



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12日

私募基金法律

双雄联袂之占股基金崛起

王勇 | 董双 | 丁笑 | 徐毅

自2000年以来，高盛（Goldman Sachs）、路博迈（Neuberger Berman）、黑石（Blackstone）等知名全球私募管理机构开始设立以占股其他GP为策略的基金（GP Stake Fund）并投资全球范围内的优质私募股权基金管理机构，一种全新的另类投资的模式应运而生。在这种模式下，占股基金的投资方和被投资方以各自深厚且互补的业内资源强强联合，实现双赢。近年以来，国内私募股权基金管理人已开始关注并实践投资占股这一另类投资新模式，我们亦有幸作为法律顾问参与多项前沿的境内外占股基金交易。

本文旨在基于我们在占股基金交易中的实战经验，介绍占股基金的发展历程，归纳投资占股的交易模式，总结投资占股交易对参与各方的投资意义，分析占股基金投资时的交易要点，以呈现占股基金的概貌，供业内人士参考。

一、投资占股交易模式

在投资占股的投资方式受到市场关注之前，“双GP”或“双管理人”¹是市场上私募基金管理团队之间或与其他合作方运营合作的常见模式，即由合作方分别自行设立的普通合伙人或基金管理人共同管理所发起基金的投资运作，通过框架合作协议、基金合伙协议等协议文件，明确合作双方的权利义务，共享资源和收益。而在投资占股模式下，合作方通过直接投资于私募基金管理人、普通合伙人等相关实体的股权或份额²，直接在管理机构层面以股东协议或合伙协议的方式进行权利义务的划分。

“广义”的投资占股包含了所有私募基金管理团队与合作方共同持有管理机构份额的情形，包括共同发起设立新的管理机构和接受合作方对现有管理机构的投资；“狭义”的投资占股则仅指投资人投资于私募基金管理团队的已有管理机构且基金管理机构通常有在管基金，尤其是投资少数份额的情形。

¹ 实践中，采取双管理人架构的私募基金近期已经无法在基金业协会办理备案。关于Co-GP的相关内容，请参阅汉坤法律评述《双雄联袂之Co-GP风云》（2018/10/08）。

² 基于私募基金管理人、普通合伙人、特殊有限合伙人等投资占股的相关标的主体的法律形式不同，标的权益可能为公司股权或合伙份额，为简便起见，以下统一简称“股权”。

（一）设立合资管理机构（Joint Venture, “JV”）

在发起设立一支新基金时，基石投资人（anchor LP）经常会要求基金的部分管理权或绩效收益的分成，基金发起人团队可以与基石投资人合作设立 JV 作为拟设立基金的普通合伙人或基金管理人，并订立股东协议或合伙协议，事先约定好在 JV 层面的权利义务和利润分配等安排。一般情况下，基金发起人团队将主导基金的投资运作，并分得相对高比例的管理费或绩效收益收入，基石投资人出于对基金拟投资项目享有一定程度决策权的考虑，往往也会要求部分投资决策权，比如委派若干董事会成员或投资决策委员会委员等。

JV 合作模式常见于产业基金。很多基金发起人团队联合其拟投资产业领域内的龙头企业，共同设立并管理产业基金，综合运用合作方的产业资源和基金发起人的专业投资管理和资本运作能力，共同获取高额投资回报。

（二）收购管理机构份额

投资人直接收购优质管理机构的份额，包括多数股权（majority stake）收购和少数股权（minority stake）投资两种情形。

1. 多数股权收购

多数股权收购一般指收购管理机构 50% 以上份额或导致管理机构实际控制权变更³的情况，通常为战略投资人所采用的收购方式，不常见于财务投资者。通常，战略投资人投资占股的目的在于取得管理机构业务运营资质、吸收管理团队的募资与投资资源，扩大其自身在投资领域的市场影响力，形成规模效应，或借以调整自身的投资管理战略。

就管理机构多数股权收购而言，首先会面临管理机构所在法域的监管问题和其所管理基金的组织文件对管理机构控制权变更的限制：

- 以中国的监管为例，若通过多数股权收购使已在中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）登记的私募基金管理人发生控股股东或实际控制人变更，则根据相关规定，该私募基金管理人须聘请律师就该等变更情况出具《私募基金管理人重大事项变更专项法律意见书》⁴。而在基金业协会打击买卖私募基金管理人“壳”的背景下，私募基金管理人的控股股东或实际控制人变更存在不小的障碍；
- 被收购管理机构所管理的基金的组织文件可能禁止基金普通合伙人或管理人的控制权发生变更，或约定了一定的限制条件（例如需要全体或大部分投资人同意方可转让等）。在此种情况下，战略投资者在收购管理机构之前，还需要管理机构协调所管理基金的投资者修改基金组织文件或另行同意管理权变更事宜，给收购增加了难度。

³ “控制”在不同的情况下的含义不尽相同，通过总结基金业协会对私募基金管理人登记的审核标准，“控制”通常包括：（1）持股 50% 以上；（2）通过行使表决权能够决定董事会半数以上成员当选；（3）通过投资关系、协议或者其他安排能够实际支配公司行为；（4）合伙企业的执行事务合伙人；（5）其他可视为控制的情形。

⁴ 2016 年 2 月 5 日，AMAC 发布的《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》规定“已登记的私募基金管理人申请变更控股股东、变更实际控制人、变更法定代表人/执行事务合伙人等重大事项或中国基金业协会审慎认定的其他重大事项的，应提交《私募基金管理人重大事项变更专项法律意见书》”。

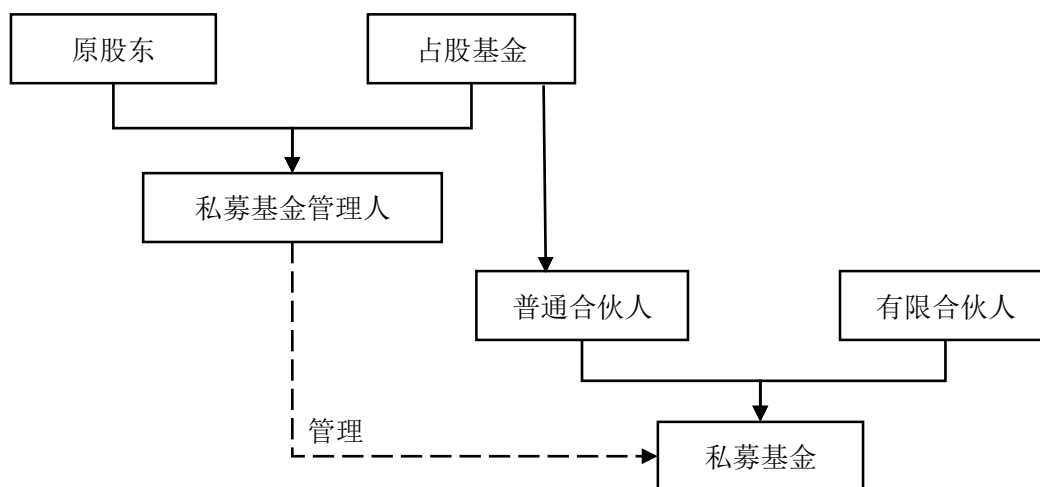
2. 少数股权投资

少数股权投资一般指收购管理机构不超过 50% 的股权，且不会导致管理机构实际控制权变更的情况。包括占股基金在内的大多数财务投资者通常选择收购管理机构的少数股权⁵，且不主动参与管理机构的内部管理及对基金的投资运作。

虽然相较于多数股权收购而言监管强度略低，少数股权投资仍应注意相关监管问题。仍以中国对基金管理人的监管措施为例，若投资人自身为已在基金业协会登记的私募基金管理人，根据其持有其他私募基金管理人超过 5% 的份额，则该私募基金管理人将被视为投资人的子公司⁶，投资人需要就此向基金业协会披露。此外，被投的管理机构所管理基金的组织文件也可能限制管理机构的少数股权发生变更。我们建议管理团队在基金组织文件中对管理公司或普通合伙人股权变更保留一定的灵活性，减少引入投资人的障碍。

二、占股基金简介

投资占股作为近年来股权投资领域一种新兴的投资策略，已渐渐为若干大型投资机构所了解并付诸实践，从而在股权投资基金中发展出占股基金这一细分基金业态。占股基金最基本的投资结构如下：



（一）发展历程

2000 年，美国加州公务人员退休基金（California Public Employees Retirement System，“CalPERS”）投资了知名全球另类资产管理机构凯雷集团（Carlyle Group）的少数股权。通过此次交易，CalPERS 不但获得了稳定持续的管理费和随着管理资产规模增长的绩效收益和财务回报，且获得了比一般基金投资人更多的共同投资机会和投资项目信息的战略回报。自此，此类投资占股的交易模式逐渐受到私募市场的关注。

2007 年，高盛（Goldman Sachs）设立了第一期 10 亿美元的占股基金——Petershill，专门

⁵ 根据我们参与过的境内外占股基金项目经验，占股基金通常取得管理机构的股权在 10% 至 25% 之间。

⁶ 2016 年 2 月 5 日，AMAC 发布的《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》所附的《私募基金管理人登记法律意见书指引》中明确，申请私募基金管理人登记的机构的子公司系指其持股 5% 以上的金融企业、上市公司及持股 20% 以上的其他企业。在私募基金管理人登记实践中，私募基金管理人本身通常作为金融企业披露。

采取投资占股的方式投资对冲基金管理公司的少数股权。此后，路博迈（Neuberger Berman）于 2011 年成立了 Dyal Capital Partners 的新平台，筹集了规模为 13 亿美元的首支占股基金。自占股基金问世，大多数投资占股交易都集中在对冲基金领域，但由于对冲基金的资产管理规模波动较大，在经济下行时会面临较大的赎回压力，导致占股基金的投资面临较大的风险。为了降低这种风险，许多占股基金逐渐将投资标的转移至流动性更低的私募股权投资基金管理机构。根据相关数据研究报告，2015 年之前，对冲基金管理机构仍是美国投资占股交易的主要投资对象，但到 2016-2017 年期间，针对对冲基金管理机构的投资仅占整个投资占股交易市场的 40% 左右，相应地，投资私募股权投资基金管理机构的比例在不断上升。可以预见，随着更多资本的加入，这一趋势还将持续。

（二）投资意义

占股基金对私募基金管理机构的投资，在传统的基金管理机构与其所管理的基金的投资人（“基金投资人”）之间加入了新的参与方。由于占股基金、基金管理机构及基金投资人的立场各不相同，投资占股交易对各自的投资意义也不同。

1. 基金管理机构

基金管理机构通过将其少数股权出售给占股基金，可以获得如下好处：

- 为管理团队提供新的退出渠道。管理团队成员在面临退休、离职或需要资金周转时，希望转让其对管理机构持有的份额获得现金对价。在管理机构本身或其他管理团队成员无力或无意收购时，占股基金为拟部分退出的管理团队成员提供了新的退出渠道。
- 为管理机构增加永久性资本。占股基金以增资方式对管理机构的投资，能为管理机构带来永久性资金（permanent capital），可用于战略性收购其他基金管理机构，或为管理机构募集新一期基金时提供跟投资金。
- 为管理机构带来投资运作经验和资源。由于占股基金的管理机构本身多为（或背靠于）资源丰富的大型投资机构，在投资管理机构份额后，为了双方的共同利益，也会为被投资管理机构带来潜在基金投资人资源，或提供一系列后台运营、项目投后服务及退出等方面的支持。

2. 基金投资人

对于基金投资人而言，基金管理机构引进占股基金投资，可能有助于管理机构更加规范运营。但是，基金投资人也可能对管理机构是否能公平对待基金投资人和占股基金产生顾虑。例如，基金投资人与占股基金均希望基金管理机构向其或其关联方提供尽可能多的共同投资机会，但共同投资机会有限，管理机构很难平衡基金投资人与占股基金的权益。此外，管理机构也可能受占股基金的影响而改变发展战略或投资策略，从而影响基金现有投资的管理和回报。

3. 占股基金

对于占股基金来说，通过投资基金管理机构的少数股权，其可以获得持续稳定的管理

费收入及可能的绩效收入。此外，通过与优质基金管理机构建立深入的关系，吸收管理经验，并基于与基金管理机构的合作关系而获取更多优质投资机会及更优惠的投资条件。特别是对于由专业投资机构发起的占股基金而言，其可以通过与被投资基金管理机构的资源互补，实现双方全球性、多元化的共赢。实践中，为避免直接的利益冲突，占股基金往往会选择投资在地域、策略等方面与其自身管理机构的基金存在差异的基金管理机构，也因此更能起到互补的效果。但占股基金自身也面临若干问题，比如作为一支有固定存续期限的基金，如何退出投资是需要其管理机构重点考虑的问题。

三、 占股基金交易要点

在占股基金对外投资前，至少需要对“投资什么”、“如何投资”、“如何退出”这三个问题进行全面的思考。以下将对其中核心的交易要点进行分析。

（一） 投资什么？

根据我们的经验，通常占股基金的投资标的原则上以机构化（institutionalized）的私募基金管理人为主，即已拥有成熟的管理团队和健全的内部管理机制，而非过于依赖于特定关键人士（key person）的私募基金管理人，以避免特定关键人士的离职等个人因素影响被投资私募基金管理人的正常运营。当然，重视机构化的私募基金管理人并不意味着不关注核心管理团队。根据我们的实务经验，部分占股基金会在交易文件中对被投资管理机构的在一定时期内的核心团队离职率有所限制。

在明确了投资标的后，进一步需要考虑的是获得基金管理机构的何种权益。

私募基金管理机构的收益主要由三部分组成，分别为管理费收入、因对基金投资形成的收益（“投资收益”）和来源于有限合伙人超出其投资本金部分的超额收益分成（“绩效收益”），其中管理费为固定收入，而投资收益和绩效收益则基于相关基金的投资回报而浮动。占股基金在投资私募基金管理机构时，通常希望至少能获得一定比例的稳定的管理费收入，以保障其基本的投资收益。基于收益的来源，占股基金会重点关注私募基金管理机构的历史业绩（track record）和募集资金能力，尤其是在管理机构正在管理的基金的剩余投资期短于占股基金自身的剩余存续期时，其募资能力决定了其是否能够取得稳定的管理费收入。

此外，私募基金管理机构对其所投资公司的管理能力、产品多样化、业务稳定性和成长潜力、员工稳定性、高质量的客户关系等等因素也是占股基金关注的重点。

除了经济利益外，占股基金在投资私募基金管理机构时，还可能希望获得管理机构一定的管理权，主要包括管理机构内部的运营管理和对基金的投资管理。占股基金通常不会取得管理机构的控制权，所以如欲实现其战略目标，还需与管理机构协商争取适当的管理参与权，比如是否有权获得董事会或投资决策委员会席位，或至少有权列席董事会或投资决策委员会，分别可以在何种限度内行使知情权、表决权、监督权，是否有权优先享受共同投资权等。管理机构可视具体情况决定让渡部分管理权。

（二） 如何投资？

如前所述，管理机构的收益由管理费收入、投资收益和绩效收益组成，而若想同时获得几

种来源的收益，投资交易结构的设计就格外关键。

尽管我们通常所说的占股基金对应的英文表述为 **GP Stake fund**，但这并不意味着占股基金的投资标的仅限于普通合伙人份额。多数情况下，占股基金都会投资私募基金管理人股权，而非仅普通合伙人份额，尤其是在私募基金管理人并不同时担任基金的普通合伙人时。在管理团队为其所管理的基金另行设立特殊有限合伙人作为跟投实体时，占股基金还可能投资于特殊有限合伙人。

出于风险隔离考虑，基金管理人与普通合伙人分离是常见的基金架构。在很多法域，私募基金管理人都是受监管的持牌机构。在中国，虽然私募基金管理人并不需要通过行政审批取得展业资格，但基金业协会的审核非常严格，取得私募基金管理人资质的成本和难度都较高。因此，很多管理团队都会通过取得私募基金管理人资质的管理人同时或先后管理旗下多支基金。而如一家私募基金管理人同时担任多支基金的普通合伙人，则一旦其因某支基金而承担无限连带责任，便极有可能牵连到其他基金。此外，还有一些规模较大的管理团队，会安排由不同的子团队分别负责不同基金的运作管理，有单独核算业绩报酬的需要。因此，很多私募基金管理团队会在设计基金架构时，在基金管理人之外另行设立基金普通合伙人，以节约成本、隔离风险并独立核算。

在此背景下，投资于不同实体的股权对于占股基金而言有着显著区别。

首先，若占股基金拟在投资后获得稳定的管理费收入，则其至少应投资于基金管理人的股权。若占股基金除管理费收入外，还想享受基金的投资收益或绩效收益分成，则其还可能需投资于基金普通合伙人或特殊有限合伙人的股权。这是因为私募基金管理团队的跟投和绩效收益的提取都是通过普通合伙人或特殊有限合伙人对基金的投资实现的。在基金投资人对普通合伙人的出资没有要求时，为避免大量跟投资金承担无限连带责任，管理团队会通过另行设立跟投实体作为特殊有限合伙人投资于基金。同时，为避免绩效收益被视同提供管理服务的对价而被课以增值税，管理团队也可能会安排普通合伙人或特殊有限合伙人提取绩效收益。因此，占股基金在对私募基金管理机构做尽职调查时，需要重点考察其收益分配模式，不能想当然地认为获得了基金管理人或普通合伙人的股权就可以按股权比例取得各类收益。

此外，若占股基金看好整个私募基金管理机构，则其可以投资于基金管理人的份额；若某管理机构旗下仅部分团队管理的部分基金运作良好，则占股基金可考虑仅择其优者而投之。这在私募基金管理团队较大、所管理的不同投资策略的基金较多的情况下需要重点考虑。

（三）如何退出？

对一般的私募股权投资基金而言，通过被投资企业上市、份额转让和回购是最为常见的退出方式。但由于私募基金管理机构不同于一般投资项目的特殊性，目前占股基金的退出渠道还不够顺畅。

1. 挂牌上市

被投资企业成功挂牌上市是最理想的退出方式。挂牌上市企业可以在证券市场上持续融资，同时投资于挂牌上市企业的基金则可以获得最高额的投资收益，并能借助二级市场顺利退出。在美国，许多知名投资机构如黑石集团、KKR、凯雷集团等均已陆续成功上市，

曾投资于该等机构的占股基金的退出收益十分可观。例如，凯雷集团于 2012 成功于美国 NASDAQ 交易所上市，其后 CalPERS 将其持有的凯雷集团份额以收购成本 3.5 倍的价格出售，顺利退出⁷。

相比而言，中国的私募基金管理机构想登陆境内资本市场则困难得多。虽然目前已有部分机构于新三板挂牌，但新三板的流动性可能无法满足占股基金的退出需求；而 A 股市场严格的审核制度和较高的上市门槛将绝大多数私募基金管理机构挡在门外，目前知名投资机构中仅九鼎投资已在 A 股成功借壳上市。

当然，也有境内私募基金管理机构选择申请在境外资本市场上市，例如华兴资本已成功于港交所上市，瑞威资本和基岩资本已分别向港交所和纳斯达克证券交易所申请上市。但同时也需留意，由于为实现境外上市的目的，私募基金管理机构通常需要进行股权重组搭建小红筹架构，从而使得私募基金管理机构“穿透”后存在外资成分，从而对其发起设立基金的投资运作产生不利影响。

总体而言，通过私募基金管理机构上市从而实现占股基金的退出目前并非常见且有效的退出方式。

2. 份额转让

除挂牌上市外，通过私募股权二级市场进行份额转让⁸也是常见的退出方式，包括占股基金将其持有的对被投资管理机构的份额金额进行转让，以及由占股基金管理团队主导将难以延长投资期限的投资者对占股基金的份额进行转让。但就国内而言，私募股权二级市场本身的发展尚未成熟，投资占股的投资策略仍相对小众，占股基金寻找受让方存在一定难度。

3. 回购

此处回购指由私募基金管理机构的经营者或所有者向投资者回购股权。回购退出方式一般事先在占股基金投资私募基金管理机构的投资协议中加以约定，回购的触发条件通常为私募基金管理机构在特定时间内的资产管理规模或绩效收益金额等。在回购条件触发的情况下，被投资机构或其股东就应以一定金额回购占股基金所持有的股权，确保占股基金在达到一定的收益率的前提下实现退出。这种退出方式对占股基金而言相对稳定，但在其拟投资的私募基金管理机构引入占股基金的意愿并不强烈时，很难要求其接受占股基金提出的回购条款。

由此可见，退出不畅是占股基金所面临的一大难题，无论何种退出路径，都存在不少障碍。占股基金在每投资一个标的前，都应考虑到退出难度，与拟投资基金管理机构协商双方都可接受的退出方式，而与之相对应，占股基金自身的基金结构也往往采用常青基金（evergreen fund）的模式。

⁷ 请参阅 CalPERS Plans to Sell Entire 4 Percent Stake in Carlyle (2013/06/04)，网址：<https://www.cnbc.com/id/100787403>。

⁸ 关于私募股权二级市场的相关内容，请参阅汉坤法律评述《S 基金 — PE 二级市场交易揭秘》（2018/09/12）；以及《S 基金 — 渐行渐近的 PE 二级市场接盘侠》（2018/08/28）。

四、 结语

随着黑石占股基金在今年上半年完成了对总部位于香港的太盟投资集团（PAG）少数股权的占股投资⁹，黑石、KKR 等知名海外股权投资机构已经开始关注亚洲私募股权基金管理机构的少数股权投资占股机会。对于中国的头部私募基金管理机构来说，一方面，设立占股基金并凭借市场经验对国内的优质管理机构进行占股投资可能有利于抢得市场先机；另一方面，其自身也可以通过同样的方式引进优质海外投资人，通过与优质的海外投资机构开展战略合作，利用其全球资源拓展海外市场，实现本土私募的国际化发展。

⁹ 请参阅 PAG to Receive Strategic Minority Investment from Blackstone Fund (2018/03/26)，网址：<https://www.blackstone.com/media/press-releases/article/pag-to-receive-strategic-minority-investment-from-blackstone-fund>。

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。