外资PE曾经因外资政策的限制而在运作中缺乏透明度和规范性，引起外资PE到底是治世利器还是洪水猛兽之争议。

随着中国对外开放政策的变化，外资PE在中国的发展趋势和运作方式必然会产生巨大变化。本书对外资PE在中国的历史沿革、现状及发展趋势进行了深入剖析，同时对外资PE的运作流程、方式，涉及外资落地、运作的相关法律规定和特殊政策等关键政策问题做了详细分析，力图将外资PE的运作与法律解读紧密结合。



上架建议 © 金融投资理财

ISBN 978-7-5086-2563-8



9 787508 625638 >

www.publish.citic.com

定价: 46.00元

外资PE在中国的 运作与发展

北京市道可特律师事务所 道可特投资管理（北京）有限公司◎编著

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目(CIP)数据

外资PE在中国的运作与发展 / 北京市道可特律师事务所等编著. —北京: 中信出版社, 2011. 1
ISBN 978-7-5086-2563-8

I. 外… II. 北… III. 外资公司—基金—投资—研究—中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第229791号

外资PE在中国的运作与发展

WAIZI PE ZAI ZHONGGUO DE YUNZUO YU FAZHAN

编 著: 北京市道可特律师事务所 道可特投资管理(北京)有限公司

策划推广: 中信出版社(China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司(北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编 100029)
(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 19 字 数: 245千字

版 次: 2011年1月第1版 印 次: 2011年1月第1次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-2563-8/F·2195

定 价: 46.00元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

<http://www.publish.citic.com>

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

服务热线: 010-84849283

服务传真: 010-84849000

丨 丛书总序 丨

私募股权投资基金（简称 PE）是一种金融安排，它是股本投资的一种类型。从企业的资产负债表角度观察，企业外部融资是否需要进行股本融资服从于 MM 定理，并取决于资产负债率。而在特定的历史时期，企业的资产负债率是一定的，从而包括私募股权基金在内的股本融资仅是一种正常的金融工具。但是在中国，近年来这种金融工具却备受青睐，其原因在于中国的具体国情。

中国是一个发展中的社会主义国家，作为社会主义国家，正从传统的高度集中的计划经济体制向市场经济体制转轨；作为发展中国家，正从传统的农业经济向现代工业经济转轨。这种双重转轨使得企业面临这样一种局面：面对工业化的强劲需求，传统的国有企业资本投入不足，新兴的民营企业需要资本的原始积累，其结果不得不依靠借入资金经营。但是无论是国有企业还是民营企业，在负债率居高不下的情况下，它们对股本的渴求与日俱增，从而不断推动着中国股本融资市场的发展。除利用上市等公开募集形式外，私募股权投资也成为推动企业改革与发展的一道引人注目的风景线。

早在改革开放初期，私募股权投资已开始萌芽。那时，在中国的东南沿海地区，农民集资入股，兴办乡镇企业，成为私募股权投资的早期形式。

进入 20 世纪 90 年代，随着中国经济的发展，海外成立了一系列对华投资的私募股权基金，并成为中国外商直接投资的主力之一。受此鼓励，国内亦开始探讨建立规范的人民币私募股权基金。但作为一种处于双重转轨经济体中的金融投资工具，私募股权投资基金既面临深化体制改革的任务，又面临促进经济发展的使命，多重任务与使命使其只能通过试验与摸索取得经验，产业投资基金便是私募发展过程中不断试验与摸索的产物，其最早的样本之一是“青海盐湖钾肥产业基金”。1996 年原国家体改委研究所和青海省人民政府联合组成课题组，进行方案规划和设计，期望以此为契机，一方面推动西部经济发展，另一方面通过试验形成政策和法律规范。虽然，“青海盐湖钾肥产业基金”最终不无遗憾地胎死腹中，其项目仅成为柴达木循环经济实验区的基础，但是围绕这一探讨所形成的思路、政策预案及相应的规范条款却成为私募股权投资基金的铺路石。

进入 21 世纪，中国加入了 WTO，国内外环境，尤其是金融市场环境有了很大的改善，私募股权基金的发展条件也逐渐趋于成熟，包括风险投资在内的外资私募股权投资基金落户内地，各类型的内资私募股权投资基金也如雨后春笋般纷纷诞生。其中探索多年的产业投资基金因渤海产业基金的呱呱落地而打开僵局，并以此为契机，开创了中国本土私募股权投资基金的今日之繁荣。

在中国私募股权投资基金如此蓬勃发展的今天，对其进行专业解读，并展开深入探讨，从而指导实践，不仅必要，而且可能。丛书的作者们对中国私募股权投资基金不仅有深刻的理解，而且以独特的视角，积极地尝试许多人都想做但还没有做的事情，他们希望并尝试通过丛书的创作多角度、全方位、深层次地解读和剖析中国私募股权投资基金。

此套丛书以中国私募股权投资基金为主线，以法律、财务、投资等专业角度为基础，结合会计、税收、外汇等政策以及 PE 设立、运作、退出等

操作环节，对 PE 进行系统解读与阐述，综合考虑，形成体系。丛书由两本专项解读性书籍、两本专题实务性书籍和一本总体介绍性书籍组成，在 3 个方面给我深刻印象：

首先，丛书的选题非常好。丛书在选择从法律和财税两个专业角度解读中国私募股权投资基金的基础上，精心挑选了“外资与中国私募股权投资基金”、“有限合伙在中国私募股权投资基金中的运用”两个业界最为关注的领域和课题展开深入探讨，并以开放性的讨论中国私募股权投资基金发展新趋势作为收官，既兼顾了系统性，又考虑了专业性，也突出了实务性。作者并没有拘泥于传统的丛书分类，简单地按私募发展阶段或按基金性质分类，透过丛书选题，看到了作者创新、务实和开放的心态与作风。

其次，丛书的内容非常实。此套丛书内容之“实”，可以从 3 个方面得到体现：一是丛书的作者均来自法律、财务、投资等与私募股权基金密切相关的实务界，而非理论界或学术界，所言所论无不紧贴操作实践；二是丛书在深度方面既有基础性介绍又有深入分析，让诸多问题都真正得到了解决，落到了实处，非常实用；三是丛书中引用的案例、数据等信息翔实，并非泛泛而谈，更非纸上谈兵。

最后，丛书的风格非常新。丛书没有拘泥于传统的写法，也没有束缚于系列书籍统一风格之要求，在整体上追求新颖体例的同时，各部分尽量因题而异，就势而为。专业解读书籍采用了以矛盾带观点，用观点推体系，借体系显全貌的方式；专题实务和总体介绍书籍则采用了以案例引问题，用问题找答案，借答案促讨论的风格。整套丛书，娓娓道来，一改专业书籍陈腐之文风，读来犹如春风扑面。透过丛书风格，看到了作者敏锐、灵活和勇敢的心智与思维。

可以说，此套丛书在内容上着眼于系统性、实务性、专业性，在形式上兼顾生动性、新颖性、开放性。在私募书籍林林总总的今天，能够看到

► 外资PE在中国的运作与发展

这样一套潜心研究、尽心呈现的精彩之作，真是难能可贵。
是为序。

中银国际首席经济学家

2010年7月2日

▮ 序 言 ▮

外资私募股权基金，简称外资 PE，是 20 世纪 90 年代，伴随我国改革开放的不断深入，资本市场逐步开放，作为外国投资的一种形式引入我国的，是我国金融资本市场上外来的新品。

中国经济持续高速增长，以及众多企业为了在日益激烈的竞争环境中继续成长，需要引进和注入更多资金，为外资 PE 提供了大量投资机会和高额投资回报，深深吸引着境外私募股权基金。外资 PE 对外开放的政策颁布后，外资 PE 纷纷涌入中国市场，一度主导中国的 PE 市场。在外资 PE 的催生带动下，我国私募股权基金行业应运而生，近年来，随着民营企业的快速发展和社会财富的大量积累，大量民间资本也在寻找更多投资机会和渠道，内资 PE 吸纳民间资本并借助政策的支持和本土优势，从小到大，迅速扩展，改变了外资 PE 独占的局面，逐渐形成内外资 PE 并存，既有竞争又有合作的新格局。

从观察和分析实际效果看，不管外资 PE 还是内资 PE，它们的引入和发展，为我国企业，尤其是民营企业，特别是中小企业的发展，提供了新的融资渠道和来源，注入了新的活力，有利于企业 and 经济的发展。毫无疑问，外资 PE 和内资 PE 将伴随我国经济的持续高速发展和改革开放的深入而不断扩大规模，竞争也将日益激烈，外资 PE 以其长期积淀的管理经验，训练有素的管理人才，雄厚的资金实力，以及灵活的经营策略，在今后一

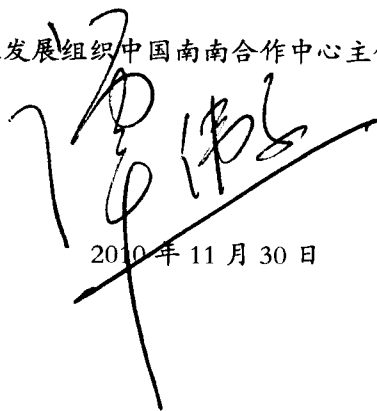
段时间内，与内资 PE 的竞争中或将仍然占有一定优势。

我国发展私募股权基金的时间较国外短，对 PE 的资本来源和募集方式，投资理念，运作规例，以及对我国经济中长期发展的影响等，需要有逐步熟悉的过程，对其管理的政策和法律也要有逐步建立和完善的过程。鉴于 1998 年亚洲金融危机和 2008 年爆发的全球金融危机，都是因为国际金融资本的过度投机活动，有关国家监管的疏漏，酿成了非常严重的灾难，为了我国经济的安全，防范国际金融资本对中国经济的冲击和干扰，我国对资本市场的完全对外开放持谨慎的态度。开放的程度将与我国管理法律的完善和监管能力相匹配。不管是外资 PE 或其他外国金融资本，其投资的目的是追求投资回报的最大化。为了达到这个目的，将有可能采取各种手段，甚至可能给投资国带来较大的金融风险和经济安全问题。对于这一点，我们必须要有清醒的认识。尽管如此，我国已经加入 WTO，随着经济全球化的不断发展，我国经济国际化程度将不断加深，人民币在稳步推进国际化并将最终成为可自由兑换货币，我国资本市场的最终完全开放只是时间问题。重要的是我们的金融管理部门，以及金融界、企业界，对外资 PE 等外来金融资本要进行认真的研究，熟悉和掌握其特点和运作规律。一方面为利用其积极面创造宽松的环境，使其为我国经济的发展发挥积极作用；另一方面制定完善严密的游戏规则和法律法规，有效监管和限制其消极面。

本书的作者从我国开始颁布允许外资 PE 进入我国的政策，出台相关法律法规，以及外资 PE 初始进入我国，就进行关注，跟踪调查，积累了丰富和翔实的资料。本书详细展示了我国引进外资 PE 及其发展和成长过程，对外资 PE 的资金募集、投资运作和退出的基本思路和流程作基本梳理，对外资 PE 带来的好处和可能的负面作用进行客观分析，对我国出台的相关政策和法律法规进行了较深入的解读，并对如何改进对外资 PE 的管理，完善相关法律法规提出了前瞻性的建议。本书不失为私募从业人员、金融

资本管理人员、企业财务管理人员以及相关中介机构专业人士一部好的实务参考书。

联合国工业发展组织中国南南合作中心主任

A large, stylized handwritten signature in black ink, likely belonging to Wang Fei, the Director of the UN Industrial Development Organization's China South-South Cooperation Center. The signature is written over the date.

2010年11月30日

▮ 前 言 ▮

本书酝酿之际,外资 PE 势头汹涌,尚处于一枝独秀的地位。而成书之际,中国 PE 行业的格局,已由外资 PE 一枝独秀的局面演变成外资、民营、政府背景的产业引导基金三足鼎立的格局,这种重新洗牌的局面,使得中国 PE 行业迎来了群雄鏖战的战国时代。

在中国 PE 的发展史上,外资 PE 功不可没,繁荣了中国资本市场,缔造了一个又一个上市神话,曾经一度引发金融、法律、财务各界的研究热情,将其成功案例奉为经典而加以著书立说者不在少数。而随着国际金融危机的爆发,国际大投行的运作黑幕逐渐暴露在聚光灯之下,一个又一个曝光的 PE 丑闻,摘下了外资 PE 的神秘光环,一时间对其运作、赢利、管理等的鞭挞之声又纷至沓来。外资 PE 是治世利器抑或是洪水猛兽,纵观市面上的相关著述,大都囿于一隅,鲜有纵深探求其运行规律者。这些都给我们更多的感慨与思考。

本书中,我们对外资 PE 在中国的发展进行深入剖析。以解其状为入口,以洞其行为核心,以确其位为最终目标,沿着外资 PE 募集、管理、退出的大思路,对外资 PE 的历史沿革、现状、发展趋势,外资 PE 的运作流程、方式和要点作以解读,尤其对涉及人民币基金、外商投资的特别规定、外资 PE 落地中国的特殊政策、红筹上市等涉及外资 PE 运作关键环节的问题进行详细分析,尽力为读者展示外资 PE 运作和发展的全貌。在解读的基础

上，我们还对外资 PE 的本土化、发展中所面临的瓶颈进行讨论，对监管模式和法律法规的完善提出相应意见，将外资 PE 的运作实务与法律解读结合起来，试图站在历史的发展的角度看问题，从应然和已然的角度进行双重分析。

其一解其状。即了解外资 PE 的历史、现状及发展趋势。比如初入中国的外资 PE 和熟知中国市场的外资 PE 在投资条款设定上存在区别，而随着中国对外开放政策的变化，外资 PE 在组织形式的选择问题上，也发生了大的变化。历史能折射出现状的成因，更能映射出事物未来发展的态势；同时，外资 PE 在华发展现状的演变，历史、现状及发展趋势决定了我们对其进行监管的态度及立场，以及内资 PE 竞争策略的选择，亦是整个外资 PE 问题研究的起点。

其二洞其行。如果用一个词来形容外资 PE 的运作，我用“鬼魅”一词，来形容其运作手法出神入化，我们可能无法在一个上市公司所公布的股东名单上看到他们的名字，但却不能排除其在背后对企业上市的支持。为了适应中国法律环境所设计的各种投资主体结构，为了规避中国法律限制而采用的投资条款，令人眼花缭乱的红筹模式等，都为我们展示出外资 PE 非透明化的运作手法。了解它、熟悉它、掌握它、并发展它，让它们浮出水面，无疑是我们认识外资 PE、并与外资 PE 展开合作和竞争的基础。

其三确其位。如何对待外资 PE？亦师亦友、亦敌亦伴的关系如何定位，又该对外资 PE 如何监管？围堵，抑或放纵？显然，“10 号文”之前的放纵成就了外资 PE 境内投资的财富积累梦，而“10 号文”之后的严苛监管又限制了同样运作红筹模式的境内 PE、境内企业的融资能力和国际化发展的道路。我们急需明确外资 PE 在资本市场中的作用，明确并了解其优缺点，取其精华，弃其糟粕，因势利导使其朝向合作、共赢的方向发展。

历时数月，本书已是道可特与中信出版集团合作出版之“私募系列丛书”的第二本书，也是“资本市场系列丛书”的第三本书。它凝聚了道可

特同事们在过去那段年月中的心血和努力，希望能给业界带来一些新鲜的思路和启示。我们在今后还会有几本私募的书籍（包括《有限合伙在中国PE中的深化运用》、《PE在合同能源管理中的运用》等）陆续与大家见面，在这里，我也不能免俗地要感谢很多为这套丛书的出版做出了贡献的领导、朋友、同事以及我们的家人。

首先衷心感谢中信出版集团的季红女士及其团队，感谢他们始终不改敬业初衷，为保证本书按时付梓付出了许多努力，感谢他们艰苦而细心的工作！再次感谢参与本书创作的团队，他们是欧阳黎炯、许振宏、杜艳、刘婧、倪佳、曹谊正等，在紧张的工作之余，如期完成这一专业性极强的书籍实属不易。我还要感谢道可特律师事务所的公司化管理模式和道可特投资管理（北京）有限公司的品牌运营，有了我们创作的同时，道可特品牌团队核心成员徐沁、熊文芳细致而有效的工作，使得包括本书在内的系列书籍得以酝酿并顺利开展。最后，特别要感谢的是谭伟文先生，他在百忙之中拨冗认真地审阅了书稿，并慷慨为丛书作序，是对我们工作的最大鞭策。

中国大力发展私募的号角已经吹响，所谓“知己知彼，百战不殆”，我们希望本书对群雄鏖战的PE行业知彼能有所帮助。再次感谢所有关注和支持本书及其系列书籍的人们！

刘光超

2010年11月3日

| 目 录 |
Contents

丛书总序 V

序言 IX

前言 XIII

第一章 外资PE的概念 1

第一节 正确解读外资PE… 3

第二节 外资PE的分类和涵盖范围… 9

第三节 外资PE与近似概念的甄别… 18

第二章 外资PE在中国的发展 29

第一节 外资PE在中国的进入期和扩张期… 32

第二节 外资PE的调控期及现状… 39

第三节 外资PE与中国环境的融合… 49

第三章 外资PE在中国的募集与设立 55

第一节 从人民币基金的崛起看外资PE在中国的募集与设立… 58

第二节 从股权投资法律进程看外资PE在中国的募集与设立… 65

第三节 从合伙制开启看外资PE在中国的募集与设立… 82

第四章 外资PE在中国的投资与管理 91

第一节 外资PE在中国投资存在的问题… 93

第二节 外资PE在境内的投资模式和交易结构… 100

第三节 外资PE的管理… 127

第四节 外资PE在境内投资的几个关键问题… 132

第五章 外资PE的退出 157

第一节 外资PE退出概况… 159

第二节 外资PE中国投资的境内退出… 170

第三节 外资PE中国投资的境外退出… 187

第四节 外资PE境外投资的退出——以红筹为核心… 192

第六章 外资PE在中国的展望 203

第一节 外资PE在中国运作的本土化趋势… 205

第二节 外资PE在中国发展的瓶颈分析… 215

第三节 对有关外资PE的政策发展的探讨… 226

附件1：外资PE相关法律法规汇总一览表 235

附件2：重点法规 239

第一章

外资PE的概念

