

# 新世纪周刊

Century Weekly

2010年 第35期 / 8月30日出版 / 总第415期 / 邮发代号: 80-699

削减死刑迈步 P.84

审计署细审中钢 P.61

国企看管人李荣融 P.64

问题茶油秘密“召回” P.58

## 致命航班

VD8387次航班  
为什么坠毁伊春?  
存在短暂黄金逃生时间,  
何以死亡率接近50%?

财新传媒  
Caixin media



9 771002 395098

35 >

定价: 人民币10元 港币20元 www.caing.com

# 资本的挑战书

金融危机期间，有限合伙人开始挑战PE管理人的强势地位，国际PE界的“潜规则”正在发生变化

□ 何杰 孙丛坤 | 文

近期，外资在中国设立人民币基金的势头渐兴。不知有多少国人已经注意到，这些海外PE管理人在海外乐于奉行的PE“潜规则”正在悄然变化。

自2008年金融危机发生以来，PE行业颓势大显，即使是著名的PE管理人也不能如往昔般呼风唤雨，轻易募集数十亿甚至上百亿美元。据统计，2009年全球私募股权基金募集资金总额仅为2460亿美元，比2008年和2007年均下降超过60%。

此时，作为PE管理人的普通合伙人（General Partner）在PE行业的传统强势地位正面临挑战，即便是最惯常奉行的“2/20规则”（即有限合伙人应按认缴出资额的2%向普通合伙人缴纳管理费，而基金投资收益超过一定比例后的20%作为普通合伙人的业绩报酬），也已岌岌可危。

此后，投资人发起的“削价”行动此起彼伏。但他们并不满足于此。

机构有限合伙人协会（Institutional Limited Partners Association，下称ILPA）由持有1万亿美元PE资产的215家机构投资者组成，其已起草《机构有限合伙人协会私募股权基金规则》（ILPA Private Equity Principles，下称《规则》），并向全球公开征集签署。虽然签署者并不受其约束，但这份《规则》强调普通合伙人与有限合伙人的利益一致原则、加强PE的管理、提升PE透明度等做法，

更像是一份投资人维权的倡议书，其中不乏讨论了经年的内容，对投资人非常有利。在过去流动性泛滥的年代，管理人处于被资本追逐的强势地位；但金融危机改写了这一切，资本开始重拾话语权，但最终能在哪些地方达成共识尚未可知。

这些内容，值得正处于全民PE热中的中国投资者了解和关注。

## 利益一致

前述《规则》要求，加强PE的回补机制（Claw backs），即当PE的收益率低于约定比例时，普通合伙人应将已收取的全部或部分业绩报酬回补给有限合伙人，以补偿有限合伙人的损失。

具体而言，业绩报酬（Carried interest）只有在PE收回全部投资成本，并已弥补PE所有支出之后方可支付，且业绩报酬的计算应以税后净利润为准则。

**在流动性泛滥的年代，  
管理人处于强势地位；  
但金融危机  
改写了这一切，  
资本开始重拾话语权**

PE应建立一个第三方监管账户，将应分配给普通合伙人的业绩报酬的至少30%存放在该账户，且普通合伙人应额外计提其他准备金，以承担其潜在的回补义务。所有的回补款项应在回补责任确定后两年内支付。

普通合伙人应在PE设立时向有限合伙人提供管理费收取的模式。在投资期末期以及对于投资期结束后发生的投资，管理费应显著降低。

此外，因寻找PE投资者而发生的中介机构及保险费用，均完全由普通合伙人承担。有限合伙人顾问委员会（Limited Partner Advisory Committee）每年应对PE的支出进行审核。

同时，《规则》要求，普通合伙人在PE中应持有实质性的权益，大部分应为货币投入所形成。

在PE存续期间，普通合伙人的核心管理人员不得转移其在普通合伙人中所持权益，主要管理人员应将全部工作时间投入PE。

更值得关注的是，《规则》还要求，普通合伙人及主要管理人员不得在与PE主要投资目标及主要投资政策相同的其他PE中担任普通合伙人，也不得在PE将要进行投资的企业中担任普通合伙人。不得通过其他投资实体对PE的投资机会进行投资。在PE封闭前已向有限合伙人事先披露并取得有限合伙人同意的除外。

## 强化管理

在PE的管理方面,《规则》要求明确普通合伙人的勤勉义务,强化有限合伙人的权利,并改善PE的审计。

《规则》提出,当普通合伙人在重要事项上发生不当行为时,其应被除名,且无需经过法院裁决。

《规则》要求PE设立时应明确PE的投资战略的定位,对债券、公开交易证券以及集合投资产品的投资应受到明确限制。普通合伙人所做的投资决策,必须与PE设立时确定的投资战略相符,若有修改和调整,均需持有PE绝对多数权益的有限合伙人同意。对于可能产生利益冲突的情况(如关联交易等),普通合伙人应提交有限合伙人顾问委员会审核。

同时,当合伙协议确定的管理人员发生欺诈、严重违反勤勉义务、严重违反合伙协议、信誉败坏、重大疏忽和其他约定情况时,投资期应中止,经合伙人投票通过后方可重启。对合伙协议的任何修改,均需持有PE绝对多数权益的有限合伙人同意。更为重要的是,持有PE简单多数权益的有限合伙人可决定终止、中止或延长出资期限,而持有PE三分之二以上权益的有限合伙人可以决定将普通合伙人除名或解散PE。

《规则》强调,PE的外部审计师应该是独立的,且应代表PE以及有限合伙人的利益,而非代表普通合伙人的利益。PE的外部审计师不应同时为普通合伙人或其关联机构提供服务,且更换PE的外部审计师须经有限合伙人同意。

## 增加透明度

《规则》规定,普通合伙人收取的各项管理费用及业绩报酬应是透明的,并应经有限合伙人及独立审计师的审核和确认;被投资公司的详细评估资料及财务信息应按季整理,供有限合伙人查阅;有限合伙人对普通合伙人持有的相

关资料应享有更为深入的知情权,如被投资公司近期重大事件等。

在发起组建PE的过程中,普通合伙人应向潜在有限合伙人详细披露其投资人、主要管理人员、组织结构及其他潜在有限合伙人的利益分配情况,包括该等人员的期权行使计划,以及主要管理人员对普通合伙人的认缴出资额,也应包括各有限合伙人的出资比例以及管理费的计算方法等,提供最终合伙协议及相关文件,并根据修改情况提供最新版本,有限合伙人对该等协议及文件负有保密义务。

PE应于每年年底向有限合伙人提供:经审计的财务报告;普通合伙人计算的内部收益率及其计算方法;普通合伙人收到的所有业绩报酬的安排;普通合伙人收取的所有费用及支出的统计分析;描述PE投资活动的说明书等。

PE应于每个季度结束后的45天内向有限合伙人提供:未经审计的季度损益表,以反映年初至提供信息日的利润与损失的损益表;该季度损益与上一季度相比较的结果;PE投资与PE费用方面的重大变化;如果已进行的投资发生价值变化,对该等变化进行解释的书面材料。

## 做实有限合伙人顾问委员会

为维护有限合伙人的利益,有限合伙人顾问委员会应对PE的相关事项发挥实质作用,而不仅仅是一个“摆设”。

根据《规则》,有限合伙人顾问委员会一般应由7名至12名成员组成,分别代表不同类别的有限合伙人,若任何变更均需有限合伙人顾问委员会与普通合伙人共同同意,并及时通知有限合伙人。同时部分有限合伙人应有权委派无投票权的观察员出席有限合伙人顾问委员会会议。

有限合伙人顾问委员会一年应至少

召开两次会议。有限合伙人顾问委员会的任意两名成员均有权要求召开会议,且任何成员均可经提前十天通知普通合伙人向有限合伙人顾问委员会会议提出议案。普通合伙人应对有限合伙人顾问委员会会议的投票情况进行记录,并根据有限合伙人的要求向有限合伙人提供。即便合伙协议授权有限合伙人顾问委员会对会议事项做出决议,有限合伙人顾问委员会仍可要求普通合伙人将会议事项提交有限合伙人投票决定。此外,审计师应参与有限合伙人顾问委员会的年终会议,且有限合伙人顾问委员会成员应可以与PE的审计师、律师及其他顾问直接进行联系。

有限合伙人顾问委员会的主要职责为审核与利益冲突相关的交易事项,如交叉PE投资、目标公司的估值方法等,且在PE相关事项的披露上,普通合伙人应与有限合伙人顾问委员会进行讨论。此外,有限合伙人顾问委员会所做的所有决议均应在合理时间内通知有限合伙人。

截至目前,已有100多家机构投资者签署了《规则》,包括美国著名的公共退休金基金加州教师退休基金(California State Teachers' Retirement System)以及加州公共雇员退休基金(California Public Employees' Retirement System)。尽管《规则》并无强制约束力,但由于签署者均为掌管巨额资金的机构投资者,《规则》势必会对PE行业产生较大影响,甚至可能成为新的PE“潜规则”。不过,即便如此,这也不代表有限合伙人的彻底胜利。规则总是利益博弈的结果,因而并非不可更改,市场的供求关系实际上决定了规则的内容。将来融资环境改善,融资难度减小,普通合伙人势必要求重新修改。

作者供职于柯杰律师事务所,杨帆此文亦有贡献