



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西 · 务实创新

2018年9月18日

私募基金法律

LP 共同投资权 — 想说爱你不容易

王勇 | 甄叶 | 杨李 | 祖菘

私募基金语境下的共同投资（co-investment），通常指私募基金的投资者¹与私募基金共同直接投资于特定被投企业的投资安排，是私募基金投资者（“LP”）²与私募基金普通合伙人（“GP”）在基金谈判中关注的焦点之一。共同投资安排并非私募基金投资中的一个惯常必备安排，业内对共同投资安排在商业逻辑上的合理性也尚存一定争议，但近年来确有越来越多机构 LP 在投资基金时或多或少要求一些共同投资相关权利，私募业内共同投资的规模也在持续增长³。尽管越来越多 LP 有此要求，在向 LP 承诺提供共同投资机会这一问题上，绝大多数 GP 一直持较为保守的态度。不过，今年资管新规落地后，一级市场资金来源减少，为应对新的募资环境，也有 GP 意识到 LP 共同投资权在吸引投资者及放大资金效益方面的作用。

有鉴于上述，本文将就 LP 共同投资权的落实难度、LP 与 GP 对共同投资的不同考量、共同投资的模式以及共同投资事项涉及的核心关注点进行简要梳理，供业界人士参考。

一、 LP 共同投资权究竟难在哪儿

虽然近年来 LP 对共同投资权热情不减，但共同投资权的设置和落实却并非易事：

首先，考虑到共同投资机会的提供可能增加基金层面处理利益冲突的难度，以及共同投资的实现最终仍取决于被投资企业意愿、投资额度获取成本、项目开展情况等实际因素，GP 一般很难就 LP 共同投资权作出明确的书面约定，否则 GP 将在一定程度上丧失投资决策灵活性，甚至可能面临违约责任。此外，业内对共同投资安排在商业逻辑上的合理性也尚存一些争议。有些意见认为 GP 向 LP 提供共同投资机会是背离基金管理业务实质的一种做法（实质属于投资顾问业务），还有意见认

¹ 除了私募基金 LP 与私募基金共同投资，共同投资也可能涉及 LP 之外的第三方与私募基金的共同投资，本文主要在前者语境下展开讨论。

² 鉴于有限合伙是私募基金最常用的组织形式，本文主要就有限合伙形式的私募基金展开讨论。

³ Preqin 于 2017 年发布的一项统计数据显示，约有 45% 的 GP 明确表示其愿意向 LP 提供更多的共同投资机会，约有 82% 的 LP 愿意加大参与共同投资的力度。参见 Preqin 于 2017 年 8 月 14 日发布的 Historical Private Fundraising Statistics (co-investment and co-investment multi-manager)。

为共同投资安排实际是 LP 变相要求降低实际负担的管理费及绩效收益，故从根本上 GP 并无相应的动机去采取此等安排；

其次，即便有些 GP 考虑到实际情况同意作出书面约定，往往也仅采用较为原则性的表述（例如，约定“在现实可行的情况下尽合理商业努力”向 LP 提供共同投资机会），难以就共同投资机会的提供或最终落实作出确定性承诺；

再次，LP 共同投资权的实现很大程度上依赖于被投企业的配合程度，即便少数情况下 GP 作出了明确承诺，LP 参与共同投资仍受到一些现实情况的制约（如被投资企业向参与共同投资的 LP 提供的尽职调查资料和/或尽职调查时间非常有限等）；

最后，很多 LP 尚缺乏内部具备直投经验的团队，也使得其较难以对共同投资项目作出快速的专业决策，实际行使共同投资权。

二、 LP 希望获得共同投资权的一些考虑⁴

近年来，有越来越多机构 LP（尤其是基石 LP、投资额较大的 LP 或产业公司等战略性 LP）在投资基金时，或多或少会要求一些共同投资相关权利，其主要可能基于以下考虑：

（一） 希望更深入参与优质投资机会

私募基金的管理团队通常由具备投资经验的专业人士组成，该等专业人士往往有丰富的项目资源，并能够通过专业判断深入挖掘具有投资价值的优质投资机会；而 LP 通常是被动投资者，可能希望参与共同投资以借助 GP 项目挖掘的优势投资于更多优质企业。此外，LP 在共同投资中对投资项目的直接参与度往往更高，可获得相较于基金层面间接信息披露更为详细的被投企业信息，部分 LP 也会要求对被投资企业开展独立的财务及法律尽职调查。

（二） 希望比基金 LP 承担更低投资成本

依照行业惯例，GP 通常会在基金层面收取管理费并提取绩效收益。而就共同投资机会而言，虽然 GP 从其立场出发通常也会要求 LP 支付一定报酬，但一些 LP 可能以共同投资大多未额外增加 GP 及管理团队的项目开发或执行成本为由，要求 GP 降低 LP 就共同投资所承担的管理费及绩效收益的费率，使得共同投资部分的费率低于基金层面的费率；在 LP 拥有较高谈判地位和/或项目急需融资支持等情况下，也可能要求 GP 免除共同投资部分的管理费及绩效收益。

（三） 希望项目选择及资金安排更灵活

通常而言，LP 将间接参与基金的全部投资项目⁵，其无法选择仅对某些特定项目进行投资；而在共同投资中，LP 有权参与特定项目的投资，能够更为自主地选择符合其商业兴趣与战略安排的项目类型。

（四） 希望更深入了解 GP 及管理团队

⁴ 本文第二部分、第三部分仅是对过往项目中 LP 与 GP 商业考虑的不完全总结，谨供读者初步参详并引发后续思考。这些商业考虑可能在某些情况下并不适用，不排除一些 LP 或 GP 对此有不同看法。

⁵ 需要注意的是，此处仍受限于适用法律法规的规定或基金合同中投资排除等条款的约定。

尽管 LP 在投资于基金之前可能会对基金 GP 及管理团队开展尽职调查，但该等尽职调查通常仅针对团队人员教育背景及过往投资经历等，无法对 GP 的实际运作情况形成直观了解。而开展共同投资势必会增加 LP 与 GP 之间的沟通与交流，这就为 LP 提供了一个了解 GP 投资运作模式的机会，可供 LP 了解 GP 团队人员及运作模式是否满足其履行信义义务（fiduciary duty）的要求，也可供 LP 团队人员学习借鉴相关投资运作经验。

三、 GP 同意给予共同投资权的一些考虑

LP 往往会基于对其自身有利的诸多考虑而积极要求获得共同投资权，但绝大多数 GP 对共同投资安排一直持较为保守的态度。不过，在特定情况下 GP 同样可能得益于共同投资，并因此同意给予 LP 共同投资权：

（一） 促进基金募资及 LP 关系维护

如前文所述，LP 在基金募集时要求 GP 向其提供共同投资机会已较为普遍，甚至不少机构 LP 在基金募集谈判时会明确表示，获得共同投资机会是他们参与基金投资的最主要目的之一。因此，向 LP 提供共同投资机会可以作为 GP 在基金募集时吸引 LP 的重要优势。此外，考虑到大量机构 LP 自身拥有丰富的行业资源，在共同投资中与该等 LP 建立友好的长期合作关系，可使得 GP 及基金有机会了解更多行业内的潜在投资机会，从而实现 LP 与 GP 之间的双赢。

（二） 在不违反投资限制情况下完成大额投资

基金合同通常会约定投资限制条款（例如，为防止投资过于集中而设置针对单个被投资企业或特定行业的投资比例上限等），在被投资企业可投资额度或被投资企业要求的最低投资额超过基金可投资额上限时，基金可向 LP 提供共同投资机会，以避免被动放弃投资机会。此外，在基金投资期即将届满、下一期基金尚未到位的情况下，邀请 LP 开展共同投资亦可解决锁定优质被投资企业的燃眉之急。

（三） 获取额外的管理费和绩效收益

相较于 GP 在基金层面收取的管理费及绩效收益，GP 有可能就共同投资部分收取费率相对较低的管理费及绩效收益。但值得注意的是，即使不向 LP 提供共同投资机会，GP 为基金投资之目的也需要投入相关的项目挖掘及尽职调查成本。综合考虑两方面因素以及被投资企业投资额度获取成本、项目其他执行成本等实际情况，向 LP 提供共同投资机会有可能使得 GP 以更投入获取管理费及绩效收益。

（四） 保持绩效收益的独立性

GP 在基金层面收取绩效收益往往受基金合同中一些的限制，例如：基金合同往往约定，在 LP 收回其截至分配时的全部实缴出资或针对全部已退出项目的实缴出资、基金收益满足 LP 的门槛收益率后，方可计提绩效收益。此外，已经收取的绩效收益往往也受回拨条款的限制。GP 收取的绩效收益将按照基金整体项目投资情况予以核算，在部分被投资企业收益表现优秀、但其他被投资企业收益平平甚至亏损的情况下，GP 仍可能需要向基金返还部分绩效收益。而在共同投资中，GP 收取绩效收益的时间和金额仅与共同投资涉及的特定被投资企业相关，不受基金其他投资项目的影响。

四、 共同投资的主要模式

对于 LP 及 GP 而言，在开展共同投资前确定适当的投资模式至关重要。尽管开展共同投资所适用的具体模式一般由 GP 综合实际情况予以确定，但 LP 通常也会对 GP 拟定的投资模式进行了了解和论证，以判断该等模式是否会带来额外的税务负担或其他义务。实践中，共同投资可通过多种架构安排得以实现，主要模式有两类：

（一） LP 直接投资于被投资企业

在一些情形中，LP 会直接作为股东投资于被投资企业。该模式下 LP 通常无需向 GP 支付管理费或绩效收益，无需承担设立共同投资载体（定义见下文）的相关费用，且能够直接作为被投资企业的股东在被投资企业层面行使股东权利。尽管该模式投资结构较为简单且能使 LP 获取较大投资收益及控制权，但 LP 可能缺乏具备足够时间、经验和专业能力的投资团队，无法承担被投资企业投后管理方面的工作，从而降低该模式的现实可行性。更重要的是，如果参与共同投资的 LP 人数较多，参与共同投资的 LP 是否能够直接成为其股东还需取决于被投资企业的意愿——出于简化股东关系及公司治理的需要，被投资企业往往不希望小股东人数过多。

（二） LP 通过共同投资载体投资于被投资企业

在更为常见的共同投资模式下，GP 或其关联方发起设立一个或多个合伙企业或有限公司实体（“共同投资载体”），以接纳参与共同投资的 LP，并由共同投资载体投资于被投资企业。该模式下，共同投资载体既可与基金共同投资于所有可投资项目，也可仅就个别项目进行共同投资。共同投资载体通常由基金的管理人、GP 或其关联方控制及管理，共同投资载体的组织文件往往也与基金的有限合伙协议实质相同⁶。对 LP 而言，该模式的优势在于，其无需设置专业投资管理人员即可参与共同投资，但其在共同投资载体层面可能需要承担管理费和绩效收益。

五、 共同投资的核心关注点

如前所述，LP 共同投资权的最终实现并不容易，我们在此就设立共同投资载体的模式下 GP 与 LP 的核心关注点进行讨论，以帮助 GP 与 LP 在新的募资环境下，充分考虑自身不同需求、并对共同投资作出双赢的安排：

（一） 收入分配及费用分摊

管理费及绩效收益的设置：管理费及绩效收益涉及 LP 与 GP 的核心经济利益，往往是双方谈判的重点。GP 需要结合共同投资机会来源、被投资企业具体情况、LP 认缴出资额、LP 的投资对基金是否具有战略意义等因素，整体判断是否同意对涉及共同投资的管理费及绩效收益进行相应的设置。

投资和运营费用的分摊：通常而言，仅与共同投资载体有关的费用（如设立费用）由共同投资载体自行承担，而为基金与共同投资载体的共同利益产生的费用（如尽职调查等投资费用）则由基金与共同投资载体按比例分摊。对未实际完成的投资项目，如果 LP 在项目终止前尚未对共同投资载体履行出资义务，实践中该等费用可能会由基金承担。另外，GP 可能就共同投资载体的运营费用（如会计税务相关费用或赔偿费用）作出不同的安排：如果 LP 一次性实缴

⁶ 如前所述，共同投资载体的绩效收益和管理费可能与主基金不同。

其全部投资金额，则 GP 有可能同意在该项共同投资产生现金流即优先返还 GP 的前提下，垫付共同投资载体运营费用；部分 LP 也可能同意在投资金额之外单独承担投资运营费用，这种情况下，LP 可能要求就运营费用的年度或总计金额设置上限，或要求以有限资产的特殊目的公司作为其投资于共同投资载体并额外承担投资运营费用的主体。

(二) 投资机会的分配

基金 LP 之间投资机会的分配：有限合伙协议通常会约定，共同投资金额、有关时机及其他条件均应由 GP 自行决定，但 LP 往往会要求享有共同投资的优先权，且有时会要求 GP 向其提供的共同投资额度不得低于一定数额。考虑到共同投资机会的提供不仅仅取决于 GP 的意志，还取决于被投企业的具体情况等其他因素，通常 GP 会对如何在 LP 之间分配共同投资机会保留相当的自由裁量权。

基金与共同投资载体间投资机会的分配：从避免利益冲突的角度出发，理想状态下，共同投资载体的条款原则上与基金实质性相同，两者对于被投企业的投资与退出也同进同退。但实践中，受限于共同投资载体的设立与募资进程及被投企业的融资需求，共同投资载体与基金很可能无法在同一时点对被投资企业进行投资。在这种情况下，如基金合同允许，则基金可先单独开展投资，待共同投资载体完成设立后，再将相应比例的股权转让给共同投资载体。此外，在已投资项目后续投资的分配方面，也可能存在利益冲突：GP 可能倾向于用基金来开展后续投资，而 LP 则通常更倾向于通过共同投资载体或由 LP 直接行使优先认购权、优先受让权或其他投资权利以直接进行后续投资。

(三) 投资机会提供程序

GP 发出共同投资邀请：LP 往往会明确要求在 GP 投资决策委员会作出对被投资企业投资决定后的一定时间内与 LP 进行沟通并向其发出共同投资的邀请，以预留一段时间来决策是否参与共同投资。

LP 反馈共同投资意愿：考虑到共同投资的开展通常受限于较为紧迫的投资时间表，GP 通常要求 LP 在收到共同投资邀请的特定时间内反馈并明确表示其是否参加该项共同投资。

被投资企业信息的共享：LP 通常会要求 GP 在向其发出共同投资邀请的同时向其提供被投企业的尽职调查报告或其他相关文件，而 GP 通常会要求仅在 LP 同意分摊尽职调查费用且不会违反其所负有的保密义务的情况下才同意分享。如 LP 要求对被投资企业开展独立尽职调查的，则可能需要 GP 协助其与被投资企业进行协调，但该等独立尽职调查的可行性仍需视被投企业的意愿而定。

尽管在追求共同投资权的路途中有着各种曲折坎坷，LP 们的诉求亦往往受被投资企业和标的项目的具体情况所限，但 LP 们仍义无反顾、奋勇向前，而经验丰富的基金律师则如月下红娘，可以让相互属意的 GP 与 LP 们有情人终成眷属。

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或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据。

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王勇先生（+86-10-8525 5553/185 1188 0418; james.wang@hankunlaw.com）联系。