



私募基金法律

私募投资基金接纳保险资金出资时需要注意哪些法律问题？

张平 | 戴夕宁 | 王泫斐

近些年来，私募投资基金¹发展非常迅速，主要原因之一是境内有很多机构投资者纷纷投资到私募投资基金，保险资金是其中重要资金来源之一。目前，越来越多的私募投资基金管理人具备了募集保险资金的条件，希望与保险资金开展合作。保险资金具有投资期限长、投资金额较大且出资能力持续稳定等特点，这与私募投资基金具有较高的契合度，因此已成为私募投资基金市场上的重要参与主体，但同时保险资金参与私募投资基金亦受到其自身监管部门的监管和相关行业内部法规的约束，私募投资基金管理人在募集保险资金时，需要熟悉并注意该等由保险资金监管要求延伸而来的保险资金“投资特性”。

一、 保险资金参与私募投资基金市场的发展历程

保险资金，一般是指保险集团（控股）公司、保险公司（统称“**保险公司**”）以本外币计价的资本金、公积金、未分配利润、各项准备金及其他资金。出于审慎考虑，最初保险资金的金融资产投资只允许投向银行存款、政府债券、金融债券等信用评级高、投资风险趋向于零的投资项目。随着私募投资基金等资本市场的逐渐成熟和快速发展，中国保险监督管理委员会（现已撤销并合并为中国银行保险监督管理委员会，由于现行保险资金参与私募投资基金市场的监管规定主要由原中国保险监督管理委员会颁发，本文中以下仍简称为“**中国保监会**”）逐渐放开了保险资金的运用领域。通过《保险资金运用管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会令 2010 年第 9 号）及《保险资金投资股权暂行办法》（保监发[2010]79 号）（简称“**《投资股权暂行办法》**”）等一系列监管规定为保险资金投资于私募股权投资基金打开了大门，股权投资成为了保险资产管理的常规业务之一。

2014 年，中国保监会发布了《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》（保监发[2014]101 号）（简称“**《投资创业投资基金通知》**”），进一步放开了《保险资金运用管理暂行办法》中“保险资金不得投资创业、风险投资基金”的限制，为保险资金投资于私募创业投资基金、支持中小微企业的发展提供了规则支持。

¹ 为且仅为本文叙述之目的，私募投资基金仅指私募股权投资基金和私募创业投资基金。

随着保险资金参与私募投资基金市场的进一步成熟，中国保监会于 2015 年下发了《关于设立保险私募基金有关事项的通知》（保监发[2015]89 号），允许保险资金设立私募投资基金，这一通知的发布使得保险资金在私募投资基金市场由单纯的买方向卖方市场转向，保险资金除投资于第三方私募投资基金外，还可以自行发起设立私募投资基金²。

2018 年 1 月 24 日发布的《保险资金运用管理办法》（保监会令[2018]1 号）（简称“《**险资运用管理办法**》”）整合了原有保险资金运用的监管规定，正式将“投资股权”列为了保险资金运用的一种形式，并进一步明确了保险资金可以投资创业投资基金，消除了《保险资金运用管理暂行办法》与已发布的具体规范性文件之间的冲突。

综合目前中国保监会下发的关于保险资金参与私募投资基金市场的相关规定，目前保险资金参与私募投资基金市场的主体主要包括保险公司及由保险资金设立的私募基金（简称“**保险私募基金**”），参与途径包括自行发起设立保险私募基金及参与投资第三方私募基金。视保险资金的参与主体不同，其对基金管理人提出了不同的投资前提条件及投资运作要求。

二、 提示特别注意的法律问题和建议

保险资金投资第三方私募投资基金通常会要求基金的募集管理机构就其自身及基金持续符合保险资金相关监管规定作出概括性的陈述保证，建议私募投资基金管理人在接纳保险资金投资前了解和掌握保险资金的监管规定和相关特征，一方面在设立基金过程中，能注意到相关规定和限制，搭建合理的基金架构及准备配套的交易文件，另一方面在后续基金运营过程中也能持续注意和保持相关合规性。此外，对于该等监管要求中需追溯或穿透至第三方的部分，建议注意在与第三方的协议中要求其作出同等的陈述保证（如对于托管机构的要求、对下层投资标的的要求等），以避免由于第三方的违规行为导致基金管理人自身的违规。

具体而言，基于保险资金投资特性，建议私募投资基金管理人在与保险资金合作时特别注意如下一些法律问题：

（一）确认保险资金投资主体

如前文所述，保险资金的投资主体可以为保险公司及保险私募基金，而目前保险资金的监管规定对这两类投资主体的监管进行了适当的区分。我们理解，适用法律和规范层面未明确要求保险私募基金投资于第三方私募投资基金时，仍然适用《投资股权暂行办法》等保险资金间接投资股权的规定。因此，建议基金管理人在接受保险资金的投资时，首先确认其投资主体情况及相关适用规定的要求以进一步明确相应需符合的监管要求。另外，考虑到保险资金来源的复杂性，我们也提示基金管理人注意核查确认保险资金投资主体以及其被穿透的各级投资人中是否含有资管计划、外资等可能会对私募投资基金的投资及退出产生特殊影响的成分。

（二）确认接纳保险资金的基金类型

由于目前保险资金³投资第三方私募投资基金的监管规定对创业投资基金及股权投资基金进行

² 鉴于本文篇幅和话题重点，保险资金发起设立私募投资基金不在本文中展开叙述。

³ 由于该等类型区分主要见于保险资金间接投资股权的相关规定，因此下文主要基于以保险公司作为投资主体进行讨论。

了区分监管，因此基金管理人在接纳保险资金时应当结合该等区分监管规定考虑私募基金备案类型（股权/创业）、基金架构搭建及未来可能涉及的调整安排。

1. 管理人注册资本要求

保险资金监管规定要求保险资金所投资的股权投资基金管理人的注册资本应不低于 1 亿元人民币；而保险资金所投资的创业投资基金管理人未有此强制要求。

我们提示，虽然保险资金的相关监管规定仅对基金管理人的注册资本作出规定⁴，但基金管理人仍同时需满足中国证券投资基金业协会（简称“**基金业协会**”）对其资本充足率的要求。基金业协会目前对基金管理人实收资本的要求主要为“针对私募基金管理人的实收资本/实缴资本比例未达到注册资本/认缴资本的 25%的情况，协会将在私募基金管理人公示信息中予以特别提示，并在私募基金管理人分类公示中予以公示”，因此基金管理人如应保险资金要求将注册资本调整为 1 亿元人民币，则通常需至少实缴 2500 万人民币。此外，我们进一步提示实践中基金业协会可能对基金管理人的股东出资能力提出更高的要求。

2. 管理人资质要求

为筛选优质的基金管理人，保险资金对于股权投资基金及创业投资基金的管理人亦有一定的管理经验及管理团队要求，具体如下：

	股权投资基金管理人	创业投资基金管理人
管理经验	具有丰富的股权投资经验，管理资产余额（指中国境内以人民币计价的实际到账资产和资金的余额）不低于 30 亿元，且历史业绩优秀，商业信誉良好。	<ul style="list-style-type: none"> i 具有 5 年以上创业投资管理经验，历史业绩优秀，累计管理创业投资资产规模不低于 10 亿元； ii 已管理其他创业投资基金。
管理团队	<ul style="list-style-type: none"> i 具有稳定的管理团队，拥有不少于 10 名具有股权投资和相关经验的专业人员，已完成退出项目不少于 3 个，其中具有 5 年以上相关经验的不少于 2 名，具有 3 年以上相关经验的不少于 3 名，且高级管理人员中，具有 8 年以上相关经验的不少于 1 名； ii 拥有不少于 3 名熟悉企业运营、财务管理、项目融资的专业人员。 	<ul style="list-style-type: none"> i 为创业投资基金配备专属且稳定的管理团队，拥有不少于 5 名专业投资人员，成功退出的创业投资项目合计不少于 10 个，至少 3 名专业投资人员共同工作满 5 年； ii 投资决策人员具备 5 年以上创业投资管理经验，其中至少 2 人具有 3 年以上企业管理运营经验。

3. 募集规模要求

保险资金所投资的股权投资基金的募集或认缴资金规模应不低于 5 亿元人民币，而保险资金投资的创业投资基金募集规模则**不应**超过 5 亿元人民币。也即保险资金监管规定从募集规模的角度为股权投资基金及创业投资基金设定了明确的分水岭。基金管理人应当根据其实际投资标的、拟募集

⁴ 也有消息称，有的保险资金对于私募股权投资基金管理人的资本金要求为实缴金额不低于 1 亿元人民币。

规模来考虑基金类型的设置并通过适当的架构安排接纳保险资金的投资。

此外，除对基金整体募集规模的要求外，保险资金所投资的创业投资基金普通合伙人（或基金管理机构）及其关联方、基金主要管理人员投资或认缴基金的余额合计不得低于该创业投资基金募集规模的 3%，我们提示创业投资基金的管理人注意该等出资要求。

4. 投资上市公司股票

《险资运用管理办法》第 12 条规定，保险资金投资的股权，应当为境内依法设立和注册登记，且未在证券交易所公开上市的股份有限公司和有限责任公司的股权。《投资股权暂行办法》第 2 条亦明确该办法所称股权为在中国境内依法设立和注册登记，且未在中国境内证券交易所公开上市的股份有限公司和有限责任公司的股权。因此，保险资金可投资股权的范围原则上不包括上市公司股票。但《投资股权和不动产通知通知》为保险资金投资的股权投资基金适当放开了该等约束，其规定并购基金的投资标的可以包括公开上市交易的股票，但仅限于采取战略投资、定向增发、大宗交易等非交易过户方式，且投资规模不高于该基金资产余额的 20%。根据我们的项目经验，该等对于投资上市公司股票的限制适用于保险资金所投资各类股权投资基金。

5. 单一投资标的限制

结合创业投资基金的风险投资性质并为保障保险资金的运作安排，对于保险资金投资的创业投资基金，相关监管规定特别就其投资单一创业企业的上限进行了约束，也即创业投资基金投资单一创业投资企业股权的余额不得超过该创业投资基金募集规模的 10%。

（三）架构安排

综合保险资金对管理人资质、基金募集规模及投资限制等多方面的特殊要求，基金管理人在考虑接受保险资金投资时，应当结合基金的其他特殊潜在投资者要求（如政府投资人、地方引导基金等）搭建适当的基金架构。该等架构安排亦应考虑到《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（即大资管新规）关于多层嵌套的限制及保险资金监管规定中关于所投资母基金结构的要求等。

（四）信息披露要求

接受保险资金投资后，基金管理人应当按照《投资股权暂行办法》及相关规定的要求向中国保监会报送资金运作情况，具体为每季度结束后 30 个工作日内和每年 4 月 30 日前，在股权投资信息报告系统中提交季度报告和年度报告等。由于目前基金业协会并未强制要求私募投资基金报送季报，且关于年报提供的时间也较保险资金监管规定更为宽松，因此基金管理人应注意该等保险资金的额外信息披露要求并协调内部团队准备相关材料。

（五）估值要求

保险资金要求基金管理人提供的年度报告中包括基金的估值报告，中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云在其参与“新监管时代下私募基金与资管”高峰论坛中亦指出私募投资基金市场此前对于长期股权资产的估值标准及方法上存在不足，对投资效果的评价可能不到位的情况。我们建议基金管理人结合自身商业习惯及基金业协会今年出台的《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》的要求，建立基金估值体系，并考虑到保险资金关于投资估值方面的具体信息需求。

（六）基金合同条款

除上述监管要求外，保险资金在参与私募投资基金时，亦会提出其内部风控要求，这方面则需管理人具体问题具体分析地应对。根据我们早期项目经验，在保险资金刚开始进入私募基金市场的时期，往往要求私募投资基金设置门槛收益以保障保险资金的投资回报。近几年随着人民币基金市场的迅速发展，各种不同的收益分配方式都有出现，该等门槛收益要求也不再单一化。其他还有些特别要求例如希望取得共同投资权、新基金的优先参与权等，建议私募投资基金管理人协调好保险资金投资人与其他投资人（包括其他 FOF 基金、政府引导基金等）相关权利的整体安排。

三、 结语

我们看到保险资金已成为私募投资基金市场的活跃主体，建议私募投资基金管理人在与保险资金合作前，事先熟悉保险资金投资基金的相关监管规定，以便在拟募集保险资金时能够量体裁衣，灵活匹配保险资金要求的各项投资前提条件，合理设计基金架构和准备相关基金文件，并在与保险资金真正实现合作之后能够做到基金的持续合规运营。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤投资基金组**张平律师**（+86-10-85255534/13910903393；evan.zhang@hankunlaw.com）联系。