

SIMU GUQUAN JIJIN FALÜ FENGXIAN
JIEXI YU FANGKONG

私募股权基金 法律风险解析与防控

王斌 著

深度剖析 相关法律法规与规则制度
全程指引 法律风险管理与防控
助力实现 投资目标与价值



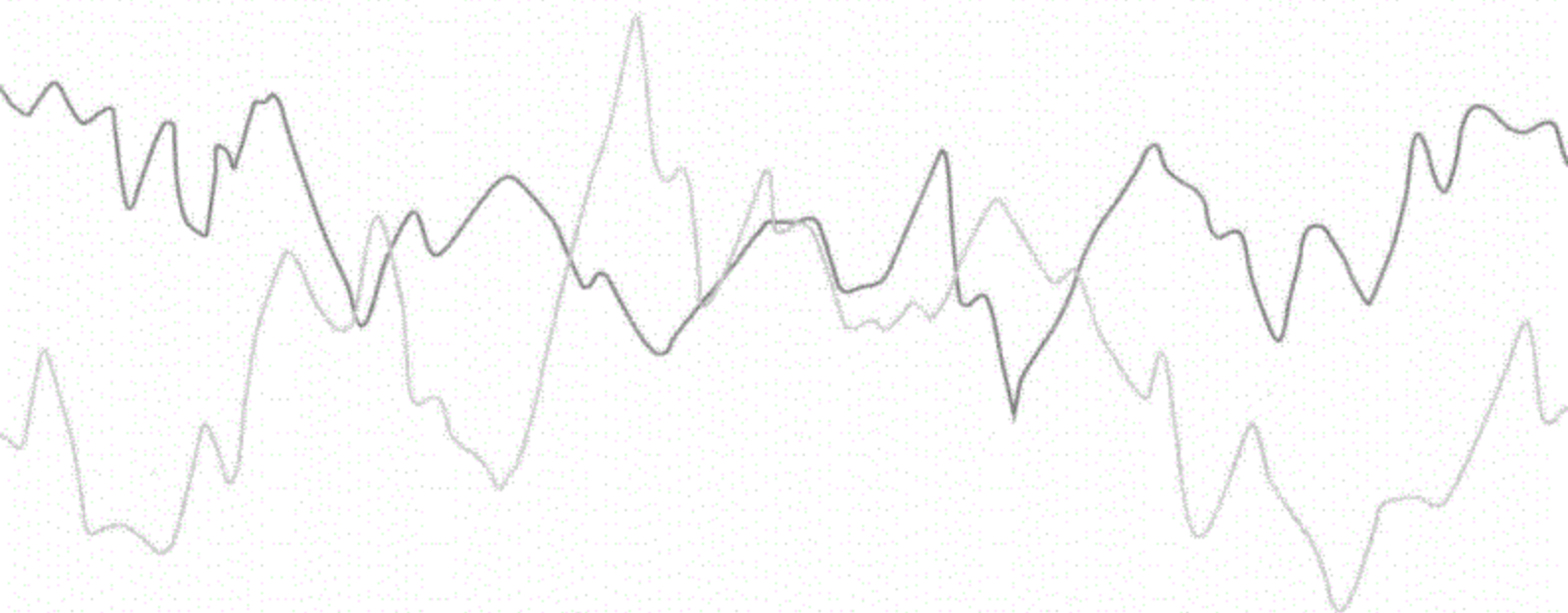
知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

SIMU GUQUAN JIJIN FALÜ FENGXIAN
JIEXI YU FANGKONG

私募股权基金 法律风险解析与防控

王斌 著



知识产权出版社
全国百佳图书出版单位

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权基金法律风险解析与防控 / 王斌著. —北京: 知识产权出版社, 2018. 1

ISBN 978 - 7 - 5130 - 5177 - 4

I. ①私… II. ①王… III. ①证券投资基金法—研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 237325 号

责任编辑: 唱学静

责任校对: 王 岩

封面设计: 张 悦

责任出版: 刘译文

私募股权基金法律风险解析与防控

王 斌 著

出版发行: 知识产权出版社 有限责任公司

网 址: <http://www.ipph.cn>

社 址: 北京市海淀区气象路 50 号院

邮 编: 100081

责编电话: 010 - 82000860 转 8112

责编邮箱: ruixue604@163.com

发行电话: 010 - 82000860 转 8101/8102

发行传真: 010 - 82000893/82005070/82000270

印 刷: 北京嘉恒彩色印刷有限责任公司

经 销: 各大网上书店、新华书店及相关专业书店

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 24.75

版 次: 2018 年 1 月第 1 版

印 次: 2018 年 1 月第 1 次印刷

字 数: 400 千字

定 价: 68.00 元

ISBN 978 - 7 - 5130 - 5177 - 4

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。

序言

PREFACE

私募股权投资，有时被称为创业投资，有时被称为风险投资，还有时被称为产业投资。由于此类投资方式在国际上也未能形成统一的概念，所以引入我国之后，在不同时期的政府有关部门发布的规范性文件中，对它的称谓也有所不同。目前对于私募股权投资，通常的说法是指基金管理人通过非公开方式向特定基金投资者募集资金，然后将所募集的资金按照募集承诺和基金合同的约定投资于非上市公司股权，以获取股权溢价为主要目的，通过股权转让、公司上市、并购等方式退出以获取回报。基金投资者按照投资份额和投资合同的约定分享收益并承担风险。与私募证券投资相比，私募股权投资更侧重于“私人”性，投资本身通常是不透明的、缺乏流动性的；私募股权投资主要是针对一级市场非上市公司的投资，私募证券投资主要针对二级市场投资和一级半市场的定向增发进行投资（见下表）。

私募股权投资基金与私募证券投资基金的主要区别

基金类别	投资对象	投资渠道	投资退出	优势	风险因素
私募证券投资基金	股票、债券、货币、金融衍生工具等	二级市场	二级市场转让	流动性较好，投资信息全面	除了企业自身经营因素外，受证券市场多种因素影响
私募股权投资基金	非上市公司股权	一级市场	股权出让、并购、上市或新三板挂牌等	被投资企业参与度更强	企业自身风险为主要因素



私募股权投资管理人在进行投资决策时，对信息的掌握和分析并不像证券投资那样全面和透彻，有时在管理人仅仅掌握目标公司的一般性信息的情况下，就有可能完成一轮投资。这首先是由非上市公司与上市公司的信息公开程度不同所决定的；其次是由基金管理人对未来更长的预期和资源整合能力所决定的。如果说私募证券投资更依赖于对企业未来的分析，那么私募股权投资则更依赖于管理人对目标公司的未来整合和引导。

从投资方向上来讲，有的私募股权投资更侧重于高科技领域，有的更侧重于房地产领域，有的更侧重于能源领域，有的更侧重于医疗领域等；除了投资领域的不同，有的私募股权投资会更侧重于企业的创业阶段，有的侧重于成长阶段，有的侧重于上市的前期阶段，还有的侧重于困境企业的重组和并购等；从投资资金的使用来讲，有的私募股权投资更依赖于自有资金，有的则使用杠杆资金。虽然投资实践当中基金管理人都具有自己独特的投资风格和投资方式，但他们也同样具有一些共性，比如都具有更强的冒险精神和对突发事务的应变能力，这是从事私募投资的前提性优势。然而，他们所存在的另一个共性则是缺乏对风险的科学管理，笔者认为之所以存在这些缺陷，主要是因为我国私募投资事业依然是一个相对年轻的事业，没有太多的经验可以借鉴，是“摸着石头过河”。所以笔者觉得有必要整理出私募股权投资的一些法规、规则、制度和案例，以帮助私募股权投资管理人和从业人员更好地管理法律风险，从而帮助每一笔投资实现其投资目标，实现投资价值。

王 斌

2017年7月7日



目录
CONTENTS

第一章 私募股权投资风险的基本概念

第一节 私募股权投资概述	▶ 1
一、私募股权投资的起源	▶ 1
二、私募股权投资基金在我国的发展	▶ 2
第二节 风险概述	▶ 3
一、市场风险	▶ 5
二、信用风险	▶ 6
三、流动性风险	▶ 6
四、操作风险	▶ 7
五、合规风险	▶ 10
六、声誉风险	▶ 12
七、子公司管控风险	▶ 12
八、《有效银行监管的核心原则》的风险分类	▶ 13
第三节 风险管理	▶ 14
一、风险识别	▶ 15
二、风险分析	▶ 16
三、风险评估	▶ 16
四、风险控制	▶ 18
第四节 法律风险	▶ 20



第二章 我国私募股权投资的法律体系

第一节 法律	▶ 26
一、《证券投资基金法》及内容摘要	▶ 26
二、《中华人民共和国合伙企业法》及内容摘要	▶ 28
三、《中华人民共和国公司法》及内容摘要	▶ 30
四、《中华人民共和国合同法》及内容摘要	▶ 32
五、《中华人民共和国信托法》与契约型基金	▶ 34
六、《中华人民共和国刑法》及内容摘要	▶ 35
七、其他	▶ 41
第二节 规章	▶ 41
一、《私募投资基金监督管理暂行办法》及内容摘要	▶ 41
二、《证券期货投资者适当性管理办法》及内容摘要	▶ 44
第三节 自律性规则	▶ 45
一、自律性规则一览	▶ 46
二、《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》 及内容摘要	▶ 47
三、《私募投资基金信息披露管理办法》及内容摘要	▶ 48
四、《私募投资基金募集行为管理办法》及内容摘要	▶ 48
五、《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》 及内容摘要	▶ 49
六、13个解答及内容摘要	▶ 51
七、《私募投资基金投资者风险问卷调查内容与格式指引（个人版）》 及内容摘要	▶ 52
八、《私募投资基金风险揭示书内容与格式指引》及内容摘要	▶ 52
九、《私募基金管理人登记法律意见书指引》及内容摘要	▶ 53
十、《基金管理公司风险管理指引（试行）》及内容摘要	▶ 56
十一、《私募投资基金管理人内部控制指引》及内容摘要	▶ 57
十二、《契约型私募基金合同内容与格式指引》及内容摘要	▶ 58



- 十三、《公司章程必备条款指引》及内容摘要 ▶ 59
- 十四、《合伙协议必备条款指引》及内容摘要 ▶ 60
- 十五、《基金业务外包服务指引（试行）》及内容摘要 ▶ 61
- 十六、与私募股权投资有关的其他法律法规及摘要 ▶ 62

第三章 基金募集法律风险解析

- 第一节 合格投资者管理风险 ▶ 65
 - 一、未进行募集对象特定化推介的风险解析 ▶ 65
 - 二、投资者不合格的风险解析 ▶ 66
 - 三、普通投资者与专业投资者的划分解析 ▶ 70
 - 四、投资者适当性变化管理的风险解析 ▶ 71
 - 五、投资者适当性档案保管的风险解析 ▶ 73
 - 六、投资者知情权保护的风险解析 ▶ 73
 - 七、投资者人数不符合规定的风险解析 ▶ 74
 - 八、投资者投资额度风险解析 ▶ 74
 - 九、投资者利用资金集合进行投资的风险解析 ▶ 75
 - 十、募集机构未履行风险评级的风险解析 ▶ 76
 - 十一、产品与风险不匹配的风险解析 ▶ 76
 - 十二、合格投资者实质确认的风险解析 ▶ 78
- 第二节 基金推介风险 ▶ 79
 - 一、基金产品推介渠道的风险解析 ▶ 79
 - 二、私募基金推介材料内容的风险解析 ▶ 80
 - 三、承诺回报的风险解析 ▶ 87
 - 四、确定性误导的风险解析 ▶ 87
 - 五、风险揭示书的风险解析 ▶ 88
 - 六、互联网推介的风险解析 ▶ 92
- 第三节 基金合同特别风险 ▶ 93
 - 一、制式基金合同的风险解析 ▶ 93
 - 二、投资冷静期的风险解析 ▶ 93



三、未回访、不当回访确认的风险解析	▶ 94
第四节 其他募集风险	▶ 97
一、首次基金募集时间的风险解析	▶ 97
二、募集失败的风险解析	▶ 97
三、委托募集的风险解析	▶ 98
四、基金托管的风险解析	▶ 99
五、不进行基金托管的风险解析	▶ 99
六、募集资金的安全性风险解析	▶ 99
七、募集结算资金专用账户监督协议未签署的风险解析	▶ 101
八、募集机构不具备募集资格的风险解析	▶ 101
九、泄露投资者商业秘密及个人信息的风险解析	▶ 101
十、募集监管处罚措施的主要形式	▶ 102
十一、非法集资犯罪的风险解析	▶ 103
第四章 基金合同条款法律风险解析	
第一节 基金合同条款解析	▶ 107
一、基金合同当事人信息不健全的风险解析	▶ 107
二、合同目的条款的风险解析	▶ 108
三、释义条款的重要性风险解析	▶ 108
四、基金运作方式条款的风险解析	▶ 109
五、基金存续期限条款的风险解析	▶ 109
六、聘请服务机构条款的风险解析	▶ 110
七、基金认购条款的风险解析	▶ 111
八、申购和赎回条款的风险解析	▶ 111
九、基金份额转让条款的风险解析	▶ 112
十、多基金管理人条款的风险解析	▶ 112
十一、基金份额持有人大会条款解析	▶ 113
十二、投资目标、投资范围条款的风险解析	▶ 114
十三、业绩比较基准条款的风险解析	▶ 114



十四、基金交易条款的风险解析	▶ 115
第二节 基金合同范本	▶ 116
一、契约型基金合同——基金合同（指引）	▶ 116
二、公司型基金合同——公司章程	▶ 148
三、范本：合伙型基金合同——合伙协议	▶ 169
第五章 信息披露风险解析	
第一节 信息披露义务	▶ 189
一、信息披露义务人	▶ 189
二、信息披露渠道和形式	▶ 190
三、信息披露的内容	▶ 190
四、披露信息的复核	▶ 191
五、基金运营各阶段的披露义务及时间	▶ 192
六、信息披露的相关文件资料保管	▶ 193
七、信息披露与保密	▶ 193
第二节 不当信息披露的法律后果与责任	▶ 193
一、违背信息披露要求的法律后果	▶ 193
二、信息披露过错与民事赔偿责任承担	▶ 194
第六章 基金管理人内部管理	
第一节 基金从业人员管理	▶ 196
一、从业资格管理	▶ 196
二、高级管理人员从业资格	▶ 196
三、投资管理人员	▶ 197
四、募集业务人员	▶ 198
第二节 基金备案管理	▶ 198
一、备案时间	▶ 198
二、备案信息	▶ 198
三、备案登记与公示	▶ 199



四、已登记的私募基金管理人首次申请备案私募基金的流程	▶ 199
五、私募基金募集规模证明、实缴出资证明的备案要求	▶ 199
六、无托管的私募基金的备案要求	▶ 199
七、合伙企业、契约形式投资者的穿透审查	▶ 199
八、基金管理机构员工跟投	▶ 200
第三节 基金财产管理	▶ 200
一、募集结算专用账户	▶ 200
二、财产托管	▶ 200
三、基金专业化管理	▶ 201
四、禁止侵害基金财产和利益	▶ 201
五、基金财产的监督	▶ 201
六、基金财产独立	▶ 202
七、禁止不公平地对待其管理的不同基金财产	▶ 202
八、禁止利用基金财产或职务之便牟取利益	▶ 203
第四节 基金信息报送与更新	▶ 203
一、季度更新事项	▶ 203
二、年度更新事项	▶ 204
三、重大事项变更的报送与更新	▶ 204
四、未即时报送、更新的法律风险	▶ 204
第五节 内部控制管理	▶ 205
一、内部控制管理目标	▶ 206
二、内部控制原则	▶ 206
三、内部环境管理	▶ 206
四、内部控制制度	▶ 207
第六节 内部控制不健全的法律风险	▶ 210
一、监管风险	▶ 210
二、责任风险	▶ 210



第七章 基金管理人与服务机构

第一节 基金管理人	▶ 211
一、基金管理人登记的条件	▶ 212
二、基金管理人登记申请材料与程序	▶ 213
三、私募基金管理人登记对公司资本的要求	▶ 213
四、私募基金管理人登记时机构需要的基本制度	▶ 214
五、注册地和实际经营场所不一致	▶ 214
第二节 受托基金销售机构	▶ 215
一、基金销售机构的综合性条件	▶ 215
二、商业银行应具备的特别条件	▶ 216
三、证券公司应具备的特别条件	▶ 216
四、期货公司应具备的特别条件	▶ 217
五、保险公司应具备的特别条件	▶ 217
六、保险经纪公司和保险代理公司应具备的特别条件	▶ 218
七、证券投资咨询机构应具备的特别条件	▶ 219
八、独立基金销售机构应具备的特别条件	▶ 219
第三节 基金监督机构	▶ 221
一、基金监督机构的条件	▶ 221
二、基金监督机构可否与募集机构为同一机构	▶ 221
三、监督机构的连带责任	▶ 221
第四节 基金托管机构	▶ 222
一、托管人混业禁止	▶ 222
二、基金托管人条件	▶ 222
三、基金托管人职责	▶ 223
四、基金托管人权利义务	▶ 223
五、基金托管人职责终止	▶ 223
六、基金托管人法律风险	▶ 224
第五节 基金服务机构	▶ 224



一、基金服务机构的条件	▶ 225
二、申请登记材料	▶ 226
三、禁止服务转包	▶ 226
四、责任分担	▶ 226
五、定期报告	▶ 227
六、重大事项变更	▶ 227
七、档案管理	▶ 227

第八章 基金股权投资方式

第一节 基金投资的进门形态	▶ 228
一、普通股权受让	▶ 228
二、增资扩股	▶ 229
三、杠杆资金投入	▶ 231
四、承债式投资	▶ 233
五、战略性投资	▶ 237
第二节 基金投资形式的延伸	▶ 238
一、股权置换	▶ 238
二、管理层收购	▶ 239
三、政府和社会资本合作	▶ 240

第九章 尽职调查

第一节 尽职调查的原则	▶ 246
第二节 尽职调查的方式	▶ 246
第三节 尽职调查的内容和目的	▶ 247
第四节 尽职调查前的准备	▶ 248
第五节 尽职调查的开展	▶ 249
一、目标公司基本情况调查	▶ 249
二、目标公司财务状况调查	▶ 252
三、目标公司资产权属状态调查	▶ 252



四、目标公司劳动管理调查	▶ 255
五、目标公司业务状况调查	▶ 256
六、目标公司重大合同调查	▶ 258
七、目标公司环保方面调查	▶ 260
八、目标公司的特许经营协议或委托经营协议	▶ 260
九、目标公司在建设工程调查	▶ 261
十、目标公司外汇管理调查	▶ 261
十一、目标公司海关审批调查	▶ 261
十二、目标公司无形资产调查	▶ 262
十三、法律责任风险调查	▶ 262
第六节 独立性调查的网络平台	▶ 263
第七节 尽职调查报告	▶ 266
第十章 基金投资与风险	
第一节 投资的法律问题与风险	▶ 267
一、投资协议不能缔结的风险	▶ 267
二、股权代持人与实际股东之间的关系	▶ 267
三、“娃娃股东”的民事行为能力	▶ 268
四、投资合同的成立和生效风险	▶ 269
五、泄露商业秘密的风险	▶ 270
六、投资合同无效、撤销的风险	▶ 270
七、投资合同履行的抗辩权	▶ 271
八、投资协议的解除	▶ 272
九、投资协议的违约责任	▶ 273
十、目标公司的经营范围	▶ 274
十一、公司负债和对外担保	▶ 288
十二、股东权利滥用	▶ 288
十三、关联交易	▶ 289
十四、股东会与股东大会比较	▶ 290



十五、公司董事会	▶ 294
十六、股东会、董事会、经理权力划分	▶ 297
十七、股东会、董事会决议无效	▶ 298
十八、股东会、董事会决议可撤销	▶ 299
十九、股东会、董事会未形成有效决议	▶ 299
二十、董事、监事、高级管理人员资格禁止	▶ 301
二十一、股东知情权	▶ 302
二十二、股权转让	▶ 303
二十三、公司控制权	▶ 304
二十四、一票否决权	▶ 306
二十五、公司货币出资比例与财产形式	▶ 307
二十六、协助抽逃出资的连带责任	▶ 308
二十七、股权受让人对出让入不实出资的连带责任	▶ 309
二十八、股权转让后未办理变更登记原股东再转让股权	▶ 311
二十九、股权投资与担保	▶ 312
三十、投资履约担保注意担保人范围	▶ 312
三十一、担保条款的关键性内容	▶ 313
第二节 股权投资的特别事项	▶ 313
一、投资标的界定	▶ 313
二、交易股权的界定	▶ 316
三、投资估值和价款的支付	▶ 317
四、估值的调整——对赌	▶ 317
五、投资的先决性条件	▶ 326
六、承诺与保证	▶ 326
七、目标公司治理	▶ 327
八、股权反稀释	▶ 327
九、出售权	▶ 328
十、清算优先权	▶ 329



第十一章 投资的退出

第一节 境内 IPO	▶ 330
一、目前我国多层次资本市场的结构	▶ 330
二、境内 IPO 的基本条件	▶ 331
三、境内 IPO 退出的优势	▶ 332
四、境内 IPO 退出的劣势	▶ 333
五、上市受限制的行业	▶ 333
六、上市大致需要承担的费用	▶ 337
七、上市过程中和目标公司合作的机构	▶ 338
八、IPO 与重组上市区别	▶ 339
九、上市前股权激励	▶ 340
十、外商投资企业改制上市需注意的问题	▶ 341
十一、改制过程中资产业务重组应注意的问题	▶ 342
十二、上市前引进私募投资人注意事项	▶ 343
十三、股改时公司净资产折股的纳税处理	▶ 343
十四、发行审核中监管部门主要关注的问题	▶ 344
十五、发行审核重点关注财务信息披露质量	▶ 344
十六、避免同业竞争	▶ 346
十七、关联交易	▶ 346
十八、重大违法行为	▶ 347
十九、企业上市流程	▶ 348
二十、IPO 的风险	▶ 348
第二节 境外 IPO	▶ 350
一、境外上市应综合考虑的因素	▶ 350
二、境外 IPO 主要市场介绍（美国、新加坡、中国香港）	▶ 352
第三节 新三板挂牌	▶ 355
一、新三板挂牌条件	▶ 355
二、新三板挂牌的优势	▶ 357



三、新三板挂牌的劣势	▶ 358
四、适合在新三板挂牌的企业	▶ 359
五、投资人通过新三板退出的方式	▶ 360
六、新三板挂牌企业 IPO 的主要流程和注意事项	▶ 361
第四节 并购退出	▶ 362
一、并购	▶ 363
二、并购退出方式的选择	▶ 365
三、当前私募股权投资并购退出的困难与策略建议	▶ 367
四、并购退出的程序	▶ 368
第五节 原股东或管理层回购	▶ 372
第六节 清算退出	▶ 374
一、公司解散的事由	▶ 375
二、清算组组成	▶ 376
三、清算组的职权	▶ 376
四、清算组成员的责任	▶ 376
五、通知、公告债权人	▶ 377
六、债权申报	▶ 377
七、清算方案确认与执行	▶ 377
八、清偿顺序	▶ 378
九、清算期间的公司地位	▶ 378
十、公司注销	▶ 378
十一、清偿不足转入破产程序	▶ 378
十二、清算期间	▶ 378

风险就是不确定性对未来目标的影响。

第一章 私募股权投资风险的基本概念

第一节 私募股权投资概述

一、私募股权投资的起源

和很多金融产品一样，私募股权投资起源于美国。在 19 世纪末有不少富有的“私人银行家”通过律师、会计师的介绍和安排，将资金投资于风险较大的石油、钢铁、铁路等当时的“新兴产业”。这类投资完全由投资者个人进行决策，没有专门的机构进行组织，这就是私募股权投资的雏形阶段。直至第二次世界大战结束以前，类似的股权投资都是零星分散的，没有形成一个行业。第二次世界大战以后，私募股权投资在美国快速兴起，1946 年美国研究与发展公司（ARD）成立，其被公认为世界第一家以公司形式运作的私募股权创业投资基金。1953 年美国小企业管理局（SBA）成立，该机构直接向美国国会报告，专司促进小企业发展；1958 年美国小企业管理局设立“小企业投资公司计划”（SBIC），以低息贷款和融资担保的形式鼓励成立小企业投资公司，通过小企业投资公司增加对小企业的股权投资，从此美国创业投资市场迅速发展。

1973 年美国创业投资协会（NVCA）成立，标志着创业投资在美国成为专门行业。这时股权投资基金仍以“创业投资”为根本，股权投资基金实质上是“创业投资基金”。1976 年华尔街著名投资银行贝尔斯登的三名投资银行家杰罗姆·科尔伯格（Jerome Kohlberg）、亨利·克拉维斯（Henry Kravis）和乔治·罗伯茨（George Roberts）合伙成立了一家投资公司 KKR，成立一支与众不同的股权投资基金，专门从事并购业务，这是最早的私募股权投资公司。迄今，全球已



有数万家私募股权投资公司。特别是 20 世纪 80 年代美国的第四次并购浪潮中催生出来的黑石集团（1985 年）、凯雷投资集团（1987 年）和德太投资（1992 年），以企业并购为主要运作方式的投资基金成为股权投资基金的最核心力量。

二、私募股权投资基金在我国的发展

新中国最早的私募股权出现在 1985 年左右，当时政府为了促进科技成果的生产力转化，专门设立了“中国科招高技术有限公司”，成为中国最早的创业投资人。1995 年，我国互联网投资机会涌现，当年 9 月中国人民银行发布实施了《设立境外中国产业投资基金管理办法》，鼓励中国境内非银行金融机构、非金融机构及中资控股的境外机构在境外设立基金投资于中国境外产业项目。

随着中国 IT 业和互联网的快速发展，20 世纪 90 年代初期大批外资风险投资人进入中国投资。1992 年美国国际数据集团在我国成立了第一家外资风险投资公司“IDG 技术创业投资基金”，其领军人物熊晓鸽更是家喻户晓，成为我国私募股权投资领域的教父级人物。后来，如 KKR、黑石、高盛、凯雷、红杉资本、摩根士丹利、华平基金等纷纷进入中国。1998 年 3 月，全国“两会”上民建中央主席成思危提出的“关于尽快发展我国风险投资事业的提案”呼吁大力发展我国的风险投资事业，建立中国的创业板市场，该提案被列为当年全国“两会”的“一号提案”。2000 年以后我国本土股权投资人，如中科招商（2000 年）、复星资本（2001 年）、鼎晖投资（2002 年）、弘毅资本（2003 年）、硅谷天堂（2006 年）、九鼎投资（2007 年）等，也如雨后春笋般纷纷设立，形成了中外资本激烈竞争的新局面。

2005 年，国家发改委颁布实施了《创业投资企业暂行管理办法》，明确了私募股权投资行业的法律地位，标志着我国私募股权投资行业步入规范化发展阶段。2006 年《中华人民共和国合伙企业法》修订通过，使得国际私募股权投资普遍采用的有限合伙形式在我国得以实现，大力推动了我国私募股权投资行业的发展。2008 年年底，天津股权交易所成立；2009 年，深圳证券交易所推出创业板，私募股权投资退出渠道建立，标志着我国私募股权投资市场格局的逐渐完善。自此，我国私募股权基金进入一个全新高速发展的阶段。

我国最早的国内股权投资把主要方向集中在即将上市的公司之中，在很长一



段时间内这是股权投资的主流，股权投资人也获取了丰厚的利润回报。直到2011年下半年，全国通胀压力加剧及持续紧缩的货币政策使得资金募集出现困难，投资退出渠道受阻，私募股权投资基金行业进入调整期。自2012年11月3日，A股开始了长达14个月的IPO暂停，股权投资领域的上市退出渠道严重受阻，并购成为退出首要方式，股权投资行业洗牌，投资人开始重视专业化投资和投后管理工作，逐渐回归投资本质。

2013年年底，新三板扩大至全国，部分股权投资人将其作为重要项目源平台和退出通道。2014年1月，随着境内IPO重启，中国股权投资市场募资、投资、退出环节开始逐步复苏并呈现快速发展态势。中国私募股权投资市场进一步成熟。2014年8月21日，中国证监会颁布了《私募投资基金监督管理暂行办法》，该办法促进了各类私募投资基金健康规范发展，为建立健全促进各类私募基金发展的政策法律体系奠定了基础，股权投资行业监管体系逐步完善，市场步入健康、有序发展阶段。来自中国证券投资基金业协会的数据统计，截至2017年6月底，中国证券投资基金业协会已登记私募基金管理人19 708家，已备案私募基金56 576只，认缴规模13.59万亿元，实缴规模9.46万亿元，私募基金从业人员22.35万人。截至2017年6月底，按正在运行的私募基金产品实缴规模划分，管理规模在20亿~50亿元的私募基金管理人有510家，管理规模在50亿~100亿元的有196家，管理规模大于100亿元的有167家。

第二节 风险概述

风险就是不确定性对于未来目标的影响。从投资的角度来看，风险就是投资以后未来的不确定性对投资结果的影响。虽然风险是不确定的，然而它又是客观存在的，就像我们乘坐飞机有风险，可自己驾车也有风险一样，既然选择走在路上那就必须要承担风险，既然选择了投资或从事投资行业就要理性地面对风险。风险无处不在，只是大小不同、概率不同、表现形式不同而已。

从风险产生的来源来看，可以把风险分为系统性风险和非系统性风险。系统性风险就是那些宏观的、作为个体难以预料和控制的风险。它是由整个社会的经



济因素、政治因素、经济周期性波动、利率和汇率的变化、通货膨胀甚至自然灾害等造成的。投资的初期，投资者就要清醒地认识到系统性风险的存在，对风险采取适当的预防性措施。例如，在投资的时候采取一定的对冲策略，或者根据经济周期的情况控制投资的规模、严格控制投资的比例和分配、留存风险备案金等。非系统性风险又称作个别风险，相对于系统性风险是个别的、单一的，它通常由某一简单的因素所引起。例如，行业风险、管理风险、信用风险、法律风险、财务风险等。

从风险发生的后果来看，风险发生后产生的损失可分为直接损失和间接损失。如一家私募股权基金管理机构因违背合格投资者审查义务被基金监管机构处罚，若这个处罚为罚款那么管理机构由此遭受损失，这个处罚就是直接损失；而处罚严重程度达到“撤销基金管理备案”，那么就会导致基金管理机构要承担对投资者的违约责任、商业信誉评价降低等，这种因“传导”而产生的损失。就是间接损失，往往这种间接损失的严重程度更难估量。

案例：香港百富勤破产案

香港百富勤投资集团（以下简称百富勤）诞生于1988年9月，它是在香港1987年股灾之后的废墟上组建的，筹建人是当时同在花旗银行任职的梁伯韬、杜威廉。他们自立门户不到10年，已使百富勤从一间小公司发展成为拥有240亿港元总资产、126亿港元市值，包括融资、投资、证券、商品期货及外汇经纪与资产管理等多种业务的香港最大的证券集团，成为除日本以外亚洲市场实力最雄厚、影响力最大的投资银行，并跻身于《财富》杂志全球500强之列。梁、杜二人也随之成为香港股坛叱咤风云的人物。在许多人看来，百富勤的成功是一个真正的奇迹。

1997年7月，正当百富勤的发展如日中天之时，东南亚金融危机爆发了。由于百富勤大量投资于东南亚债券市场，所以这次危机直接给百富勤带来了巨大的冲击。东南亚国家货币的大幅度贬值，在亚洲债券市场的过度扩张，使百富勤陷入了财务困境。在一整套“拯救计划”相继流产后，百富勤无可奈何地进入法律程序，进行清盘。真可谓“成也萧何，败也萧何”。1997年的亚洲金融风暴使它成为最为壮烈的殉葬品。



1998年百富勤被清盘后，为了吸取教训，避免此类事件再次发生，当时的财政司司长曾荫权即委任独立审查员法兰特（Richard Farrant）对倒闭原因进行调查。经过两年的调查，法兰特认为，虽然亚洲金融风暴是公司清盘的直接原因，但是报告及会计程序、风险管理和内部审计上的基础系统缺陷也是导致其倒闭的主要原因。

报告认为百富勤的高层人员对监管不当、风险失控负有不可推卸的责任，正是由于管理层没有高度警惕性，没有妥善部署金融危机的防范措施，导致公司在金融风暴中失去抵抗力，最终踏上清盘的不归路。因此报告建议，基于公众利益的考虑，应取消前主席杜威廉、财务及信贷风险管理董事总经理黄永昌、库务和市场风险管理董事总经理伍健文和定息债券董事总经理李事镇这四名前董事出任公司董事的资格。根据香港《公司条例》，公司在清盘时，只要高级人员违反了其应履行的责任或犯了欺诈罪，破产管理人可以向法院申请取消该人员出任董事的资格，时间最长可达15年。

2014年6月26日，中国证券投资基金业协会为配合新修订的《中华人民共和国证券投资基金法》的实施，促进基金管理公司强化风险意识，增强风险防范能力，建立全面的风险管理体系，促进基金行业持续、健康、稳定发展，保护基金份额持有人利益，制定了《基金管理公司风险管理指引（试行）》，该指引将股权投资风险分为市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、合规风险、声誉风险和子公司管控风险等各类主要风险。

一、市场风险

市场风险是指因受各种因素影响而引起的证券及其衍生品市场价格不利波动，使投资组合资产、公司资产面临损失的风险。市场风险管理的控制目标是严格遵循谨慎、分散风险的原则，充分考虑客户财产的安全性和流动性，实行专业化管理和控制，防范、化解市场风险。

市场风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 密切关注宏观经济指标和趋势、重大经济政策动向、重大市场行动，评估宏观因素变化可能给投资带来的系统性风险，定期监测投资组合的风险控制指标，提出投资调整应对策略。



(2) 密切关注行业的周期性、市场竞争、价格、政策环境和个股的基本面变化，构造股票投资组合，分散非系统性风险。公司应特别加强禁止投资证券的管理，对于市场风险较大的股票建立内部监督、快速评估机制和定期跟踪机制。

(3) 关注投资组合的收益质量风险，可以采用夏普（Sharpe）比率、特雷诺（Treyner）比率和詹森（Jensen）比率等指标衡量。

(4) 加强对场外交易（包括价格、对手、品种、交易量、其他交易条件）的监控，确保所有交易在公司的管理范围之内。

(5) 加强对重大投资的监测，对基金重仓股、单日个股交易量占该股票持仓显著比例、个股交易量占该股流通值显著比例等进行跟踪分析。

(6) 可运用定量风险模型和优化技术，分析各投资组合市场风险的来源。可利用敏感性分析，找出影响投资组合收益的关键因素。可运用情景分析和压力测试技术，评估投资组合对于大幅和极端市场波动的承受能力。

二、信用风险

信用风险是指债券发行人出现拒绝支付利息或到期时拒绝支付本息的违约风险，或由于债券发行人信用质量降低导致债券价格下跌的风险，以及因交易对手违约而产生的交割风险。信用风险管理的控制目标是对交易对手、投资品种的信用风险进行有效的评估和防范，在将信用风险控制于可接受范围内的前提下，获得最高的风险调整收益。

信用风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 建立针对债券发行人的内部信用评级制度，结合外部信用评级，进行发行人信用风险管理。

(2) 建立交易对手信用评级制度，根据交易对手的资质、交易记录、信用记录和交收违约记录等因素对交易对手进行信用评级，并定期更新。

(3) 建立严格的信用风险监控体系，对信用风险及时发现、汇报和处理。公司可对其管理的所有投资组合与同一交易对手的交易集中度进行限制和监控。

三、流动性风险

流动性风险是指因市场交易量不足，导致不能以合理价格及时进行证券交易



的风险，或投资组合无法应付客户赎回要求所引起的违约风险。流动性风险管理的控制目标是通过建立适时、合理、有效的风险管理机制，将流动性风险控制在可承受的范围之内。

流动性风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 制定流动性风险管理制度，平衡资产的流动性与盈利性，以适应投资组合日常运作需要。

(2) 及时对投资组合资产进行流动性分析和跟踪，包括计算各类证券的历史平均交易量、换手率和相应的变现周期，关注投资组合内的资产流动性结构、投资组合持有人结构和投资组合品种类型等因素的流动性匹配情况。

(3) 建立流动性预警机制。当流动性风险指标达到或超出预警阈值时，应启动流动性风险预警机制，按照既定投资策略调整投资组合资产结构或剔除个别流动性差的证券，以使组合的流动性维持在安全水平。

(4) 进行流动性压力测试，分析投资者申赎行为，测算当面临外部市场环境的重大变化或巨额赎回压力时，冲击成本对投资组合资产流动性的影响，并相应调整资产配置和投资组合。

四、操作风险

操作风险是指由于内部程序、人员和系统的不完备或失效，或外部事件而导致的直接或间接损失的风险，主要包括制度和流程风险、信息技术风险、业务持续风险、人力资源风险、新业务风险和道德风险。操作风险管理的控制目标是建立有效的内部控制机制，尽量减少因人为错误、系统失灵和内部控制的缺陷所产生的操作风险，保障内部风险控制体系有序规范运行。

1. 制度和流程风险

制度和流程风险是指由于日常运作，尤其是关键业务操作缺乏制度、操作流程和授权，或制度流程设计不合理带来的风险，或由于上述制度、操作流程和授权没有得到有效执行带来的风险，以及业务操作的差错率超过可承受范围带来的风险。

制度和流程风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 建立合规、适用、清晰的日常运作制度体系，包括制度、日常操作流



程，尤其是关键业务操作的制约机制。

(2) 制定严格的投资工作流程、授权机制、制约机制，明确投资决策委员会、投资总监和基金经理的职责权限，建立健全绩效考核机制。

(3) 加强公司印章使用、合同签署及印章和合同保管的管理，投资部门所有交易合同签署与印章使用都要经过后台部门并交由后台备案。

(4) 加强对员工业务操作技巧的培训，加强程序的控制，以确保日常操作的差错率能在预先设定的、可以承受的范围內。

(5) 建立前、后台或关键岗位间职责分工和制约机制。

2. 信息技术风险

信息技术风险是指信息技术系统不能提供正常服务，影响公司正常运行的风险；信息技术系统和关键数据的保护、备份措施不足，影响公司业务持续性的风险；重要信息技术系统不使用监管机构或市场通行的数据交互接口而影响公司业务正常运行的风险；重要信息技术系统提供商不能提供技术系统生命周期内持续支持和服务的风险。

信息技术风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 信息技术系统尤其是重要信息技术系统具有确保各种情况下业务持续运作的冗余能力，包括电力及通信系统的持续供应、系统和重要数据的本地备份、异地备份和关键设备的备份等。

(2) 信息技术人员具有及时判断、处理各种信息技术事故、恢复系统运行的专业能力，信息技术部门应建立各种紧急情况下的信息技术应急预案，并定期演练。

(3) 系统程序变更、新系统上线前应经过严格的业务测试和审批，确保系统的功能性、安全性符合公司风险管理要求。

(4) 对网络、重要系统、核心数据库的安全保护、访问和登录进行严格的控制，关键业务需要双人操作或相互复核，应有确保数据安全的多种备份措施，以及对备份数据准确性的验证措施。

(5) 以权限最小化和集中化为原则，严格公司投研、交易、客户等各类核心数据的管理，防止数据泄露。

(6) 选择核心信息技术系统服务商，应将服务商在系统生命周期内的长期



支持和服务能力、应急响应能力和与公司运行相关的其他系统兼容性列为重点考核内容。

3. 业务持续风险

业务持续风险是指由于公司危机处理机制、备份机制准备不足，导致危机发生时公司不能持续运作的风险。

业务持续风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 建立危机处理决策、执行及责任机构，制定各种可预期极端情况下的危机处理制度，包括危机认定、授权和责任、业务恢复顺序、事后检讨和完善等内容，并根据严重程度对危机进行分级归类和管理。

(2) 建立危机预警机制，包括信息监测及反馈机制。

(3) 危机处理与业务持续制度应重点保证危机情况下公司业务的持续。

(4) 至少每年进行一次业务持续管理机制演习。

4. 人力资源风险

人力资源风险是指缺少符合岗位专业素质要求的员工、过高的关键人员流失率、关键岗位缺乏适用的储备人员和激励机制不当带来的风险。

人力资源风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 确保关键岗位的人员具有足够的专业资格和能力，并保持持续业务学习和培训。

(2) 建立适当的人力资源政策，避免核心人员流失。

(3) 建立关键岗位人员的储备机制。

(4) 建立权责匹配、科学长效的考核和激励约束机制。

5. 新业务风险

新业务风险是指由于对新产品、新系统、新项目和新机构等论证不充分或资源配置不足导致的风险。

新业务风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 制定严密的新业务的论证和决策程序。

(2) 新业务的风险评估应包括政策环境、市场环境、客户需求、后台支持能力、供应商和人员储备等方面。

(3) 针对新业务的主要操作部门和对新业务开展的支持部门进行业务培训，



及时制定针对新业务的管理制度和业务流程。

6. 道德风险

道德风险是指员工违背法律法规、公司制度和职业道德，通过不法手段谋取利益所带来的风险。

道德风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 制定员工守则，使员工行为规范有所依据。

(2) 防范员工利用内幕信息或其他非公开信息牟利，防范商业贿赂，通过制度流程、系统监控、核查检查等控制措施加强员工管理。

(3) 倡导良好的职业道德文化，定期开展员工职业道德培训。

五、合规风险

合规风险是指因公司及员工违反法律法规、基金合同和公司内部规章制度等而导致公司可能遭受法律制裁、监管处罚、重大财务损失和声誉损失的风险。合规风险的控制目标是确保遵守法律、法规、监管规则和基金合同或独立账户投资方针的规定，审慎经营。《基金管理公司风险管理指引（试行）》所指合规风险主要包括投资合规性风险、销售合规性风险、信息披露合规性风险和反洗钱合规性风险。

1. 投资合规性风险

投资合规性风险是指基金管理机构因违反关于投资行为的法律法规、规章及自律性规则而产生的法律风险。

投资合规性风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 建立有效的投资流程和投资授权制度。

(2) 通过在交易系统中设置风险参数，对投资的合规风险进行自动控制，对于无法在交易系统自动控制的投资合规限制，应通过加强手工监控、多人复核等措施予以控制。

(3) 重点监控投资组合投资中是否存在内幕交易、利益输送和不公平对待不同投资者等行为。

(4) 对交易异常行为进行定义，并通过事后评估对基金经理、交易员和其他人员的交易行为（包括交易价格、交易品种、交易对手、交易频度、交易时机



等) 进行监控, 加强对异常交易的跟踪、监测和分析。

(5) 每日跟踪评估投资比例、投资范围等合规性指标执行情况, 确保投资组合投资的合规性指标符合法律法规和基金合同的规定。

(6) 关注估值政策和估值方法隐含的风险, 定期评估第三方估值服务机构的估值质量, 对于以摊余成本法估值的资产, 应特别关注影子价格及两者的偏差带来的风险, 进行情景压力测试并及时制订风险管理情景应对方案。

2. 销售合规性风险

销售合规性风险是指基金管理机构因违反关于基金销售的相关法律、法规、规章以及自律性规则所产生的风险。

销售合规性风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 对宣传推介材料进行合规审核。

(2) 对销售协议的签订进行合规审核, 对销售机构签约前进行审慎调查, 严格选择合作的基金销售机构。

(3) 制定适当的销售政策和监督措施, 防范销售人员违法违规和违反职业操守。

(4) 加强销售行为的规范和监督, 防止延时交易、商业贿赂、误导、欺诈和不公平对待投资者等违法违规行为的发生。

3. 信息披露合规性风险

信息披露合规性风险是指基金管理机构因违反关于信息披露相关法律、法规、规章及自律性规则而产生的法律风险。

信息披露合规性风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 建立信息披露风险责任制, 将应披露的信息落实到各相关部门, 并明确其对提供的信息的真实、准确、完整和及时性负全部责任。

(2) 信息披露前应经过必要的合规性审查。

4. 反洗钱合规性风险

反洗钱合规性风险是指基金管理机构因违反关于反洗钱相关法律、法规、规章及自律性规则中规定的反洗钱义务所产生的法律风险。

反洗钱合规性风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 建立风险导向的反洗钱防控体系, 合理配置资源。



(2) 制定严格有效的开户流程，规范对客户的身分认证和授权资格的认定，对有关客户身份证明材料予以保存。

(3) 从严监控客户核心资料信息修改、非交易过户和异户资金划转。

(4) 严格遵守资金清算制度，对现金支付进行控制和监控。

(5) 建立符合行业特征的客户风险识别和可疑交易分析机制。

六、声誉风险

声誉风险是指由于公司经营和管理、员工个人违法违规行为或外部事件导致利益相关方对公司负面评价的风险。声誉风险管理的控制目标是通过建立与自身业务性质、规模和复杂程度相适应的声誉风险管理体系，防范、化解声誉风险对公司利益的损害。

声誉风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 建立有效的公司治理架构，声誉风险管理政策、制度和流程，对声誉风险事件进行有效管理。

(2) 建立声誉风险情景分析，评估重大声誉风险事件可能产生的影响和后果，并根据情景分析结果制订可行的应急预案，开展演练。

(3) 对于已经识别的声誉风险，应尽可能评估由声誉风险所导致的流动性风险和信用风险等其他风险的影响，并视情况展开应对措施。

七、子公司管控风险

子公司管控风险是指由于子公司违法违规或重大经营风险，造成母公司财产、声誉等受到损失和影响的风险。子公司管控风险管理的控制目标是通过建立覆盖整体的风险管理体系和完善的风险隔离制度，防范可能出现的风险传递和利益冲突。

子公司管控风险管理的主要措施包括以下几方面。

(1) 根据整体发展战略、公司风险管控能力和子公司经营需求，指导子公司建立健全治理结构。

(2) 建立与子公司之间有效的风险隔离制度，严格禁止利益输送行为，防范可能出现的风险传递和利益冲突。



(3) 建立关联交易管理制度，规范与子公司间的关联交易行为。

(4) 定期评估子公司发展方向和经营计划的执行情况。

(5) 公司管理的投资组合与子公司管理的投资组合之间，不得违反有关规定进行交易。

八、《有效银行监管的核心原则》的风险分类

《有效银行监管的核心原则》是巴塞尔银行监管委员会于1997年9月1日发布的成员国国际银行监管领域里的一份重要文献，1997年9月1日正式生效。后来在2006年和2012年做了修订。虽然这份文献并非针对私募股权投资领域，但作为金融行业分支的私募股权投资仍可以从中予以借鉴，如本书所谈到的风险。《有效银行监管的核心原则》将风险分为信用风险、国家风险、市场风险、利率风险、流动性风险、操作风险、法律风险、声誉风险八大类。

1. 信用风险

信用风险是指交易对象无力履约的风险。在银行业中，信用风险不但存在于贷款中，也存在于其他表内与表外业务中，信用风险不仅表现在对每一笔的贷款损失上，同时还体现在贷款过度集中可能造成的损失上。

2. 国家风险

国家风险是指借款人所在国的经济、社会和政治环境方面有关的风险。在银行业中，当向外国政府或政府机构贷款时，由于这种贷款一般没有担保，所以国家风险最为明显。国家风险的一种表现形式是“转移风险”，即借款人的债务不是以本国货币计值时，不管借款人的财务状况如何，有时借款人可能无法得到足够的外币。

3. 市场风险

市场风险是指由于市场价格的变动，资金遭受损失的风险。在银行业中，这类风险在银行的日常活动中最为明显，这类风险包括汇率风险和价格波动风险。

4. 利率风险

利率风险是指金融企业的财务状况在利率出现不利波动时面临的风险。利率风险的主要形式有：①重新定价风险；②利率变动风险；③基准风险；④期权性



风险。

5. 流动性风险

流动性风险是指金融企业无力为减少或增加资产提供融资而造成损失或破产的风险。当流动性不足时，金融企业无法以合理的成本迅速增加负债或变现资产获得足够的资金，从而影响了其盈利水平。

6. 操作风险

操作风险是指由于不完善或有问题的内部操作程序、人员和系统或因外部事件导致直接或间接损失的风险。最重大的操作风险在于金融企业内部控制及公司治理机制的失效，从而可能因为失误、欺诈、未能及时做出反应而导致金融企业财务损失。

7. 法律风险

法律风险是指因不完善、不正确的法律意见、文件而造成金融企业同预计情况相比资产价值下降或债务增大的风险。

8. 声誉风险

声誉风险是指因操作上的失误、违反法律、经营管理水平差等因素导致资产质量和财务状况恶化，以及错误的舆论导向和市场谣言等其他事故而使金融企业在声誉上可能造成的不良影响，对金融企业各项业务的损害极大，因为金融企业的业务性质要求其能够维持存款人、贷款人和整个市场的信心。

第三节 风险管理

风险管理是要完全消除风险吗？显然不是。系统性风险并非某个企业、公司自身所导致，其出现的原因是整个社会甚至是国际层面的问题，这种风险无法消除，甚至难以预料它何时发生。即便是非系统性的风险，因为风险的客观存在性，做出一个行为，势必产生因此种行为带来的风险。私募股权投资更是这样，这就是其又被称为风险投资的原因。

企业的价值是由未来的收益决定的，而风险则会减少收益。风险管理的作用



在于减少风险的发生或者减少风险发生后所带来的损害后果，所以风险管理的最终目标应该是减少风险的发生或降低风险带来的损害，以提升企业价值。同时我们也应该认识到，风险管理需要成本，而成本的支出会降低企业的收益，所以，风险管理也要考虑管理成本与损失之间的平衡，当管理成本等于或大于风险可能带来的损失的时候，风险管理的价值就会降低或没有意义。风险管理并非一个单纯的词汇，也并非一个单纯的行为，而是由一系列行为和步骤组成，而这种组成大体上包括风险识别、风险分析、风险评估、风险控制四个方面，由此构成整个风险管理。

一、风险识别

要进行风险管理的第一步就是要找出风险、认知风险，这就是风险识别。风险识别正确与否、全面与否，是整个风险管理的最基本前提。只有对风险进行了有效的识别和认知，才会产生后续的、有效的风险分析、风险评估和风险控制。

风险识别参与者需要具备广泛的专业知识和能力。参与者要对拟识别风险的事务本身及相关事务充分地了解、熟悉，知晓事务的整个流程和细节。企业事务的风险识别一般由企业的经营者、管理者参与，他们更了解企业经营现状及与企业经营有关的行业背景、行业信息和企业经营的目标；同时，企业的财务负责人、法务负责人、技术负责人等专业人士的参与也必不可少，他们往往能从某一个专业角度提供专业的意见以帮助企业经营者、管理者全面地识别风险，股权投资基金也是如此。

风险识别的另一个重要因素则是风险识别的层次。企业要根据自身的经营特点制定风险识别的层次，层次的划分将直接决定风险识别的参与者。例如，对于股权投资基金管理机构来说，企业的经营者、管理者更应当注重基金管理机构的运营风险，注重基金管理机构和基金产品所受到的监管层监管的风险，这是一家基金管理机构长期稳步发展的基础；而部门负责人、项目负责人则更应当注重所具体操作的某只基金自身的募集、投资、投资后管理和退出风险，这属于具体业务操作层面。当然一家成熟的私募基金管理机构，在风险识别的过程中往往会交叉参与风险的识别，在责任到人、责任到岗的基础上相互进行监督和提示。



案例：高盛集团的全员风险管理

高盛集团创立于1869年，至今已经将近150年，其作为历史最为悠久且最为成功的国际投行之一，一直被业内人士研究和学习。分析其成功的原因，除了优秀的管理模式和管理团队之外，其良好的风险管理能力也是其长盛不衰的重要因素之一。在高盛集团内部，风险管理的观念已经是企业文化的核心组成部分，人人都是参与者，风险管理的意识和能力作为员工年度评估考核的重要内容，直接与薪酬及职业发展挂钩。尽管高盛集团自上而下设立了不少风险管理委员会，并在全球主要业务中心配备了首席风险管理官，但风险专职人员并不能关注到每一个业务细节，因而高盛集团推广风险管理全员参与模式，将各业务部门作为风险管理的第一道防线。

二、风险分析

如果说风险识别是对风险表现形式的认知，那么风险分析就是对风险可能出现的原因、出现的可能性和所带来的后果进行的进一步深化。风险分析能够使我们更深层次地认识风险，而为风险控制做出准备。

对于私募股权投资来讲，客观上，我们知道风险会产生于私募基金的募集、投资、投资后管理和退出整个过程，甚至包括投资退出后私募股权投资人向投资者的利润返还阶段，而每一个阶段所产生风险的原因并不相同，其所导致的风险后果也不同。同时每一家私募股权投资机构自身的情形不同，问题及突发事件的处理能力不同，地域的投资环境、法治环境、政府地方保护等诸多不同，这就需要私募股权投资人及从业人员结合诸多的因素对风险充分地进行分析，严谨地进行论证。

三、风险评估

风险评估其实质就是对风险的容忍度考量，私募股权投资人要在风险识别、风险分析的基础上，结合资金规模能力、投资分配比例、投资者风险偏好等背景，考虑自身及投资者对风险的容忍限度。

投资即伴随着风险，这一点并非私募股权基金管理机构所要担心的。私募股



权基金管理机构更应当关注风险产生的后果和所带来的损失程度，这个后果和损失的程度是否能够为利润所覆盖，能否为私募股权投资基金所承受。对于一组大多由保守投资者组建的保守型基金，去冒险投资一项高收益、高风险的投资产品则与风险评估的原则相违背。

案例：徐翔案

2017年1月23日，山东省青岛市中级人民法院对徐翔、王巍、竺勇操纵证券市场案进行一审宣判，被告人徐翔、王巍、竺勇犯操纵证券市场罪，分别被判处有期徒刑五年零六个月、有期徒刑三年、有期徒刑二年缓刑三年，同时并处罚金，罚金金额累计超过100亿元。

徐翔，中国证券市场的传奇人物，私募证券投资基金领域的标志性人物，在民间有“宁波敢死队队长”之称，其投资能力、资本号召能力、基金盈利能力由此可见一斑。1993年，还是个高中生的徐翔带着父母给的几万元本钱进入股票市场。在得到家人同意后，徐翔放弃高考，专心投资。

到20世纪90年代后期，徐翔和几个擅长短线交易的朋友被市场冠名“宁波涨停板敢死队”，投资风格彪悍，徐翔的一举一动开始为外界所注意，特别其在营业部的仓位、持股，很容易被泄露，有人专门分析其持股以跟风投资。徐翔对此颇为苦恼，称很希望阳光私募能争取到机构席位，摆脱跟风者。

2005年，徐翔从宁波迁到上海，经历了A股的一波大牛市，2009年成立泽熙投资，2010年3月，泽熙一期成立，规模10亿元，三年后管理资金规模达到70亿元。在2015年9月左右，融智评级对国内私募基金年内业绩排行显示，业绩满8个月的1452只股票策略产品，平均业绩上涨幅度为24.47%，其中，112只产品跌幅超过10%，46只跌幅超20%，27只跌幅超过30%，更有6只产品跌幅超过50%。而同一时期徐翔管理的泽熙投资产品，泽熙三期业绩涨幅为369.33%，泽熙一期业绩涨幅为300.48%，泽熙四期业绩涨幅为197.43%，泽熙五期业绩涨幅为181.67%，即便是做得最差的泽熙二期，业绩涨幅也有148.40%。在融智评级最新的年内业绩排行榜中，这5只产品，分别囊括了冠军及第七名、第九名、第十三名。而这一时期，了解中国证券市场的人都知道当时在经历什么，业内人士将其称为“股灾”，而徐翔管理的基金产品的收益率却



与其背道而驰，成为私募证券投资基金领域的一个传奇。

在徐翔整个职业生涯中，就像所有成功者一样，他的成功围绕着无尽的传言和猜测：内幕交易、精明交易时机和富有的不为人知的政府关系客户。最持久的传言认为，徐翔为某些二代和权贵管理资金，回报是内幕消息并保护他免受起诉。针对这些需求和隐藏的投资金额和投资者的身份，传言介于完全可信和无法验证之间。而从流传于网络由自称是原泽熙投资总经理助理叶展先生撰写的文章来看，徐翔是一个极其专注、敬业、精确了解并掌握市场心理、具有敏锐市场嗅觉、将投资作为自己长期事业追求的人，让读者认识了另一个徐翔。然而，2015年11月1日，徐翔在从宁波回上海途中被警方控制；2017年1月23日，山东省青岛市中级人民法院判决徐翔犯操纵证券市场罪成立，徐翔未上诉。此案就此尘埃落定。

徐翔案并非资本市场上的孤案，仰融、周正毅、牟其中等这些曾经在资本市场叱咤风云的人物均因法律风险的发生而折戟沉沙。俏江南、小马奔腾、现代牧业等企业赌失败的背后可能掺杂了市场、财务、政策、管理等诸多因素，但其存在的法律风险问题也不得不引起我们更多的思考。企业经营面临风险，有些是企业自身或经营者可以承受的，而有些则是不能承受的。违背自身对风险的承受限度，将会带来难以挽回的损失。

四、风险控制

风险控制就是在正确地进行风险评估后针对风险评估结果所采取的必要手段和措施，对风险进行预防或干预，以减少风险发生的概率，或者降低风险所带来的损害的可能性。风险控制可以从两个方面进行，一是进行风险的预防，尽量避免风险发生的可能性；二是做出风险发生后的应对预案，以减少和控制风险发生所带来的损失。

案例：巴西足球队空难的启示

2016年11月29日，一架载有巴西足球运动员的飞机在哥伦比亚坠毁。飞机上乘坐的是巴西沙佩科恩斯球队，坠毁事故几乎导致整个沙佩科恩斯球队的覆灭。沙佩科恩斯俱乐部成立于1973年，曾长期征战低级别联赛，经过20年的努



力在2012—2014年这3年刚刚完成三级跳升上巴甲，却由于这次空难几乎精英尽失，可以断定这支球队在短时间内再难有作为。当人们在为殉难的足球运动员悲哀的同时，也不免为这样一支昙花一现的球队感到悲哀和惋惜。而回顾体坛历史，因空难事故造成的团队覆灭的惨剧屡见不鲜。

1949年5月4日，在客场打完与葡萄牙本菲卡队的比赛之后，意大利都灵队起程回国。然而在飞机马上要降落时，由于天气原因，飞机撞上了机场附近的苏佩加山，机上人员全部罹难。伴随着意大利实力劲旅都灵队的遇难，意大利足坛损失惨重，直接导致了意大利队在接下来的三届世界杯中毫无作为。

1958年2月6日，在客场击败贝尔格莱德红星队、晋级欧洲冠军杯半决赛之后，带着胜利喜悦的曼联球员乘飞机返回。途中在慕尼黑机场加油，飞机在重新起飞时在覆满冰雪的跑道上失事。机上23人死亡，其中包括8名曼联球员和3名俱乐部职员，主教练巴斯比也重伤入院。

1961年2月15日，一架飞机在比利时布鲁塞尔机场附近坠毁，造成73人遇难，其中包括正前往布拉格参加花样滑冰世界锦标赛的美国国家队的18名队员和16名随行人员，合计34人，在参赛途中不幸全军覆没，这是花样滑冰运动有史以来最惨的悲剧。此后，美国改变了运动员出行的策略，要求参赛人员分批抵达，不乘坐同一航班。这一出行策略实际是一项有效的风险管理措施，若巴西足协或沙佩科恩斯俱乐部及早采取“分批抵达”的风险管理措施，则会有效地避免球队全军覆灭。

飞机作为交通工具，对现代人出行是必不可少的，尤其是对于那些国际交流来说，几乎没有选择其他交通工具的可能。而按照国际航空运输协会的统计，一名普通乘客乘坐飞机，所可能遭遇航空事故的概率低于 $1/5\ 300\ 000$ ，即便是一个人天天坐飞机，也要14 000年才有可能遇上一次航空事故。但即便是这样，我们仍会不时地从媒体中看到一些类似的航空事故，给当事人、家属及国家和社会造成难以弥补的损失。我们除了更加严格地对飞机质量和运行进行预防之外，也要求一些特殊的机构和主体对此类风险进行适当的控制，美国所采取的策略正是这样，这是一个可圈可点的风险控制方案。另外，据全球商务旅行协会（GBTA）对亚太、北美、欧洲和中东的100余家大公司的调查显示，超过90%的公司限制了执行经理以上级别的高管乘坐同一航班，其中超过30%的公司甚至要求所有



中高级员工均不得“结伴”乘坐航班，这些均值得国内企业在进行风险控制时予以借鉴。

第四节 法律风险

法律是指由国家立法机关制定的，并由国家强制力保证实施的行为规则，以规定当事人权利和义务为内容，对全体社会成员具有普遍约束力的一种特殊行为规范。法律是以法律条文的形式明确告知人们，什么可以做，什么不可以做，哪些行为是合法的，哪些行为是非法的，违法者违法将要受到怎样的惩罚和制裁。一方面，与系统性风险和非系统性风险中的道德风险、管理风险、信用风险相比较，法律风险具有易识别、易分析、易控制的特点，这也给对法律风险进行有效的管理提供了条件。另一方面，法律风险有时候又与道德风险、管理风险、信用风险等混在一起，一种风险的发生会导致另一种风险的发生。例如，当交易对手发生了信用风险的时候，就是考验守约方管理能力和法律处置等风险管理能力的时候了，处置不当则暴露出风险识别、风险分析、风险评估、风险控制的问题。对于私募股权投资基金来讲，法律风险是一种操作风险，它包括因监管层施行监管措施给企业带来的监管法律风险，又包括企业自身、交易对手未按照法律规定或合同约定行使权利、履行义务而给企业造成负面法律后果的可能性，有时还包括企业故意或过失行为给第三方造成侵权性法律风险，比如企业行为侵犯第三方的知识产权而由此引发的诉讼和赔偿等。当然还有触犯刑法而发生的刑事法律风险，这一风险的产生直接导致责任人的人身自由被限制或被剥夺。

私募股权投资基金的法律风险来源于基金监管机构对私募基金的监管、基金管理人的设立、私募基金的募集、私募基金的投资、私募基金运作、私募基金投资后管理、私募基金退出整个流程环节，而在这个庞杂的过程中会涉及或交叉出现有关合同法、公司法、合伙企业法、基金法、证券法、知识产权法、刑法、行政法等诸多方面的法律问题，这些法律问题的任何一个点都可能造成私募股权投资基金重大法律风险，轻则导致私募基金纠纷缠身，重则导致投资失败而血本无归，这就需要私募基金投资人、管理者对上述法律有所了解和掌握，聘请专业



的、经验丰富的律师协助其实现法律风险的管理与控制。

中国裁判文书网登载的一则由福建省三明市中级人民法院做出判决公开的案例就突出地反映了股权投资可能面临的复杂法律风险。

案例：越秀创投与健盛食品投资纠纷案

2012年6月广州越秀新兴产业创业投资合伙企业（以下简称越秀创投或投资者）与健盛食品股份有限公司（以下简称健盛食品或公司）签订《增资协议书》。根据《增资协议书》，越秀创投向健盛食品投资人民币1500万元，认购187.5万股。增资协议签订后，越秀创投履行了增资义务向健盛食品投入增资款人民币1500万元，成为健盛食品的股东。

投资一年后越秀创投偶然发现，健盛食品控股股东及实际控制人颜××涉及高额民间借贷，公司运行已经极其不正常，而且已经有几个月没有给工人发工资。为此，越秀创投临时召集股东会，在该会议中，颜××透露健盛食品从2012年下半年起生产就陷入不稳定的局面，公司的生产流水线因缺乏资金尚未投产，公司一线工人的工资发到2013年4月，管理人员从2013年1月开始发不起工资。公司2013年6月底有多笔贷款到期且无力偿还，金额高达7500万元，另外颜××个人已涉及2起个人诉讼。原因有两点：首先，颜××个人于2010年下半年开始投入房地产开发，在福建永安购买一块土地准备进行开发，其投入的8000万元资金完全来自民间借贷，但是其利用公司的名义对这些民间借贷进行了无限连带责任担保，每月的借贷利率基本上在3%~4%，但房地产开发的地块迟迟未能得到开发，高利贷的本金和利息还在不断地累加，本息合计债务已近3亿元。其次，公司的财务指标并没有像财务报表和审计报告中显示的那样有所盈利，存在着虚增收入和虚增资产的严重财务造假。以2011年为例，财务报表显示营业收入为2.6亿元，净利润为3000万元左右，而实际2011年营业收入不足1亿元，净利润不足1000万元。而更让越秀创投气愤的是，在越秀创投履行了增资义务向健盛食品投入增资款人民币1500万元后，该资金并未用于健盛食品的经营，而是被健盛食品、颜××用于归还个人所欠的高利贷。因此，越秀创投以健盛食品的、颜××存在重大欺诈，其投资行为已经违背真实意愿为由，向法院提起诉讼，请求撤销《增资协议书》，返还投资款项及利息。



该案经法院审理查明：2012年6月越秀创投与被告健盛食品、颜××签订《增资协议书》，健盛食品同意引进越秀创投作为健盛食品的投资者，健盛食品以每股8元人民币的价格定向增发股份1000万股，越秀创投作为投资者出资1500万元向健盛认购187.5万股。

《增资协议书》第2.1条规定：各方确认，投资者在协议项下的投资义务以下列条件为前提：第2.1.1条，颜××已经以书面形式向投资者充分、完整披露公司的资产、负债、权益、对外担保以及与本协议有关的信息等；第2.1.2条，过渡期内，公司的经营或财务状况没有发生重大的不利变化；第2.1.3条，过渡期内，公司作为连续经营的实体，不存在亦不得有任何违法、违规的行为，公司没有处置其主要资产或在其上设置担保，也没有发生或承担任何重大债务，除了通常业务经营中的处置或负债以外。《增资协议书》第2.2条规定：若协议第2.1条的任何条件原因未实现，则投资者有权单方解除本协议，并要求颜××与健盛食品连带承担违约责任，投资者因此遭受经济损失的，有权要求健盛食品及颜××连带赔偿。《增资协议书》第6.3条规定：公司保证就《增资协议书》提供的一切文件资料均是真实、有效和完整的。《增资协议书》第6.6条规定：对投资事项相关的信息和资料，向投资者进行了充分、详尽及时的披露，没有重大遗漏、误导和虚构。《增资协议书》第6.7条规定：在《增资协议书》中所做的声明、保证及承诺在《增资协议书》签订之日均为真实、正确、完整的，并在本协议生效时及生效后仍为真实、正确、完整的。《增资协议书》第7.1条规定：颜××在《增资协议书》中承诺，在投资者登记为公司股东之前，除已经向投资者披露的情形之外，健盛食品及原股东并未签署任何担保性文件，不存在任何未披露的债务和责任。

《增资协议书》签订后，越秀创投于2012年6月25日向健盛食品缴纳新增出资额1500万元，2012年6月29日，健盛食品完成工商变更登记，越秀创投成为健盛食品的股东，占健盛食品2.5%的股权。

另查明，原告越秀创投等与健盛食品签订《增资协议书》前，健盛食品、颜××涉及多笔民间借贷或担保等债务，但在审计报告中未予披露。在本案审理过程中被告健盛食品、颜××涉及其他多案诉讼及执行。

法院经审理后认定：被告健盛食品在与原告越秀创投签订《增资协议书》



时，故意隐瞒了健盛食品、颜××涉及多笔民间借贷或担保的债务问题。依据《中华人民共和国合同法》第五十四条第二款的规定，被告健盛食品、颜××以故意隐瞒债务的欺诈手段，使原告越秀创投在不明真相的情况下违背真实意思，与被告健盛食品、颜××签订了《增资协议书》并支付投资款1500万元。原告越秀创投作为受损害方有权请求人民法院撤销与被告健盛食品、颜××签订的《增资协议书》。依据《中华人民共和国合同法》第五十五条第一项的规定，原告有权在知道其权益受到侵害之日起一年内请求撤销合同。原告在2013年6月19日知道健盛食品、颜××涉及多笔民间借贷或担保等债务，健盛食品的经营或财务状况发生重大的不利变化等撤销事由，其诉讼时效应从2013年6月20日起算至2014年6月20日止。原告于2014年1月提起诉讼，未超过诉讼时效，其请求撤销《增资协议书》的诉讼请求符合法律规定，法院予以支持。合同被撤销后，被告健盛食品、颜××因《增资协议书》取得的财产，应当予以返还并赔偿原告因此所受的损失。被告健盛食品、颜××依增资协议而收取原告的1500万元投资款应当返还，并赔偿因此给原告造成的投资款利息损失，原告越秀创投诉请被告健盛食品、颜××按银行同期贷款利率计付利息，法院予以支持。

法院判决：

(1) 撤销原告广州越秀新兴产业创业投资合伙企业（有限合伙）与被告健盛食品股份有限公司、颜××签订的《增资协议书》。

(2) 被告健盛食品股份有限公司、颜××应于判决生效后十日内返还原告广州越秀新兴产业创业投资合伙企业（有限合伙）投资款1500万元并赔偿相应的利息损失（该利息损失从2012年6月26日起至判决确定的履行期限内偿还借款之日止按银行同期同类贷款利率计算）。

这个案例的判决所认定事实清楚，法官的判决思路清晰，适用法律准确，可以算得上投资领域的一个典型性判例，为以后出现的类似问题指明了方向。然而从这个案例的整个过程来看，其问题主要出现在投资者尽职调查阶段，既有尽职调查本身可能存在的问题，也有被告的道德问题，这些导致了尽职调查中的“债权债务及担保”和“财务信息”中出现错误，最终导致了投资风险的发生。案件的审理结果虽然是胜诉，但基于被告健盛食品、颜××所实际存在的巨额债务，判决的最终执行并不乐观，越秀创投的损失似乎在所难免。