

选择性投资条款的中国本土化实施

作者：俞卫锋 / 刘赞春

近期，人民币私募基金成为境外私募基金管理人的关注焦点。在中国法律体系正式接纳外商投资有限合伙模式的私募基金构架前，境外私募基金管理人已先行在中国境内搭建不同架构的人民币私募基金平台。

相较境外私募基金通常采用的投资方式，因《公司法》仅授权国务院可对公司发行除普通股外的其他种类的股份另行作出规定，并未授权公司可发行多层次多类别的股份，私募基金在中国境内可使用的投资手段将受限于普通股，境外私募基金通常可考虑的投资手段(包括可转换优先股、可转换债券等)尚无法在中国境内推行。相应的，投资者需要寻找适合中国法律环境的风险控制模式以控制其投资风险。

本文将通过分析境外私募基金通常采纳的一种风险控制手段，即选择性投资条款(Select Investment Terms)，以探讨其是否适合中国法律体系下的私募基金投资。选择性投资条款的实质为价格重设机制，指被投资公司如低于投资人入股价格新发行证券，造成投资人账面损失，被投资公司或其原有股东需补偿投资人的投资浮亏损失，亦可选择以股份形式补偿。因优先股或可转换债券可通过调整转换价格达到上述目的，选择性投资条款通常适用于普通股投资。选择性投资条款的近期案例之一为淡马锡投资美林证券，淡马锡2007年以48美元/股的价格购买美林普通股后，美林2008年以每股27.52美元发行普通股，基于选择性投资条款，淡马锡可获得25亿美元的现金或股份补偿，其最终以9亿美元认购美林价值34亿美元的股份。

选择性投资条款在中国境内的适用性需考虑以下要素：

➤ 投资主体

If you would like an English version of this publication, please contact:

Lily Han: (86 21) 3135 8709
Publication@llinkslaw.com

如您需要了解我们的出版物，请与下列人员联系：

韩东红: (86 21) 3135 8709
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

选择性投资条款的中国本土化实施

外资股权投资基金如为外商投资合伙企业，现行法律法规尚未明确是否以类似于规范股权投资公司的方式对其进行规范，如所投资企业被认定为外商投资企业，其投资将适用外资并购相关法律法规并涉及资产评估和商务部门的审批。实务中商务部门通常不认可选择性投资条款等价格重设机制，而视其为独立交易，需要另行审批；另外，如选择性投资条款涉及低价转股，审批难度将增加。

➤ 投资对象

被投资公司的性质对选择性投资条款的操作亦具有重要影响，如被投资企业为国有企业或集体企业，其增资可能涉及国有资产/集体资产的评估和国有资产/集体资产管理部门的审批。如选择性投资条款涉及低价转股，审批难度将增加。

➤ 投资手段

选择性投资条款如用于由投资人购买被投资公司新发行的普通股，则上述操作在中国现行法律规定下存有一定的可执行性，当然，本文提及的其他问题仍需予以关注。

➤ 可适用性

选择性投资条款适用于被投资公司低价新发行证券。相对于否决权，选择性投资条款允许被投资公司在付出特定对价后稀释现有股东的权益，对被投资公司的限制相对宽松。但是，如补偿机制被认定为固定回报或保底条款，该等条款在中国法律体系下将可能被认定为变相融资条款而不具有可执行性。

综上所述，虽然选择性投资条款在中国境内实施具有一定的法律基础，但因选择性投资条款的实施涉及较多限制，其适用需视投资主体、投资对象、投资手段等因素确定，并非放之四海皆准的保护性条款；此外，如被投资企业因经营状况不佳而需进一步融资，且该等融资受限于选择性投资条款，境内企业进一步融资的能力将受到限制，并可能导致融资目的落空。

选择性投资条款的中国本土化实施

如需进一步信息, 请联系:

上海	北京
俞卫锋 电话: (86 21) 3135 8686 David.Yu@llinkslaw.com	陈巍 电话: (86 10) 6655 5050 - 1022 Way.Chen@llinkslaw.com
张明 电话: (86 21) 3135 8777 Ming.Zhang@llinkslaw.com	夏旭 电话: (86 10) 6655 5050 - 1028 Robert.Xia@llinkslaw.com
陆易 电话: (86 21) 3135 8667 Clare.Lu@llinkslaw.com	

本篇文章发表于《中国法律透视》2010年5月刊。