

我国私募股权基金有限合伙人“积极”参与决策行为浅析

王 珮

华东政法大学国际法学院, 上海

收稿日期: 2022年10月31日; 录用日期: 2022年12月6日; 发布日期: 2022年12月13日

摘 要

有限合伙是我国PE/VC fund最常见的组织形式之一, 多年来我国实践呈现出一种投资者“积极”参与投资决策的特征。本文分析了这种有限合伙人“积极”参与决策行为的原因机理及其负面影响, 结合美国、新加坡在限制有限合伙人干预合伙事务方面的国际实践, 提出了《合伙企业法》在有限合伙型私募基金监管方面具有信义义务缺失、派生诉讼无法落地、控制规则和安全港条款过于严格的问题, 并提出改善建议。

关键词

私募股权基金, 有限合伙, 控制规则

An Analysis of the High Degree of Activism among LPs in Investment Decision-Making in China's Private Equity Funds

Pei Wang

East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Oct. 31st, 2022; accepted: Dec. 6th, 2022; published: Dec. 13th, 2022

Abstract

Limited partnership is one of the most common vehicles of PE/VC funds in China. However, the practice in China has shown a high degree of activism among LPs in investment decision-making. This paper analyzes the reasons and mechanisms of this activism and its negative impact, and, in

light of the international practice of the United States and Singapore in restricting LPs from interfering in partnership affairs, points out that China's PEL has problems in the regulation of limited partnership private equity funds, such as the lack of fiduciary duty, the inability to implement derivative litigation, and the overly strict control rules & safe harbor provisions, and gives some suggestions for improvement on this basis.

Keywords

Private Equity Funds, Limited Partnership, Control Rules

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 问题的提出

有限合伙型私募股权投资基金(Limited partnership private equity fund, 以下简称 LP fund)是现代股权投资基金的重要类型之一。LP fund 使有限合伙人在获取投资收益的同时享受有限责任的保护,作为对价,经营管理权被赋予承担无限责任的普通合伙人。这种模式可以实现“专家理财”,契合了风险投资高效、专业化运营的要求,并且合伙企业在许多国家还具有税收透明体的特质,能有效节省税收成本。因此全球来看,¹有限合伙制已经成为资金募集阶段主导的商业形式[1]。为推动股权投资产业的发展,我国在2006年修订的《合伙企业法》(以下简称《合伙企业法》)中正式引入了有限合伙制度,成为当今我国私募股权和风险投资业最经常采用的一类组织形式[2]。

值得注意的是,我国的 LP fund 在实践中呈现了一些特殊的特征,其中就包括有限合伙人“积极”参与投资决策。有限合伙制度的默认规则是将经营决策权集中赋予普通合伙人,而对有限合伙人管理合伙事务的权力进行严格限定。为减少代理风险,合伙人可能会通过合同为自己保留一定的管理权,但有限合伙人的管理行为通常受到控制规则的约束。²因此,在有控制规则的国家,如英国、新加坡和美国大多数州,有限合伙人普遍被动,不参与对风险投资基金(以下简称“VC基金”)的控制,而我国 VC 基金的有限合伙人更积极,更渴望参与管理,包括与选择投资组合公司有关的关键决策[3]。我国有限合伙人常常通过各种内部委员会参与合伙企业的管理。尽管一些美国风险投资有限合伙也会设立咨询委员会,但实证分析显示,美国这类咨询委员会的权力相比较于公司的董事会而言是十分局限的[4]。而我国 LP fund 常常设有在投资决策流程中居于决定地位的投资决策委员会或合伙人联席会议,负责审查和批准投资决策,其有限合伙人成员有权否决投资决策。此外,由全体合伙人组成的合伙人会议作为 LP fund 的最高权力机构,有时也拥有批准或否决重大投资决策的权利。通过上述两种方式,拥有否决权的有限合伙人便“积极”参与到 LP fund 的投资决策过程之中,甚至成为 LP fund 的实际控制人[5]。例如,东海创投是2006年《合伙企业法》实施后浙江首家有限合伙制风险投资基金。在东海创投的治理结构中,合伙人联席会议的表决权是由出资额决定的,由于普通合伙人出资最少,只占基金规模的1%,因此也就在事实上成为有限合伙人聘请的经理,并无最终决策权。这种运作模式的弊端很快便显现出来,致使东海创投无法正常决策,运行陷入僵局,最终在成立仅7个月之后就解体[1]。

¹近二十年以来,美国、新加坡、新西兰、我国台湾地区、日本、瑞士均引入了有限合伙作为吸引股权投资的工具。一些更早设立有限合伙企业的国家,如英国、开曼群岛和澳大利亚,也修订了有限合伙制度,以鼓励风险投资的发展。See L. Lin, “Venture Capital Law in China”, Cambridge University Press, 2021, p. 46.

²See the US Revised Uniform Limited Partnership Act (hereinafter referred to as “RULPA”) 1985, Section 303 (a).

本文将分析我国 LP fund 呈现这种特殊特征的原因，这些原因主要包括有限合伙企业固有的代理问题、我国私募股权基金投资主体主要是个人或上市公司、投资者对基金管理人缺乏信任、《合伙企业法》对投资者的保护不足等。在此基础上建议《合伙企业法》进一步明确信义义务的内容和责任后果、完善控制规则和安全港条款，并单独设置有关派生诉讼的实体和程序条款。

2. 我国私募股权基金有限合伙人呈现“积极”特征的原因分析

2.1. 代理风险

与公司治理类似，有限合伙中也存在固有的代理问题。有限合伙的默认规则是有限合伙人不执行合伙事务，其主要履行出资义务并委托普通合伙人经营管理出资财产，二者之间存在法定的委托代理关系。有限合伙人(委托人)享受专家理财的便利，但要承担普通合伙人(代理人)并不总以有限合伙人的最佳利益行事或滥用其管理职位的风险[6]。普通合伙人可能同时管理其他 LP funds，在进行投资决策时可能有利益冲突；可能会隐瞒重大不利信息，或者高估投资组合公司的市值；可能为获取更多附带权益(carried interest，通常是投资利润的 20%)而从事投机行为。而由于有限合伙人不经手企业事务，加上股权投资的复杂性和专业性，其与普通合伙人之间存在天然的信息不对称，无法了解后者的行为，无法收集证据甚至可能对其自身权利受到损害并不知情。这产生了高昂的代理成本。另外，当基金管理公司担任普通合伙人时，还会在公司内部选任基金经理实际负责基金运作，进而在原来普通合伙人和有限合伙人的委托代理关系的基础上增加一层普通合伙人和其基金经理之间的委托代理关系，加大了基金内部的代理成本。由于上述原因，在默认规则下，缺乏专业知识的有限合伙人很难对普通合伙人实施有效的约束和监督，在降低代理成本的博弈中处于弱势地位。有限合伙人是 PE/VC 的主要出资人，他们有着担心普通合伙人滥用职权或者懒惰失职损害自身利益的合理顾虑。因此，有限合伙人很可能会通过合伙协议扩大自己的权利，增强对 LP fund 的控制，积极参与到基金管理和投资决策中。

有人会争辩说，让普通合伙人承担无限责任可以阻止他们从事高风险活动，从而降低代理成本。但事实是在 PE/VC 背景下，普通合伙人通常是基金管理公司而不是自然人。因此基金管理公司的股东和董事实际上能受到有限责任的保护。另外，由于我国的 LP fund 不可以进行高杠杆的债务融资，不会对外欠下大量债务，所以(基金)破产较为罕见[2]。所以普通合伙人实际上可以有效回避无限责任，这不足以成为促使他们自发为有限合伙人的利益行事、忠实勤勉的动力。

2.2. 行业市场尚不成熟

缺乏合格可信赖的基金管理人可能是有限合伙人积极参与管理的另一个原因。我国风险投资行业起步晚，没有建立起像欧美那样成熟的声誉机制，大量普通合伙人和基金经理是首次筹集资金。在行业经验方面，许多基金经理之前是律师或投资银行从业者，缺乏 VC 或创业经验[2]。普通合伙人本身专业能力不足是一个问题，另一方面，由于我国 PE/VC 发展历史很短，有限合伙人难以从市场上获取与基金管理人历史业绩、信用状况有关的信息。缺乏这些信息，有限合伙人很难判断普通合伙人在行业内的地位和历史表现，导致在选择普通合伙人时面临严重的信息不对称，投资者缺乏据以做出选择的可靠依据。相比之下，欧美拥有成熟的声誉机制。英国与美国的基金管理人有更长的从业履历，可以作为其专业能力的背书。基金管理人的良好声誉是需要时间积累的，我国市场在这方面的缺乏会增加投资人对普通合伙人专业能力和品质的不信任。

2.3. 个人与公司投资者作为投资主体，有更强的治理积极性

有学者提出投资规模与投资集中度会影响投资者的治理积极性。投资规模较大、投资集中度较高的

投资者监督代理人的积极性更高[4]。从这个意义上来说,实业公司型投资者的积极性一般高于机构投资者。例如,在美国绝对投资规模最大的是养老基金等机构投资者,机构投资者集合众多个人投资者的零散资金进行组合投资,为防范系统性风险,法规往往强制性要求机构投资者必须进行分散化投资,这在相当程度上抑制了机构投资者参与所投资企业管理的积极性。而在以实业公司为投资主体的台湾风险资本市场中,投资者监督风险投资家的积极性非常高,公司型投资者常利用自己的行业经验与人脉,积极参与风险投资企业的管理[7]。与作为金融中介的机构投资者相比,实业企业资金实力一般较弱,因此必须进行相对集中的投资,此时通过参与管理实现对所投资企业的监督是一种“必须”而非“可能”[4]。在我国,就募集资金总量而言,上市公司是主要募集资金来源;就投资者数量而言,富有的家庭和个人投资者占大多数[2]。二者相对于机构投资者来说都会偏向于集中投资,因而有更强的治理积极性。

另外,与机构投资者相比,个人和公司型投资者的抗风险能力较低,不愿意将资金完全交由他人控制,而倾向于自己选择投资目标,这也是一个可以理解的原因。

2.4. 文化传统因素

除上述原因外,对于我国的个人投资者而言,常常存在所有与经营合一的固有观念:我国原有的企业组织形式中,无论个人独资企业、普通合伙抑或公司,投资者往往倾向于亲力亲为地参与管理决策甚至控制企业,这种思维惯性延续到他们成为有限合伙人时对基金管理人的态度,没有认识到有限合伙制度的精髓在于出资人与管理人的职能分离,由此导致东海创投等有限合伙型基金的失败结局[1]。

2.5. 缺乏对投资者的法律保护

与普通法系国家相比,我国《合伙企业法》对投资者的保护并不充分。首先,确定普通合伙人的信义义务是约束基金管理人、减少代理成本的重要途径。普通法系国家除了成文法之外,还可以通过判例法灵活地对信义义务进行解释和运用。我国作为成文法国家,虽然在《合伙企业法》中移植了信义义务的一部分内容,但并不完整。而且普通合伙人的法定义务过于宽松,缺乏清晰的测试。这些缺陷致使有限合伙人由于担心普通合伙人缺乏约束而不能完全信任后者。第二,对于普通合伙人违反信义义务将产生的责任和有限合伙人的救济途径也缺乏明确的规定。第三,《合伙企业法》第 68 条和 76 条是我国的控制规则,但第 68 条没有规定有限合伙人执行合伙事务应该承担的法律后果,第 76 条也仅局限于有限合伙人对外进行交易时的“表见普通合伙”,没有对有限合伙人行使合伙事务决策权等不涉及与第三人交易的行为的法律后果作出明确规定。这些缺陷增加了投资者行为的法律不确定性。且第 68 条第二款作为安全港条款过于狭隘,仍然将投资者参与管理的权利限制在非常严格的范围内,与其他国家扩张安全港条款甚至废除控制规则的趋势不同。上述制度缺陷将在下文做进一步阐述。法律对投资者不充分的保护无法减轻代理成本,不能很好地平衡有限合伙人和普通合伙人的需求,有限合伙人只能尽可能积极控制投资以保护自身利益。

3. 限制有限合伙人干预合伙事务的国际实践

如前所述,为减少代理成本,有限合伙人可能会通过合同安排为自己保留管理权利。如果不加以限制,有限合伙人的权利很可能会无限扩张以至于实际控制投资决策,LP fund 就会失去其“专家理财”的优势。或者如案例“东海创投”一般,决策失灵陷入僵局。在这个问题上,控制规则与安全港清单是当今各国最为常见的平衡有限合伙人和普通合伙人权利义务的工具。

3.1. 控制规则

由于 PE/VC (特别是 VC)的投资对象通常是初创期、高成长性企业,具有高风险性、高度不确定性,

对于投资的专业化程度要求很高。1916年美国ULPA开创了控制规则作为有限合伙人参与管理的限定条件之一，³即如果有限合伙人“参与合伙事务的控制”，则可能丧失有限责任保护，与普通合伙人一样承担无限责任。许多其他国家也为有限合伙人施加了相似的义务。如英国和新加坡的触发条件是“像普通合伙人一样管理”。新加坡《有限合伙企业法案》Section 6(1)规定：“如果有限合伙人参与有限合伙企业的管理，则应对其像普通合伙人一样参与管理时产生的所有债务负责。”

在控制规则下，参与控制的有限合伙人对此期间与合伙企业交易的债权人承担无限责任，特拉华州还附加了债权人应当合理信赖其为普通合伙人的条件。其机理在于，有限合伙人控制合伙企业的行为制造了其作为普通合伙人的外观，而普通合伙人对合伙债务承担无限责任，债权人对这一外观寄以信赖，并基于该种信赖与有限合伙人交易，债权人的此种信赖应该受到保护。由此，有限合伙人在该笔交易中对其承担无限责任。控制规则的目的并不在于为债权人提供更多保障，而在于维护有限合伙应然的治理安排与权力分配，其核心功能在于通过否定有限责任阻却缺乏专业技能的有限合伙人对合伙事务的干预[8]。

控制规则的作用效果是巩固了LP fund的权责安排机制，即作为有限合伙人的投资者从普通合伙人的专业技能中受益，并享受有限责任的保护，其对价是必须赋予普通合伙人施展其专业技能所必需的管理权限。同时，也只有给予作为普通合伙人的管理者以控制权力，才能充分发挥管理者的专长，实现“专家理财”，从而使投资者可能享受专业投资所带来的巨额回报[8]。这种权责安排机制充分体现了LP fund“专家理财”的属性，避免非专业人员干预基金事务的执行，并结合管理费提取和超额收益分成机制激励普通合伙人发挥专业投资优势，提高基金运行效率。

3.2. 安全港清单

另一方面，过于严格的控制规则同时也会引来代理问题的担忧。投资者仍然希望保留一定管理权限，而不是全部转交给基金管理公司。因此1976年ULPA在控制规则下增加了安全港清单，以非穷尽式列举的方式明确了一系列有限合伙人可以从事的行为，有限合伙人从事这些行为不会被认定为参与控制从而否定其有限责任。这种控制规则和安全港清单的结合也在其他国家流行起来，如新加坡《有限合伙企业法案》Section 6(2)规定了如果有限合伙人参与合伙企业管理将与普通合伙人一同承担无限责任，Section 6(3)和附件一则共同构成了非穷尽式列举的安全港条款。

然而，关于控制规则和安全港条款的设计合理性一直存在理论争议。反对这一设计的主要观点包括“控制”和“管理”难以区分、安全港清单无法穷尽，以及需要为商业模式的发展保留自由土壤等。近年来国际上存在扩大安全港条款的趋势，甚至在各种因素推动下美国ULPA最终废除了控制规则，但特拉华等许多州仍然保留。限于篇幅本文仅对控制规则和安全港清单的作基本介绍，对这一趋势不继续讨论。

4. 我国有限合伙型私募股权基金对于投资者保护的立法缺陷

4.1. 信义义务缺失

信义义务对约束普通合伙人的行为至关重要，因为从根本上说，代理问题的出现是因为普通合伙人冲破了诚实信用的最低要求。为了降低LP fund的代理风险，各国法律基本上都规定了普通合伙人对有限合伙人应承担的信义义务。美国ULPA2001规定了普通合伙人应当承担的信义义务包括忠实义务和注意义务。⁴忠实义务包括但不限于不得自我交易、避免利益冲突、竞业禁止、信息披露等。⁵注意义务要

³See Section 7 of ULPA 1916.

⁴Uniform Limited Partnership Act (2001), § 408 (a).

⁵Uniform Limited Partnership Act (2001), § 408 (b).

求普通合伙人不得从事“严重疏忽或草率的行为、故意的不当行为或明知的违法行为”[9]。英国也规定了普通合伙人避免利益冲突和竞业禁止的忠实义务，并需要披露由此获得利益[10]。相比较而言，《合伙企业法》的信义义务是非常缺乏的，缺乏信义义务会助长普通合伙人在 PE/VC 市场上的机会主义和不当行为。

在忠实义务方面，首先我国《合伙企业法》在设置合伙人义务时没有区分普通合伙企业和有限合伙企业。在 LP fund 背景下，为普通合伙人和有限合伙人施加同样的忠实义务是不合理的。其次，《合伙企业法》为合伙人设置了一些义务——如第 32 和 99 条规定了竞业禁止、不得自我交易，否则利益归合伙企业所有，不得损害合伙企业利益，否则需要赔偿；第 96 条规定了不得侵占合伙企业的利益或财产，否则应当归还；第 28 条规定了执行事务合伙人应当定期向其他合伙人报告事务执行情况以及合伙企业的经营和财务状况——这些职责包括了普通法国家忠实义务的一些内容，但是标准比后者更低。例如美国 ULPA 禁止普通合伙人为了与有限合伙利益相互冲突的一方的利益放弃有限合伙的交易机会，⁶从而避免了普通合伙人同时管理多支基金所产生的利益冲突。而《合伙企业法》仅禁止合伙人经营竞争业务和自我交易，对上述情况保持沉默。又如 32 条的兜底条款要求合伙人不得损害合伙企业利益，低于衡平法忠实义务所要求的合伙人必须以合伙企业的最佳利益行事。第三，由于我国没有衡平忠实义务，法院不能扩大制定法的适用，因此像“不得损害合伙企业利益”这样的规定显得过于模糊，缺乏清晰的测试标准。

此外，《合伙企业法》没有规定任何勤勉义务或注意义务。《合伙企业法》第 35 条仅规定“合伙企业的管理人员应当在合伙企业授权的范围内履行其职责”。它也没有明确应尽的注意标准，仅规定“合伙企业的管理人员应当承担如果他越权或因故意或重大过失而承担法律责任”[2]。这些一般性陈述不仅十分模糊，更大的问题在于其适用对象并非普通合伙人，而是受合伙企业雇佣的管理人员。因此严格来说这并不是普通合伙人的注意义务，也不能要求普通合伙人的董事、经理对 LP Fund 承担这些注意义务，因为他们并不受雇于有限合伙企业。

4.2. 投资人缺乏规范的救济途径

在公司法背景下，派生诉讼常常被作为股东就董事违反信义义务提起诉讼的救济途径。在有限合伙背景下，派生诉讼与合伙企业的独立法人实体地位相一致。在将合伙企业视为独立法律实体的国家和地区，派生诉讼是有限合伙人的重要救济途径[2]。例如美国采用实体方法(entity approach)，根据 ULPA 1985、ULPA 2001 和特拉华州修订的统一有限合伙法(DRULPA)，如果普通合伙人拒绝提起诉讼或者难以促使普通合伙人提起诉讼，则有限合伙人有权以有限合伙的名义提起派生诉讼，以获取对合伙有利的判决。⁷而英格兰和新加坡则采用聚合方法(aggregate approach)，将合伙企业视为集合体而非法律实体，因此没有采纳合伙企业派生诉讼。

我国《合伙企业法》对能否就合伙人违反信义义务提起派生诉讼的立场尚不明确，没有专门的法律条文赋予合伙人派生诉讼权。理论上来说，独立法人资格不应成为我国引入派生诉讼的阻碍。因为尽管我国采用了折中做法，即合伙企业没有独立的法人资格，⁸但总体来说它具有许多与独立法人一致的属性，⁹能以自己的名义起诉和被告，能拥有自己的财产。之所以我国仍将合伙企业视为非法人组织，可能是立法者为了保留其作为税收透明体的投资吸引力。

实际上《合伙企业法》第 68 (7)条为有限合伙人提起派生诉讼提供了一定的法律支持。该条款称，执

⁶Ibid.

⁷See Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act, § 17-1001; Uniform Limited Partnership Act (2001), §1002 and Revised Uniform Limited Partnership Act (1985), § 1001.

⁸参见《中华人民共和国民法典》第 57、58、102 条。

⁹例如，我国合伙企业有权以自己名义拥有财产、以自己的名义起诉或应诉。作为有限合伙人的自然人死亡时，合伙企业仍可存续。合伙企业以其全部财产清偿债务，在债权人对合伙企业的财产用尽救济之前不得向合伙人追索。

行事务合伙人怠于行使权利时，有限合伙人督促其行使权利或者为了本企业的利益以自己的名义提起诉讼，不视为执行合伙事务。这似乎暗示了有限合伙人有权提起派生诉讼。但是，《合伙企业法》并未规定采取此类行动的要求和程序步骤。此外，第 68 条本身是关于控制规则和安全港的规定，这些规定的目的是限制有限合伙人干预业务管理，而不是规范派生诉讼。第二款列出的安全港清单旨在让有限合伙人清楚哪些安全港活动不等于参与有限合伙企业的管理，它明确了第 68 (7)条只是有限合伙人可以进行的安全活动之一，并未对派生诉讼作出任何程序规则^[11]。例如，《合伙企业法》没有具体说明适格原告资格问题，后加入合伙企业的有限合伙人是否能为入伙前普通合伙人的失职行为提起诉讼尚不明确；没有说明原告需要满足的程序要求，如用尽其他救济是否是原告提起诉讼的前置条件；没有规定由谁承担诉讼费用，以及胜诉的利益归属于谁。在实体规则方面也存在疑问，有限合伙人依据《合伙企业法》提起派生诉讼的情形是“执行事务合伙人怠于行使权利”，但是这一条件十分模糊，需要厘清^[11]。

4.3. 有限合伙人管理合伙事务界限不明

我国《合伙企业法》在一定程度上移植了美国的控制规则，在第 68 条第一款禁止有限合伙人执行合伙事务，同时第 76 条规定当第三人有理由相信执行事务的有限合伙人是普通合伙人时，有限合伙人应当对其承担无限责任。这两个条款可以看作共同构成了我国的控制规则，前者规定了有限合伙人不得执行合伙事务的义务，后者规定了责任后果。但是，此处“执行合伙事务”的含义也十分宽泛和模糊，尚未得到权威确认。另外如何认定第 76 条“第三人有理由相信”与其打交道的有限合伙人是普通合伙人也十分困难。在 LP fund 中，有限合伙人干预合伙事务主要体现在对投资决策的干预，投资决策属于有限合伙的内部事务，外部债权人难以据此主张“有理由相信有限合伙人为普通合伙人”，从而建立起合理的信赖，以满足控制规则的适用要件，这可能构成了控制规则在我国司法实践中很少运用的原因^[8]。

其次，第 68 条第二款列举了不视为执行合伙事务的八项事由，被视为我国的安全港条款。但是《合伙企业法》的安全港条款相比较 ULPA 而言十分粗糙：一个首要问题是，安全港条款是对有限合伙人可以实施行为的全部列举抑或是部分(示范性)列举？美国 1985 年 RULPA 明确指出，安全港条款并没有完全列举出有限合伙人可以实施的全部行为，这与其判例法传统有关。个案法官可以对制定法进行解释，安全港条款不可能也不必一一列举并穷尽有限合伙人可以实施的行为。而我国作为成文法国家，司法实践中法官及公民不能对法条进行扩大解释，且也没有相关司法解释出台^[4]。因此目前来讲，有限合伙人对合伙事务的参与应仅限于该条第 2 款明确列举的那八种情形。

此外，无论是美国、英国还是新加坡，安全港清单列举的行为都十分丰富，而且有逐渐扩充甚至废除控制规则的趋势，这将给予投资者更大的自由。相比较而言，《合伙企业法》的安全港条款十分严格，不仅是穷尽式列举，而且其中的第三、四、五项实际上是有限合伙人知情权的制度内容，第六、七项有关有限合伙人诉权的规定也不完全属于“执行合伙事务”的行为^{[4] [8]}。总体而言，我国有限合伙人对合伙事务的参与范围过窄。这种“安全港”条款的设计无法满足 PE/VC 中的有限合伙人保护投资的需求。

5. 完善有限合伙型私募股权基金的立法建议

5.1. 细化信义义务的内容和标准

如前所述，《合伙企业法》在信义义务方面的缺失是导致代理成本过高的一个原因。尽管《合伙企业法》规定了有关普通合伙人竞业禁止、不得挪用合伙企业财产、不得自我交易的义务，这些义务类似于忠诚义务，但标准较低。本文有以下建议：第一，将有限合伙人与普通合伙人进行区分，为普通合伙人设立更严格的忠诚义务，可以以非详尽式列举的方式将《私募投资基金监督管理暂行办法(2014)》第 23 条的情景纳入《合伙企业法》规定的一般忠诚义务范围。第二，加入普通合伙人避免利益冲突的义务

作为基金管理人在应对商业利益冲突时的总体要求。第三，颁布司法解释对相应术语和实践难题做进一步说明。另外，在注意义务方面，建议我国借鉴 UPA 和特拉华州法典设定的“重大过失”标准，而不应设置过于严格的注意义务，否则可能会导致合作伙伴对其业务决策过于谨慎，从而产生寒蝉效应并导致进一步的市场失灵[2]。

5.2. 明确派生诉讼的地位和实体、程序条件

有限合伙人派生诉讼可以为投资者提供额外的救济途径，加强对投资者的保护。建议在修订《合伙企业法》时，参考公司法有关股东派生诉讼的规定，明确在满足一定条件时有限合伙人可以以合伙企业的名义对普通合伙人提起诉讼。在程序方面，需要明确诉讼费用的分担，胜诉赔偿应该归属于合伙企业，以及可以为派生诉讼设定前置程序，例如已用尽请求合伙企业管理委员会采取措施等其他救济。

5.3. 适当扩张有限合伙人对企业内部治理和重大决策的监督管理权

控制规则和安全港清单是平衡有限合伙人与普通合伙人的权利义务的重要工具。安全港清单越限缩，则控制规则越严格；反之安全港清单越宽泛，则控制规则越宽松，投资者在参与管理方面拥有更多的自由。

近年来其他国家有扩大安全港条款的趋势，甚至美国 2001 年 ULPA 已废除控制规则。¹⁰这是因为 ULPA 经过三次修订，仍然无法回答何为“控制”？控制和管理的界限在哪里？有限合伙人参与合伙事务到何种地步才能算为控制？同时，也永远无法列出穷尽的安全港清单。在这种情况下，控制规则反而增加了有限合伙人的风险。并且因为美国的风险投资市场发展较早，已经建立了运行良好的声誉机制，投资者和基金管理人都是成熟的商业从业人员，可以移除强制性规定，从而为它们留下自由协议的空间。

我国是否也应该追随上述趋势？本文认为，我国风险资本来源、商业信誉环境、投资文化等与美国差别迥异[4]。当前我国个人投资者占多数，抗风险能力较机构投资者更差，尚未形成专业的基金管理人市场和良好的声誉机制，投资者对基金管理人缺乏信任，代理问题突出，因此有必要赋予有限合伙人适度的合伙事务执行权，使其可以对合伙重大事务施加影响，从而实现普通合伙人的监督与制衡。而现行《合伙企业法》的安全港清单过于严格，导致有限合伙人对普通合伙人的监督受阻。《合伙企业法》的完善自然不应盲目追随上述美国 ULPA 的发展趋势，但如此过于保守的规定显然也不符合我国当前的环境，有必要对有限合伙人执行合伙事务的权限进行适当扩张。

要确定有限合伙人合伙事务执行权的内容，必须先明确有限合伙人行使合伙事务执行权的边界。有限合伙人执行合伙事务的领域大致可以分为两类：投资业务相关领域及治理相关规则。风险投资业务领域的业务复杂程度很高，投资者是否具备相应的专长存在疑问。另外，风险投资项目往往需要严格保密，迅速决策，有限合伙人的介入无疑在一定程度上影响了投资效率。因此，有限合伙人对风险投资业务的参与应当谨慎，除重大事项外不应过度参与。与投资业务相比，有限合伙人对合伙内部治理规则相关领域的监督效率较高。这一领域的监督复杂程度较低，专业性要求不高，监督的指导原则更为清晰，即要求普通合伙人定期进行工作汇报，奖励表现优异的代理人，同时惩罚表现不佳的代理人。有限合伙人通过直接参与决策与普通合伙人薪酬、选聘等关系后者切身经济利益的事项，间接影响普通合伙人投资行为，促使合伙内部制约、监督及激励管理层的制度设计的有效运行[4]。

当然，有限合伙人的管理权不应集中于合伙企业日常业务，而应限定在重大投资决策、合伙企业内部治理等层面，以防抑制普通合伙人的积极性。换言之，有限合伙人参与合伙管理必须适度，并非改变两类合伙人之间的基本权力配置模式，而只是对其进行微调，否则便失去了有限合伙企业“专家理财”的制度优势。因此，建议在《合伙企业法》第 68 条第 2 款项下增加关于有限合伙人表决权的规定，明确

¹⁰See Section 303 of ULPA 2001.

有限合伙人可以对下列重大事项拥有表决权, 包括购买、出售重大资产, 一定限额以上的重大投资, 正常经营范围之外的担保, 合伙业务性质的改变, 存在利益冲突的交易, 解散合伙等重大事项[4]。

6. 结论

由于有限合伙企业固有的代理问题, 加上我国私募股权基金投资主体主要是个人或上市公司, 行业市场发展较短, 投资人对基金管理人普遍缺乏信任, 以及《合伙企业法》对投资者的保护不足等多种因素, 我国私募股权基金有限合伙人倾向于通过各种方式“积极”参与决策, 一个典型案例就是东海创投。这种运作模式可能会导致决策失灵, 不利于合伙企业的稳定持续。本文建议从制度上加强对普通合伙人和有限合伙人的权利义务平衡, 针对目前在有限合伙型私募基金监管方面存在的信义义务缺失、派生诉讼无法落地、控制规则和安全港条款过于严格的问题, 完善《合伙企业法》。

参考文献

- [1] 赵玉. 论我国有限合伙型股权投资基金的制度结构与完善路径[J]. 社会科学研究, 2010(6): 80-86.
- [2] Lin, L. (2017) Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China. *Columbia Journal of Asian Law*, **30**, 160-220. <https://doi.org/10.52214/cjal.v30i2.9251>
- [3] Lin, L. (2013) The Private Equity Limited Partnership in China: A Critical Evaluation of Active Limited Partners. *Journal of Corporate Law Studies*, **13**, 185-217. <https://doi.org/10.5235/14735970.13.1.185>
- [4] 甘培忠, 李科珍. 论风险投资有限合伙人“执行合伙事务”行为暨权力之边界[J]. 法学评论, 2012, 30(2): 11.
- [5] 程凯. 略论私募股权基金中有限合伙人“积极”参与投资决策之行为[J]. 我国外资, 2013(18): 269-271.
- [6] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [7] Gulinello, C. (2015) Engineering a Venture Capital Market and the Effects of Government Control on Private Ordering: Lessons from the Taiwan Experience, 37 *Geogre Washington. International Law Review*, **7**, 845-849.
- [8] 潘林. 有限合伙控制规则的功能、境遇与实现——基于我国的风险投资实践[J]. 当代法学, 2014, 28(3): 102-109.
- [9] Ribstein, L.E. (2004) Fiduciary Duties and Limited Partnership Agreements. *Suffolk University Law Review*, **37**, 927. <https://doi.org/10.2139/ssrn.401680>
- [10] Lin, L. (2018) Private Equity Investor Protection: Conceptualizing the Duties of General Partners in China. *Berkeley Business Law Journal*, **15**, 84-85.
- [11] Lin, L. (2011) Limited Partners' Derivative Action: Problem and Prospects in the Private Equity Market of China. *Hong Kong Law Journal*, **41**, 517.