



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西 · 务实创新

2018年10月11日

私募基金法律

那些年，我们一起写过的 Side Letters

王勇 | 景晴 | 王秋然

境内私募股权基金募集过程中，Side Letter（通译附属协议或补充协议）常常被基金管理人/普通合伙人（“GP”）和投资者（“LP”）视作达成合作关系的桥梁——通过一对一的签署方式，使GP得以从基金整体利益考虑为出发点，与某些LP达成单独的特殊安排，以吸引LP加入，形成GP与LP乃至整个基金的共赢。本文将从Side Letter效力、惯常内容、起草要点等角度进行简要介绍评析，供业内人士参考。

一、什么情况可以签署 Side Letter？

（一）关注要点

在基金募集的实际谈判中，Side Letter 通常会被认为是部分不宜纳入基金有限合伙协议（“LPA”）的条款的最后归宿。这容易令GP和LP产生错觉，似乎任何LPA无法解决的问题扔进Side Letter就能皆大欢喜。然而，尽管Side Letter从形式上来看是一一对一的协议，但从本质而言仍属于对LPA的补充，实际履行起来可能会对GP运营基金整体产生影响力。因此，并不是所有的条款都可以通过Side Letter进行单独约定，即使属于LPA明确授权GP可以独立决定的事项，GP与LP签署Side Letter时也会十分谨慎。我们建议，在考虑什么情况可以签署Side Letter时着重关注如下问题：

- Side Letter 的约定是否会违反适用法律法规的规定（如《合伙企业法》）？
- LPA 是否已对 GP 进行概括性授权，允许 GP 在 LPA 的授权范围内与 LP 单独签署 Side Letter？
- 针对某一拟通过 Side Letter 约定的具体事项，LPA 是否明确允许 GP 与 LP 单独达成协议？
- 针对 LPA 授权 GP 自行决定的事项，GP 就该事项与 LP 单独达成协议是否会对其他 LP 的权益造成不利影响或其他重大影响？

- 纳入某一 Side Letter 的事项是否会对 GP 运营基金整体产生影响？¹
- 拟与各 LP 签署的 Side Letter 之间是否会相互影响、制约或冲突？

（二）境内基金视角

通常认为，一份有效 Side Letter 的“底线”是约定事项不违反适用法律法规的规定、属于 LPA 允许 GP 自行决定的范围，且 Side Letter 也不违反当事人签署的其他协议（包括 LPA 及 GP 与其他 LP 签署的 Side Letter）。在此基础之上，很多 GP 在实际签署 Side Letter 时也会十分审慎，尤其会关注与某一 LP 签署的 Side Letter 是否会对其他 LP 的利益造成不利影响或其他重大影响。

目前，中国适用法律法规尚未明确对基金 Side Letter 的态度，而私募基金监管部门也还未对 Side Letter 的签署和执行进行明确的监控和限制。谨慎起见，我们认为 GP 在衡量某一条款是否可以通过 Side Letter 进行约定时，可以参照《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令第 105 号）的原则性规定，即私募基金管理人应当“恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务”，应当“按照合同约定，如实向投资者披露基金投资……可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息”²，对于可能对其他 LP 造成重大影响或可能导致利益冲突的事项，在 LPA 内进行充分披露和明确授权。至于何谓“重大信息”，以及进一步的问题对于“重大信息”需要在 LPA 内披露到什么程度才能被视为充分披露和明确授权，目前在我国立法和监管执行层面都还未有明确标准。

（三）境外基金视角

针对上述问题，放眼境外基金实践，我们注意到境外监管机构如美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，即 SEC）、英国金融服务局（Financial Services Authority，即 FSA）均十分关注私募基金（尤其是对冲基金）及公募基金的 Side Letter：

- **SEC**。SEC 较为关注 Side Letter 中有可能导致利益冲突（conflicts of interest）的条款。
 - （1）时任 SEC 原投资者保护部门（Office of Investor Education and Assistance）负责人 Susan Ferris Wyderko 在 2006 年 5 月的一次演讲中表示³，就对冲基金的 Side Letter 而言，最易有争议的是会损害其他投资者利益的重大利益冲突条款，尤其是流动性优先权（liquidity preference）或投资组合信息知情优先权，而诸如额外投资参与权、最惠国待遇（Most Favored Nations，即 MFN）、降低管理费/收益分成则监管关注度相对较低⁴；另外，其也同时明确了 SEC 会审阅 Side Letter 并评估判断是否已向其他投资者披露 Side Letter 的签订及相关冲突。
 - （2）时任 SEC 合规稽查部门（Office of Compliance Inspections and Examinations）负责人 Carlo V. di Florio 在 2011 年 5 月一次有关私募股权基金合规问题的对话问答中明确表示，SEC 会关注基金管理人与基金和基金投资者之间的、以及不同类别投资者之间的利益冲突，其中即包括通过 Side

¹ 例如，在 LPA 的基础上，要求 GP 决定某一事项需满足更严格的限制条件或更高的前置审批要求等。

² 分别见《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令第 105 号）第四条及第二十四条。

³ 请参见：<https://www.sec.gov/news/testimony/ts051606sfw.htm>。

⁴ 但这并不能代表 SEC 完全不会监管该类 Side Letter 条款。

Letter 给予投资人优惠待遇⁵。(3) SEC 曾指控某基金顾问及顾问公司不当管理基金财产等行为,其中即包括私下与部分投资人单边达成口头及书面协议、授予回赎和流动性方面的优先权,而未向基金的董事会和其他投资人披露相关安排。最终该顾问及顾问公司为诸项不当行为支付了 1800 万美元的罚金,且该顾问 5 年内不得从事证券行业⁶。

- **FSA**。FSA 对 Side Letter 的态度稍显强硬一些。在对冲基金领域的最低市场惯例标准问题上, FSA 的态度是, 管理人应确保向全部投资人通知签署 Side Letter 的事实并充分管理任何相关冲突, 如管理人隐瞒 Side Letter 的签订事实, 则视具体情节有可能涉及刑事犯罪。总部位于伦敦的另类投资管理协会 (Alternative Investment Management Association, 即 AIMA) 随后于 2006 年发布了对冲基金 Side Letter 指引说明, 以进一步配合说明相关要求, 其中明确, 如签订了载有“实质性条款 (material terms)”的 Side Letter, 则对冲基金管理公司应向现有及潜在投资人披露, 且 FSA 确认其会在执行监管职能时参考该指引⁷。

尽管目前境外私募基金监管机构的关注点较多地还是在对冲基金 (监管较为关注的回赎权等在股权类基金中用得不多), 但如 AIMA 所言, AIMA 也将进一步关注私募股权市场及其风险。因此, 谨慎起见, 尤其是在境外基金领域, 我们建议在签署股权投资基金的 Side Letter 时也参照同样的原则性要求。

二、 Side Letter 一般约定什么?

Side Letter 的具体约定内容通常会基于如下因素而定:

- **LP 诉求**。Side Letter 最重要的作用是体现 LP 的特定商业诉求, 如降低或豁免管理费或收益分成、后续募集延期补偿金、提供共同投资机会⁸等。此外, 基于各 LP 不同的背景, 可能还会有一些特殊化的“定制类”条款, 如政府引导基金⁹或其他母基金 LP 出于监管政策的规定或与其与上层投资者已达成的协议要求, 往往还会希望取得一些特定权利。
- **基金交割阶段**。实践中, 一般会在 LPA 谈判阶段同步起草 Side Letter。如 LP 参与的是基金首次交割且处于 LPA 尚有修改余地的阶段, 则 GP 一般会视届时的实际商业考量, 选择是在 LPA 层面还是 Side Letter 层面解决 LP 的诉求; 而如 LP 参与的是基金的后续交割, 为避免修改 LPA 所需的与先前 LP 的沟通和 LP 的内部审批流程, 则 GP 更有可能倾向于通过 Side Letter 解决新 LP 的诉求。

三、 最惠国待遇: 看上去很美?

⁵ Private Equity International's Private Fund Compliance, 请参见: <https://www.sec.gov/news/speech/2011/spch050311cvd.htm>。

⁶ 请参见: <https://www.investor.gov/additional-resources/news-alerts/press-releases/philip-falcone-harbinger-capital-agreement-settlement>。

⁷ 请参见: <https://www.aima.org/article/aima-issues-guidance-note-on-hedge-fund-side-letters.html>。

⁸ 如欲进一步了解私募基金共同投资, 请参阅汉坤法律评述《LP 共同投资权——想说爱你不容易》(2018/09/18)。

⁹ 如欲进一步了解政府引导基金, 请参阅汉坤法律评述《市场化 GP— 如何与政府引导基金和谐共舞》(2018/08/17)。

在众多优惠待遇中，最惠国待遇条款可称得上是较为特殊的一则。该条款自带光环，一旦有其加持，LP 即可在满足一定条件的情况下享有 GP 给予其他 LP 的优惠待遇，因此许多 LP 对此青睐有加。

初见 MFN 条款，LP 可能会相信通过 MFN 条款即可直接获取更多优惠，而 GP 则有时会认为只要按照认缴出资额高低标准来给予 MFN 则可以保证对所有 LP 公平（即某一 LP 仅有权享有适用于认缴出资额不高于其自身认缴出资额的其他 LP 所享有的优惠待遇），因此双方可能会容易认为这是一项让大家皆大欢喜的安排。但实践中，MFN 条款的起草和谈判还是需要审慎，否则，当 MFN 条款真正步入执行阶段，可能会成为一把双刃剑。

从 GP 的角度而言，（1）MFN 条款会带来额外的运营负担及成本。一般来说，为了满足保密的需要，GP 几乎不会直接向其他 LP 直接提供附属协议副本，GP 需在约定时限内制作、汇总隐去敏感信息的优惠待遇挑选清单并发送通知、协助 LP 挑选、按最终挑选结果更新 LP 适用条款等。考虑到这些可能的运营成本，GP 多偏向于尽量在最终交割时一次性协调完毕，但也不排除一些机构 LP 要求每一次交割均需要 GP 披露、配合挑选 MFN，这可能会使得负担及成本更加重；（2）同时，GP 需承担的法律风险亦有可能增加。比如 GP 在制作优惠待遇挑选通知过程中，可能某些条款从客观层面来看是否构成 MFN 可排除项（具体见下文介绍）涉及 GP 的主观判断，存在一定的解释空间。尽管 GP 会秉承诚实善意原则，但仍有可能事后涉及争议。再比如，有些 LP 可能会要求约定附属协议的存在及相关条款均属保密范围，则涉及这些 LP 的 MFN 适用问题则有可能会引起争议。

从 LP 的角度而言，可能有时争取到某一优惠待遇不一定完全有利。比如，如果几乎所有投资人均适用按照认缴出资额高低授予的 MFN 条款，在认缴出资序列中排位较后的投资人，有可能争取到的特殊优惠待遇几乎需适用于其他所有 LP，则可能反而起不到该 LP 想达成的特殊优惠的目的。再如，某些 LP 出于其自身适用法律法规或内部政策考虑要求了某一优惠待遇，而由于 MFN 的适用，该优惠待遇相应扩散适用至许多其他 LP，而对于其他 LP 来说，选择该优惠待遇可能并没有太多实质意义，甚至反而造成不必要的麻烦和限制。

有鉴于此，为了最大化发挥 MFN 条款的效用，MFN 条款往往会设置若干前提条件和排除项，属于相应情形的条款即可排除适用。如前所述，最首要的也是最常见的即是认缴出资金额，即获得 MFN 的 LP 也仅有权挑选认缴出资额小于等于自身的其他 LP 所享有的优惠待遇（如有投资者采用多个出资主体认购，则一般会合并计算认缴出资额）。该排除项的逻辑还是比较容易理解的：投资者享有优惠待遇的最根本的前提是基金作为一个集合资金投资载体，其初衷是为吸引各类 LP 集合资金，并在结合 GP 管理专业技能的基础上，实现 1+1>2 的目标。因此，为吸引 LP 投资，GP 从整个基金的利益的角度出发同意给予 LP 特殊权益，而较低出资的 LP 由于对基金规模贡献相对小且与基金利益绑定程度相对低，则较难有资格适用更多出资 LP 有权享有的优惠待遇。除此之外，惯常的排除项还包括（1）其他投资者为消除相关法律法规或政策影响而约定的、且该 LP 并不适用这些规范政策的条款；（2）与其他投资者认购主体设立地、税务及监管相关但对该 LP 并不适用的条款；（3）只提供给特定背景 LP 的条款，如 GP 关联方、战略投资 LP 等；（4）信息披露相关的条款等。

如前所述，MFN 条款的实施可能会给 GP 带来运营压力，尤其在 LP 众多的情况下，GP 在与

LP 商议、或协调 LP 进行优惠待遇选择时需要花费较多精力。为降低前述运营压力，很多 GP 会在募集之初即制定一个较为明确的募集计划，比如可能会面向哪些投资人进行募集、哪些投资人可能会要求 MFN 条款并相应准备标准版的 MFN 条款，要求 LP 尽量适用语言统一的 MFN 条款，并明确仅在最终交割后由 GP 统一发出通知挑选，以避免需要同步多轮投资者谈判流程不断协调挑选。此外，在募集过程中，GP 也可以考虑制作优惠待遇条款总结的方式及时追踪其给予各 LP 的优惠待遇，避免 Side Letter 之间的出现冲突和不一致。

四、“千里之堤溃于蚁穴”：Side Letter 起草小细节

Side Letter 从篇幅上来看通常远远短于 LPA，但其却承载着迎接 LP 步入基金的重大使命。起草一份能实现 GP 和 LP 实现共赢的有效 Side Letter 并非易事。例如，美国特拉华州法院曾认定，鉴于后签署的认购册中载有完整协议条款（entire agreement provision），所以早一天签署的附属协议构成认购册项下相关事宜的先前协议（prior agreement）因而失效；同时该法院指出，即使该附属协议未因此失去效力，GP 也无权通过附属协议给予超越其 LPA 下授予权限的优惠待遇，也不得通过附属协议单边修订 LPA 的方式规避 LPA 修订条款约定的情形¹⁰。参照该案例，建议 Side Letter 的签署时间不先于 LPA 及认购文件，且 GP 仅在 LPA 授权的范围内授予优惠待遇。

再如，通常 GP 会尽可能要求约定，如 LP 违约，则 Side Letter 的部分或全部商业条款失效。该要求背后的逻辑在于，GP 同意给予 LP 优惠条件的基础是基于该 LP 对于基金的出资并遵守 LPA 的约定，如果出现出资违约或其他违约，则可能已经丧失相关基础，且对基金可能已经造成负面影响，在该情况下违约 LP 继续享有 Side Letter 权益可能不再合适，也容易引起其他 LP 的质疑。

此外，我们建议在 Side Letter 起草时尽量保持不同 LP 的 Side Letter 之间使用统一文本模板和定义，这不仅是为了便于 GP 管理、跟踪各 LP 纷杂的优惠待遇，另一方面更是确保不同 Side Letter 之间不会出现不一致而导致难以执行 Side Letter。

综上，Side Letter 是基金募集合作的桥梁，但适用不当也有可能对 GP、LP 及基金造成不利影响。建议 GP 需要审慎判断是否需要签订 Side Letter，可以通过 Side Letter 给予哪些优惠待遇（包括 MFN），并注意各项合规细节，LP 也应结合自身情况考虑是否需要或需要要求哪些优惠待遇，从而通过 Side Letter 达成 GP 与 LP 乃至整个基金的和谐共赢。

¹⁰ 请参见：<https://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=233770>。

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。