



漢坤律師事務所

# 汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2018年12月3日

## 私募基金法律

### 纾困基金：民营上市企业的春天？

王勇 | 钱锦 | 邱雪 | 张艳芳

因金融结构性去杠杆的推进、中美贸易摩擦、主要国家央行加息等诸多因素叠加，今年上半年A股市场也出现大幅波动和下滑，民营企业融资环境更为严峻。随着A股持续下跌，大量上市公司股票质押触及预警线和平仓线，引发上市公司大股东的债务危机，许多民营控股上市公司的实际控制人面临丧失控制权的风险，部分上市公司的短期融资受到影响。为缓解民营企业融资困难，破解上市公司股票质押平仓危机，中国证券监督管理委员会（“**证监会**”）、中国银行保险监督管理委员会（“**银保监会**”）等部门、多地地方政府及中国证券基金业协会（“**基金业协会**”）纷纷出台支持性措施，给予民营企业尤其是民营上市公司产业支持、金融支持及财政金融政策支持，通过股权、债权及并购的方式缓解当前民营企业面临的困境。截至目前，已形成了从中央到地方、从银行到证券公司、保险机构、社会资本多主体参与，政策、监管、金融机构和社会资本多维度组合式的纾困计划（“**纾困计划**”）。据业内人士估计，纾困计划的资金规模已达2000多亿元。

尽管资产管理计划及保险专项产品等金融产品最早参与到纾困计划中，但私募基金（“**纾困基金**”）在此次纾困计划当中所担纲的角色也深受业内同仁关注，或将成为“纾”民企之“困”的新发力点。本文旨在通过对纾困基金的发展现状、运作模式及应注意的相关问题进行梳理及分析，以期增进业内同仁对纾困基金的了解。从目前各地的实践现状来看，纾困基金主要参与对上市公司的交易，故本文亦侧重于从纾困基金参与上市公司交易的角度对其进行分析。

#### 一、“纾困”现状

##### （一）纾困基金的发展现状

通常认为，最早的纾困安排源于欧洲金融稳定机构（European Financial Stability Facility，“**EFSF**”）及此后的欧洲稳定机制（European Stability Mechanism，“**ESM**”）。为应对欧洲主权债务危机，欧元区成员国分别于2010年6月设立EFSF、于2012年设立ESM作为特定组织（即坏帐银行），除欧元区成员国提供资金之外，另通过EFSF及ESM发行债券及其他债务工具的方式在金融市场上融资，以提供给陷入债务危机的成员国，达到解决欧洲主权债务危机，

维护欧洲金融稳定的目标<sup>1</sup>。

虽然我国纾困基金之重点援助对象是民营企业（以面临股票质押平仓风险的上市公司为主），但亦离不开监管部门的支持。证监会于 2018 年 10 月 19 日明确鼓励地方政府管理的各类基金、合格私募股权投资基金、券商资管产品分别或联合组织新的基金参与纾解上市公司股票质押平仓困境，鼓励私募股权基金通过参与上市公司非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司股票，参与上市公司并购重组，进而实现纾解上市公司股票质押平仓困境的目标。同时，基金业协会亦发布《就“私募股权投资基金参与上市公司并购重组”相关问题答记者问》和《关于对参与上市公司并购重组纾解股权质押问题的私募基金提供备案“绿色通道”相关安排的通知》，一方面明确了之前一直处于模糊地带的私募股权基金参与“PIPE”投资<sup>2</sup>的可行性问题，另一方面对符合条件的拟参与上市公司并购重组交易的私募基金和资产管理计划提供产品备案及重大事项变更的“绿色通道”，鼓励私募股权类资产管理产品入市纾困。

截至目前，北京、深圳、成都、杭州、汕头、珠海、中山、东莞、顺德、广州等地纷纷出台地方政策设立纾困基金，该等规模自几十亿至百亿不等。通过公开渠道查询，北京新动力优质企业发展基金（有限合伙）及东莞市上市莞企发展投资合伙企业（有限合伙）等纾困基金实体已经设立。该等纾困基金基本上均由政府部门主导，同时引入社会资本，计划通过市场化运作，化解上市公司股票质押流动性风险。

## （二）其他纾困计划的发展现状

目前市场上主流的纾困计划不仅限于纾困基金，也包括国资协议受让、入股等直接参与方式，以及资产管理计划、保险公司专项产品、专项债券等多方参与的安排。由于本文重点关注纾困基金，因此仅就其他方式作一个简要分享，后文不再赘述。

在国资直接参与方面，目前可从公开渠道查询到国资通过直接受让、入股等直接协助上市公司缓解股票质押平仓风险的案例，如深圳市投资控股有限公司受让怡亚通（002183）控股股东股份等<sup>3</sup>；从资产管理计划的表现看，截至目前，已有 15 家券商设立的 16 支证券行业支持民企发展系列资产管理计划完成备案，成立规模总计 283.81 亿元<sup>4</sup>；在保险专项产品方面，银保监亦于 2018 年 10 月 25 日发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品，参与化解上市公司股票质押流动性风险。截至目前，中国人寿资产管理有限公司、太平资产管理有限公司等五家保险资产管理公司已设立了 5 支总计目标规模 780 亿元的专项产品。专项债券亦为纾困计划提供支持，截至目前，五单纾困专项债已分别在上海证券交易所和深圳证券交易所发行，总计目标规模 43 亿元。

从上述监管部门及各地方的举措看，现已形成多维度组合式的纾困计划，社会资本亦有较高的参与度，纾困基金之后的表现令人拭目以待。

<sup>1</sup> 参见：<https://www.esm.europa.eu/about-us/history#context>。

<sup>2</sup> “PIPE”即 Private Investment in Public Equity，私募股权投资上市公司非公开发行或交易的股票，主要形式包括参与上市公司定向增发、协议转让和大宗交易等，俗称“一级半市场”。其中除“定向增发”外，其他主要形式的 PIPE 投资基金业协会之前未明确是否属于股权投资基金的投资范围。

<sup>3</sup> 参见：<http://www.cninfo.com.cn/finalpage/2018-05-18/1204953719.PDF>。

<sup>4</sup> 参见：<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/securities/index.html>；<https://mp.weixin.qq.com/s/opV6QfOvDubQDa-vdmWLCA>。

## 二、纾困基金的运作模式

### （一）架构模式

纾困基金的运作模式在架构上与其他私募基金（尤其是政府引导基金或政府引导基金的子基金）相比并无显著的特殊性，其通常由具有国资背景的企业（“**国资合作方**”）作为普通合伙人发起，并引入证券公司私募投资基金子公司（“**券商私募子公司**”）、各省属企业、银行、保险机构及其他社会资本共同参与。

### （二）投资标的

对于纾困基金而言，其主要通过股权协议转让、认购上市公司非公开发行股票、大宗交易及并购重组等方式参与对上市公司股票的交易。但根据目前可公开获得的信息看，获得纾困基金支持的上市公司需满足相当的条件，例如股票质押的合理性、企业应有较好的发展能力、股票质押平仓风险较为急迫等。

### （三）备案类型

目前各类私募基金的基金类型及产品类型的分类基准主要按照基金业协会于资产管理业务综合报送平台（登录入口：<https://ambers.amac.org.cn>）上提供的《有关私募投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》（“**《基金分类说明》**”）执行。根据《基金分类说明》对基金类型的定义，私募股权投资基金指投资包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股（含上市公司定向增发、大宗交易、协议转让等），可转换为普通股的优先股和可转换债等的私募基金。对于主要通过参与对上市公司股票交易的纾困基金而言，前述定义中包含了其通常可能从事的几种投资类型。

此外，基金业协会《关于对参与上市公司并购重组纾解股权质押问题的私募基金提供备案“绿色通道”相关安排的通知》进一步明确：私募基金管理人和证券期货经营机构（含券商私募基金子公司）募集设立的私募基金和资产管理计划参与市场化、法治化并购重组，纾解当前上市公司股权质押问题，基金类型选择“私募股权投资基金”；基本信息页面中，产品类型选择“并购基金”，是否涉及上市公司并购重组字段选择“是”。

## 三、纾困基金运作中值得关注的问题

尽管目前纾困基金的架构通常采用市场上常见的合伙型私募基金架构，但因其参与主体包括国资合作方、券商私募子公司、银行及保险机构等通常受到特殊监管的主体，我们也建议关注下列在纾困基金运作中可能存在的问题：

第一，国有企业是否能作为普通合伙人。纾困基金通常由国资合作方担任普通合伙人发起设立，如国资合作方被认定为“国有企业”时，可能会面临国有企业能否作为普通合伙人的问题。根据《中华人民共和国合伙企业法》（2006年修订）（“**《合伙企业法》**”）第三条的规定，国有企业不得成为普通合伙人。然而，《合伙企业法》并未就“国有企业”的内涵和外延做出明确界定，因而相关监管部门对于“国有企业”的界定存在差异。实践中，具有国资成分的企业（甚至是国资成分为100%

的企业)担任普通合伙人的情况在工商部门层面<sup>5</sup>、基金业协会层面<sup>6</sup>及证监会层面<sup>7</sup>均已有获得认可的先例。根据我们过往的经验,对三级及三级以下的国有全资或控股企业而言,其在实践中具有成为合伙企业普通合伙人的可能性。除前述国有企业担任普通合伙人的限制外,国有企业在参与基金设立、投资及退出过程中,还需要遵守一系列国资相关的特殊要求。因此,国资合作方拟作为普通合伙人发起设立基金时,建议对国资比例进行核查或与相关监管部门/上级母公司进行确认,以评估相关风险和后续合规成本,确保纾困基金运作的合法合规性。

**第二, 券商私募子公司担任普通合伙人相关问题。**中国证券业协会于 2016 年 12 月 30 日公布的《证券公司私募投资基金子公司管理规范》(“《**券商私募子公司规范**》”)是目前券商私募子公司的主要监管规则<sup>8</sup>,其投资纾困基金应受限于该等规定。根据《券商私募子公司规范》第十五条的规定,私募基金子公司不得成为对所投资企业的债务承担连带责任的出资人,似乎限制了私募基金子公司直接担任基金普通合伙人(即对基金债务承担无限连带责任)。据我们了解,实践中存在一些由私募基金子公司或其下设二级管理公司直接担任普通合伙人的私募基金<sup>9</sup>。因此,可以理解为目前阶段监管部门在实践中尚未明确限制私募基金子公司担任基金的普通合伙人,但也不排除后续监管口径可能会发生变化,建议以监管部门的意见为准。

如前所述,国资合作方也通常在纾困基金当中作为普通合伙人,如券商私募子公司同时担任普通合伙人(即“**Co-GP**”),根据我们近期的项目经验,券商子公司合作方作为**Co-GP**参与基金设立时,监管部门通常要求所有**Co-GP**均已完成私募基金管理人登记,且券商子公司合作方须作为执行事务合伙人<sup>10</sup>。此外,券商子公司的投资行为还应遵守《券商私募子公司规范》的其他规定,如将自有资金投资于其设立的私募基金的,对单支基金的投资金额不得超过该支基金总规模的 20%,且根据《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》,单一集合资产管理计划投资于同一资产的资金不超过该计划资产净值的 25%,除非该资产管理计划属于全部投资者均为专业投资者且单个投资者投资金额不低于 1000 万元的封闭式计划<sup>11</sup>。

**第三, 银行理财资金投资纾困基金相关问题。**2018 年 9 月 26 日发布的《商业银行理财业务监督管理办法》第三十六条明确,商业银行理财产品不得直接或间接投资于由未经金融监督管理部门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产,金融资产投资公司的附属机构依法依规设立的私募股权投资基金以及国务院银行业监督管理机构另有规定的除外。通常,非金融资产投

<sup>5</sup> 在工商层面,不少地区已有国资成分为 100%的公司登记为合伙企业普通合伙人的案例。

<sup>6</sup> 在基金业协会层面,已存在单一国有股东持股超过 50%的公司作为普通合伙人的有限合伙型私募基金成功备案的案例。

<sup>7</sup> 在证监会层面,实践中已有拟上市公司股东(有限合伙型私募股权投资基金)的普通合伙人为具有 100%国资成分的企业并成功通过证监会审核的先例。

<sup>8</sup> 为免疑义,此处监管规则仅针对投资私募股权投资基金的券商私募子公司而言,另类子公司的监管规则应以《证券公司另类投资子公司管理规范》为准。

<sup>9</sup> 根据《券商私募子公司规范》第十五条,私募基金子公司及其下设特殊目的机构不得成为对所投资企业的债务承担连带责任的出资人。尽管该条款规定未明确私募基金子公司及其下设特殊目的机构发起设立的私募基金是否属于“被投资企业”,但由于实践中基金业协会已接受私募基金子公司及其下设特殊目的机构作为普通合伙人的私募基金备案,因此我们倾向于认为该等被投资企业主要是指私募基金投资的标的。

<sup>10</sup> 关于市场上**Co-GP**模式的详细解读,可以参考本团队于 2018 年 10 月 8 日发布的《汉坤境内基金系列:双雄联袂之**Co-GP**风云》。

<sup>11</sup> 《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》第 45 条规定证券期货经营机构设立合伙企业从事私募资产管理业务的,参照适用本规定,因此从谨慎角度我们倾向于认为券商子公司发起设立的合伙制私募基金也应适用该规定。



资公司类私募基金管理人不属于持有金融牌照的机构，商业银行理财产品直接参与该类私募基金管理人设立的纾困私募基金存在较大的限制<sup>12</sup>，但在金融资产投资公司的附属机构依法依规设立的私募股权投资基金上则有一定空间。

第四，保险机构投资纾困基金的相关问题。保险资金（“**险资**”）一直以来都是私募基金的重要参与方，但对于作为私募股权投资基金纾困基金而言，由于其投资标的主要是上市公司非公开发行和交易的股票，接纳险资可能导致其需要满足相关要求并受到一定的限制。根据《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（保监发[2012]59号），并购基金<sup>13</sup>的投资标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%。因此，对于拟接纳险资投资者的私募股权类纾困基金而言，其选择的基金类型需要为并购基金，同时还应注意相关投资规模的限制。

---

<sup>12</sup> 值得注意的是，银保监会于2018年12月2日发布的《商业银行理财子公司管理办法》第三十二条明确了私募基金管理人可以作为银行理财子公司的理财投资合作机构，允许公募理财产品的投资顾问以及私募理财产品的合作机构可以为依法合规、符合条件的私募证券投资基金管理人。

<sup>13</sup> 根据基金业协会对私募股权基金的分类，包括并购基金、房地产基金、基础设施基金、上市公司定增基金、其他类基金。

## 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，不应被视为任何意义上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，请与汉坤律师事务所王勇先生（+86-10-8525 5553/185 1188 0418; [james.wang@hankunlaw.com](mailto:james.wang@hankunlaw.com)）联系。