

## PE投资人三大“带刺”盾牌

了解 PE 投资人对自身权益的保护套路，受资者才能守住底线，取得有利的博弈结果

文 / 马云 李亮

马云，重庆索通律师事务所管委会副主任兼公司业务部主任，执业领域包括资产重组、国有产权交易及证券发行与交易、信托等非诉讼法律事务及金融证券类诉讼业务，在企业经营管理及公司非诉事务处理方面具有丰富经验

李亮，重庆索通律师事务所实习律师，执业领域包括重组并购、银行信托等方面

中国 PE 的春天似已萌动。外资 PE 投资人、政府主导型产业投资基金、本土民间 PE 在当下中国的私募股权投资领域俨成三分天下之端倪。

躁动的春天里，国内的创业者、中小企业、甚至是某些行业的上市公司，分外“热情地”迎接各类 PE 投资人进入公司或者未来公司的股权结构。

迎来亟需的资金固然值得庆贺，但中国的创业者、受资公司们需要有临门一脚前的警醒：对于国际 PE 在股东协议或者股权认购合同中 PE 投资人权利保护措施，您了解吗？

如何应对 PE 投资人卓越的商务调查能力、高超的谈判技巧及其资深的外部 PE 律师团队；如何在动辄数月/年的投资谈判及法律文件的修改过程中占据主动；如何运用外部律师资源处理纷繁复杂的法律问题并应对 PE 投资人的权利保护措施，将是影响其创业成败乃至公司长远发展的重要课题。

### “带刺”的盾牌

PE 投资人权利保护措施，又称为投资人权利保护条款或者优先权保护条款，是指在私募股权投资交易中，PE 投资人为了充分保持或者维护在交易定价、股权流动性、目标公司影响与控制、未来退出战略等方面的有利地位，在拟签署的股东协议或者股权认购合同等私募交易核心法律文件中提出的保护性交易条件。

按照国际通行的私募股权投资实践，PE 投资人权利保护措施通常包括股份的注册登记权、股份的附属登记权、要求登记权、优先购买权、共同出售权、转股权、股份回购权、反稀释权、小股东表决权等权利条款。

同时，在具体的私募股权投资交易中，由于通常在资本规模、投资风格、投资目标、擅长领域及风险偏好等方面存在较大差异，不同的 PE 投资人往往根据具体情况设定具有差异性的权利保护措施，但其最终目的却是统一的，即在与创业者或者目标公司的 PE 交易谈判及未来目标公司控制方面掌控主动权。

这些权利保护措施，对于 PE 投资人日后的权益保护而言，更似一张带刺的盾牌。

### 详解三大盾牌

PE 投资人具有不同的风险偏好特征，并直接体现在其考察和选择目标公司过程中。按照不同的风险偏好，且目标公司具有不同的发展成熟度以及不同的股权结构特征，因此私募股权交易通常分为创业型、成长型、上市型 3 种类型，PE 投资人在不同类型的交易中所设定的权利保护措施也呈现相应的差异。

## 创业型私募股权交易下的投资人权利保护措施

创业型私募股权交易，通常投资于属于新兴领域且具有极大发展潜力的创业型企业，或者与携带新兴技术并且具有战略发展眼光和可行性发展方案的创业者共同组建新公司的私募交易类型。这种交易通常具有极大的投资风险，PE投资人往往通过设计低成本融资组合等各种制度性安排来降低投资的资金及财务风险。

在投资人权利保护措施方面，PE投资人通常要求将其在目标公司中的股权设定为可转换优先股，可以优先于目标公司其他股份获得或者收回本金和利息。此外，在公司董事会席位、选举及重大事项表决方面，PE投资人也会提出足以对公司的战略发展和经营管理形成强势控制力的权利要求。

反稀释权是在创业型私募股权交易中较为常见的PE投资人权利保护措施，是指在目标公司进行后续项目融资或者定向增发过程中，PE投资人为避免自己的股权份额被过分稀释，从而要求制止或者限制上述公司行为，以确保对公司的实际控制与影响的权利。

在私募交易的法律实践中，反稀释权对保障PE投资人的股权利益及后续战略退出至关重要，因此，其往往成为双方在谈判及签订股东协议或者股权认购合同等项目法律文件过程中争执的焦点。

## 成长型私募股权交易下的投资人权利保护措施

成长型私募股权交易，即投资于已经成立，在行业中颇具成长规模并取得一定业绩的企业（通常这些企业已经能够产生稳定现金流）的私募股权交易。由于这些成长中的企业亟需资金来扩大生产规模进而提升企业核心竞争力，在传统融资渠道用尽或者融资成本较高的情况下，往往会主动寻求PE投资人以解燃眉之急。

区别于创业型交易，PE投资人在选择考虑是否投资目标企业时，往往要面对更为复杂和棘手的局面。由于目标公司往往具有较为强势的创业者股东以及相对稳定的经营管理层，在这种情况下，作为未来的小股东，PE投资人通常会谋求更多更细也更复杂的小股东权利保护措施。

在投资人权利保护措施方面，PE投资人通常会要求设定下述条款：

**A、共同出售权**，又称依托权，即在法律文件中约定，在目标公司原始大股东出售其所持有的全部或者部分公司股权时，PE投资人有权以同样的价位、条件和比例出售其所持有的目标公司股权。共同出售权不仅可以限制大股东的退出方式，也有助于PE投资人维持与大股东相同的股权变现能力。

**B、反稀释权**，与创业型私募交易相仿，在成长型交易的股权合同中，通常PE投资人也会要求获得在目标公司进行后续项目融资，或者定向增发过程中限制上述行为的权利。但不同的是，由于成长型企业通常预期上市时间较早，因此PE投资人要在向社会公开发售目标公司股份时提出更加严格的反稀释要求。

**C、优先购买权**，这是与反稀释权相关的一种保护性措施，即在目标公司进行后续项目融资或者定向增发时PE投资人具有优先认购的权利。

**D、附属登记权**，即指有附属登记权的PE投资人可以要求在公司公开发行股份时将其持有的相应比例股份进行注册登记的權利，从而增强PE投资人股权的变现能力。

**E、引入权**，即为保障目标公司的经营管理层的绩效水平，PE投资人在谈判时往往要求目标公司引入其推荐的更具丰富经验的职业经理人。并且在目标公司后续发展过程中，PE投

资人通常会要求目标公司制定限制性股票、股票期权等股权激励措施，从而保证目标公司、PE投资人及职业经理人实现利益相关性。

**F、否决权**，这往往需要针对特定情况具体设计。由于在法律文件中设定PE投资人的权利保护措施极为繁复，获得至为周延的效果是比较困难的。因此，PE投资人往往针对关联交易、更换高管或者负债行为等具体重大事项保留否决权，从而确保自身的股东权利。

### 上市型私募股权投资下的投资人权利保护措施

尽管投资于上市公司的股票不属于传统意义上的私募股权投资行为，但是，由于该种投资日益成为吸引PE投资人的重要领域，其中的运作方式及在股权合同中设定的权利保护措施值得深入讨论。

PE投资人之所以选择上市公司进行私募交易（英文简称PIPE），往往是看中了上市公司在证券发行速度和便捷性方面的优势。在PIPE交易中，PE投资人购买的目标上市公司的股票通常未经登记，因此PE投资人一般会要求目标公司在股权交易的特定时段内将目标股票予以登记注册，同时，在交易定价方面，PE投资人的定价地位通常比较主动。

工欲善其事，必先利其器。只有对国际PE私募股权投资机构惯常采用的保护性权利措施及相关问题有所了解与识别，并在此基础上采取一些更具针对性和防卫性的谈判策略与技巧，创业者、受资公司才能在PE私募交易中获得更有利的博弈结果。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。