



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30日

私募基金法律

揭开私募平行基金的面纱

张平 | 张摩西 | 王泫斐

随着私募股权投资基金和私募创业投资基金（以下合称“**私募基金**”）市场参与者的多元化和投资项目对资金来源要求的差异化发展，为匹配募资端和投资端的不同需求，越来越多的私募基金管理人需要考虑设计相对复杂的私募基金架构以整合不同资金来源和拓展相关投资项目，其中常用架构之一即为平行基金架构。我们基于相关项目经验，就平行基金架构的发展、适用情形和主要法律问题等进行简要总结和分析，以为私募基金管理人搭建多样化的私募基金架构提供参考。

一、 平行基金的概念和特点

虽然平行基金架构在境内外私募基金运作中均已有了较为广泛的运用，且平行投资实体、平行投资载体等法律措辞已频频在私募基金的法律文件中现身，但目前我们暂未发现相关法律法规或其他权威渠道对平行基金给出明确定义。那么，究竟什么样的基金架构才是平行基金，是否是同一管理人管理的多支同时存续的私募基金就叫做平行基金呢？下文中我们结合平行基金架构的实践和我们的理解从语义、法律文件及监管角度等层面对平行基金的概念及特点进行探析。

平行基金（Parallel Fund）的核心及特色在于平行（Parallel）一词。私募基金源于国外，牛津词典及剑桥词典均从相似性（Similarity）及位置（Position）两个层面对作为形容词的 Parallel 进行了定义。从相似性来说，平行是指同时或以相似方式出现或存在（Occurring or existing at the same time or in a similar way; corresponding）；从位置来说，平行则是持续有相同距离的意思（(of lines, planes, or surfaces) side by side and having the same distance continuously between them）。

结合上述 Parallel 的两个层面含义以及我们相关项目经验，我们理解，平行基金通常是指由同一或关联的私募基金管理人在同一时期募集设立并以相似的投资策略进行投资运作的多支私募基金。如若不是不同的管理团队管理或是采用毫无关联的投资策略进行投资的两支私募基金，大家一般不会将他们认定为是平行基金。

但平行基金的发展并未局限于其语义的含义中，私募基金的管理团队、财务团队及法务团队在私募基金募集、设立、投资和运营过程中为其拓展了更宽的展现平台。譬如，尽管 Parallel 也有“同时”的意思，但多支平行基金并非均需完全同时募集设立、投资、项目退出和存续，他们设立可能

有早晚，项目投资时也不一定同时进行，项目退出也不一定同步，未来清算解散也可能有先后。

从法律文件的层面，平行基金的基金合同一般会明确声明平行基金的设立及投资运作不属于关联交易且不存在利益冲突，这也侧面反映了平行基金架构的一个特点，即运作平行基金存在通常意义中的关联交易或利益冲突，但会约定为关联交易和利益冲突的例外。除了平行基金外，现存基金及后续基金亦在法律文件的“关联交易”及“利益冲突”条款中与平行基金扮演着类似的角色，且现存基金和后续基金亦与平行基金存在一定共性，即由同一或有关联关系的私募基金管理人同时管理、投资策略存在竞合、存续时间存在重合等，为进一步阐释平行基金的概念，我们从平行基金与现存基金、后续基金的异同上进一步明确。现存基金及后续基金顾名思义是指在时间上先后设立的两支基金，与平行基金强调的同时存在且并行投资的概念存在一定差异。目前人民币基金市场上关于设立后续基金的限制大多为现存基金投资期届满或已实际完成一定比例的投资，强调先后顺序。从这一点，我们可以解读出平行基金另一更精准的“同时”概念，即投资期完全或基本存在竞合。

从监管的角度而言，我们暂未注意到中国¹目前的法律法规或自律性规范专门就平行基金架构做出相关监管意见或规定，但从现有监管框架，我们也可窥得监管层对平行基金架构的监管态度并进一步理解平行基金架构的特点。《私募投资基金信息披露管理办法》（2016年2月4日生效）中明确要求私募基金管理人在私募基金募集期间向投资人提供的宣传推介材料中说明基金架构（包括是否为母子基金、是否有平行基金）。由于私募基金管理人信息披露的本质在于向投资者揭示风险，保障投资者的合法权益并恰当作出投资决策，这也从侧面证明了前述提及的平行基金架构下可能存在的利益冲突情况。此外，在中国证券投资基金业协会2018年1月12日公布的《私募投资基金备案须知》中也提及“私募基金涉及关联交易的，私募基金管理人应当在风险揭示书中向投资者披露关联关系情况，并提交证明底层资产估值公允的材料、有效实施的关联交易风险控制制度、不损害投资人合法权益的承诺函等相关文件”，如平行基金架构中存在关联交易情况的则更需要进一步向投资者履行风险揭示义务。

二、人民币私募基金市场平行基金的缘起及发展

在中国，平行基金架构最初系基于中国境内资金出境较为困难和中国境外资金入境进行股权投资也有诸多不便的实际情况而采取的一种以境内和境外资金各设立一支基金的模式，即在境内和境外同时设立一支私募基金，并由同一管理团队将两支基金从项目投资及收益分配和亏损分担等方面实际上模拟成一支基金进行运营，灵活利用境内基金及境外基金进行投资并获取收益，同时在退出渠道上也可通过两支基金的相互协调实现多样化灵活退出。早期的境内外平行基金架构在一定程度上为境外资金在境内开展股权投资提供了更便捷的渠道，也便利了国内资金走出国门投资，但这种理想化的平行基金架构因为外汇、税务等方面的严格监管以及境内外投资者之间的相互信任等原因实际案例并不多，大多最终演化成境内基金与境外基金的收益和亏损分别计算、独立运作的模式，在特定时间与空间内共存和共投。

随着中国境内人民币私募基金的迅猛发展，因为外资、国资、险资以及其他特殊资金来源或投资人特别要求等原因，在境内独立运作的人民币私募基金本身也逐渐出现了搭建平行基金架构的特殊需求，纯境内的平行基金架构也越来越多。

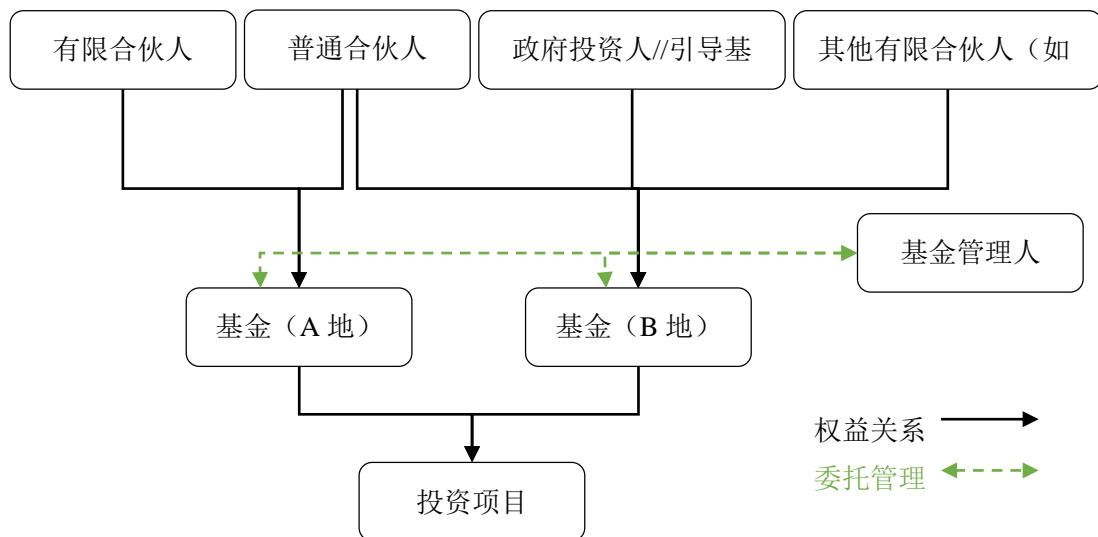
¹ 仅为本文之目的，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区以及台湾地区。

三、 设立境内平行架构私募基金的主要原因

私募基金的设立和运营的前两个阶段是募资与投资，而募资与投资又同时是私募基金（及其基金管理人）与资金端和项目端双向选择的过程。因此，设立平行架构私募基金的需求也围绕这个核心阶段产生。

（一） 资金端需求

实践中应资金端需求搭建平行基金架构私募基金的主要情形之一即为接纳地方政府资金/引导基金的情况。相对于其他类型资金而言，地方政府资金/引导基金带有一定的地域属性，其投资于私募基金的核心诉求往往是推动当地的企业发展和经济繁荣。因此，该类投资人通常要求私募基金设立在当地并按照一定比例投资在当地企业。如私募基金管理人已基于优惠政策或其他投资人要求等原因在其他地域设立了一支私募基金，则需要为政府投资人/引导基金在当地新设一支基金，可选方案之一即搭建平行基金架构。以普通合伙人/管理人分离模式的有限合伙型私募基金为例，该等平行基金架构如下图所示：



为接纳地方政府资金或引导基金，除采取前述平行基金架构外，亦可结合基金的实际采用联接投资基金等方案。相较而言，平行基金架构可在一定程度缓释《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中的多层嵌套限制，且可对两支基金投资人所承担的费用进行分离而避免联接基金架构下“两层费用”如何分担等问题。但另一方面，由于部分政府资金或引导基金对其在基金中的投资占比有上限要求，在平行基金架构将原有基金一拆为二的情况下，私募基金管理人更需要留意分拆的基金规模以特别匹配前述要求；此外，平行基金架构亦面临投资机会分配等特殊问题。

除了地方政府资金或引导基金，保险资金等受到特殊监管的机构投资人亦对其投资的私募基金有一定合规要求。如保险资金针对其所投资的股权投资基金与创业投资基金提出了不同的基金规模及管理人资质等合规要求（具体内容可参见我们于2018年9月11日发布的《私募基金投资接纳保险资金出资时需要注意哪些法律问题？》²），私募基金管理人为满足该等投资人

² 2018年10月26日中国银行保险监督管理委员会发布了《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》对保险资金投资股权进行了一定的政策调整及重新梳理，我们也将持续关注该规定的最终发布情况。

的合规要求亦可考虑相应搭建匹配的平行基金架构或其他投资架构。

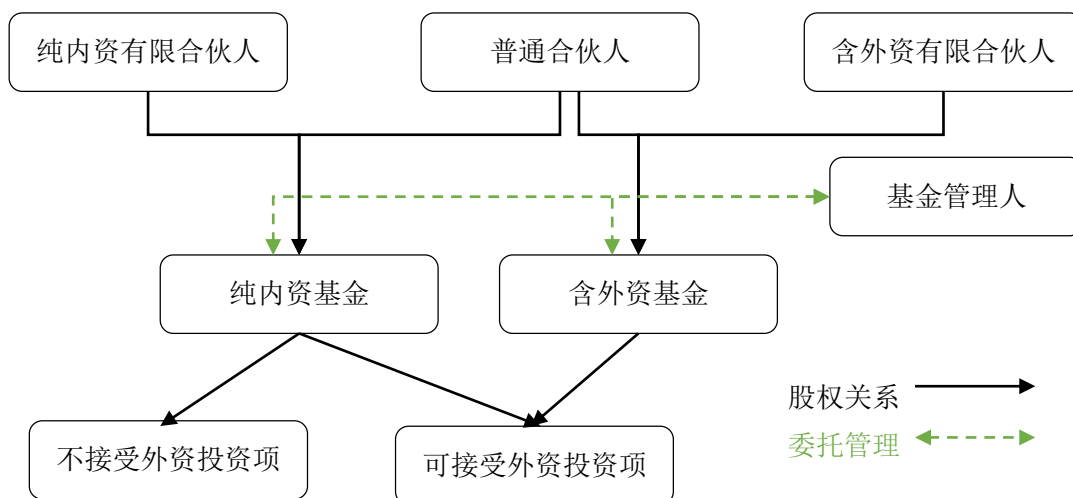
除前述为接纳特殊性质合伙人而设立平行基金外，私募基金管理人亦可基于其他募资考虑（如税务筹划）合理设立平行基金进行募集活动。

（二）项目端需求

虽然中国的外商准入政策在逐渐放宽，但私募基金经穿透含有外资的情况仍可能影响其被投资企业未来申请或更新主营业务牌照、境内外上市或被上市公司并购。部分强势的被投资企业甚至在初步筛选其投资人时即要求潜在投资人作出纯内资、穿透不含“三类股东”等陈述保证，如私募基金接纳了穿透含有境外资金等对被投资企业有影响的资金，则可能被部分优质的项目拒之门外。

为实现基金的顺利投资及退出，私募基金管理人需结合该私募基金自身的投资策略及潜在投资人的具体情况设计基金条款及基金架构，其中可选方案之一即为平行基金架构。当然，私募基金管理人亦可以通过在基金合同中设置因三类股东、外资等原因影响基金运作（包括影响被投资企业取得经营所需的牌照或影响上市等）情况下对相关合伙人进行整改或清退的措施或搭建替代投资载体进行投资等方案协调上层资金端与底层投资端的诉求。

但通常情况下，要求投资人进行整改或对其进行强制转让或其他退出措施会给私募基金管理人造成较大的压力，私募基金管理人需多方沟通协调并可能影响募资关系，且部分特殊性质的投资人可能无法接受强制转让或退出条款，或要求较长的整改期或较高的转让或退出对价。相较而言，搭建平行基金架构可以使纯内资投资人或不含“三类股东”投资人自始与含外资投资人或含“三类股东”投资人分开，为不同投资人匹配不同的投资策略和投资标的，而无需在后续因外资限制或“三类股东”等原因再对运行中的基金进行强制整改或架构调整，避免了由此产生的时间和资金成本及不确定性，也为基金的投资运作增加了竞争优势。以私募基金普通合伙人与管理人分离的有限合伙型基金为例，就搭建纯内资和含外资两支基金，该等平行基金架构如下图所示：



四、 设立和运营平行架构私募基金过程中建议特别关注的法律问题

虽然平行基金架构的设计可以匹配前述资金端或项目端的需求，但相较于单一基金结构，平行基金架构需要合理协调多支基金间的关系，整体上统筹安排并注意有针对性地差异化管理。在此过程中，建议主要关注的常见法律问题包括：

（一）投资机会分配

在私募基金管理人管理多支平行基金的情况下，投资机会分配和利益冲突解决一直是投资人的核心关注点。平行基金架构下，由于投资策略存在一定差异（包括是否可投资外资禁止项目、是否需要满足特殊投资人的返投需求等），平行基金之间无法保证在任一时点均按比例投资或者收益与亏损完全共担，讨论该等问题更无可避免。为解决这一问题，平行基金通常需就其是否共同投资、共同投资安排下的投资比例、投资条件、费用分摊、特定情形解除共同投资及后续项目的退出时点及条件等方面予以讨论并进行约定，并基于不同背景下所设立平行基金的特点，约定相匹配的共投安排，从而在确定按比例共投的大原则下保留合理且必要的调整空间。

除境内各支人民币平行基金的投资机会分配外，承前所述，部分私募基金管理人还存在境内和境外私募基金的投资机会分配情况。私募基金管理人及投资人应当结合具体的境内外基金投资策略考虑是否需要将境外基金纳入利益冲突范围内及对投资机会分配的明确程度。

（二）共同投资架构

为解决平行基金的共同投资安排，在协议层面，私募基金管理人可以考虑直接在平行基金的基金合同中予以约定或平行基金签署共同投资协议；在投资层面，私募基金管理人可以用平行基金按照共投安排直接进行投资，也可以搭建共同投资载体进行投资。特别地，平行基金根据共同投资协议直接投资的优势在于运营成本低，各平行基金投资和退出相对独立更具有灵活性，相应地则存在投资实体个数多及后续如需各平行基金共投比例追溯调整较为困难等问题，而采用共同投资载体进行投资则相应可以保障平行基金在其共投项目中共进退及在平行基金的持续运作中可实现对平行基金各共投项目的共投比例进行灵活调整的机制。私募基金管理人需结合其搭建平行基金架构中的诉求及实际投资安排相应协调各平行基金的共同投资架构安排。

（三）法律条款的联动安排和差异化设计

为保障自身权益，私募基金投资者通常希望除为平行基金架构的目的而进行的必要调整外，两支基金的基金合同中载明的经济和法律条款均实质相同，但私募基金管理人及投资人应当特别关注两支基金需要联动安排或进行差异设计的部分，防止对后续平行基金架构的实际运作产生不利障碍。

举例而言，基于项目端需求而搭建的纯内资基金及含外资基金可能由于可投资领域的差别，导致纯内资基金的投资进度快于含外资基金，则两支基金相应的投资期及与投资期挂钩的基金运作事项（如后续基金设立等）都需要协调安排。此外，两支基金虽然并行运作但仍然可能存在互相关联的事项，那么与之对应的投资者表决机制（包括咨询委员会、投资人大会等）的联动亦需要予以特殊考虑。同时，由于两支平行基金可能接纳背景截然不同的投资人，基金合同

很可能为满足投资人的要求而做出差异化安排，基金管理人一方面需要尽可能通过谈判缩小差异并灵活运用双边协议满足特定投资人要求，另一方面也需要反观基金合同内容调整对共投安排可能产生的影响以确保未来共投的可操作性。

综上所述，伴随着私募基金市场的蓬勃发展，私募基金管理人及投资人日渐面临着私募基金架构多样化的需求和挑战，私募基金管理人充分了解平行架构私募基金的特点和适用场合以及注意事项，有助于合理设计私募基金架构，拓宽募资来源，同时使得私募基金运营更加灵活，实现私募基金管理人与投资人的共赢。

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。