



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西 · 务实创新

2018年8月22日

私募基金法律

那些容易被忽视的私募基金设立与项目投资之间的连接性问题

张平 | 王玉婷 | 戴文斯 | 戴夕宁 | 史册

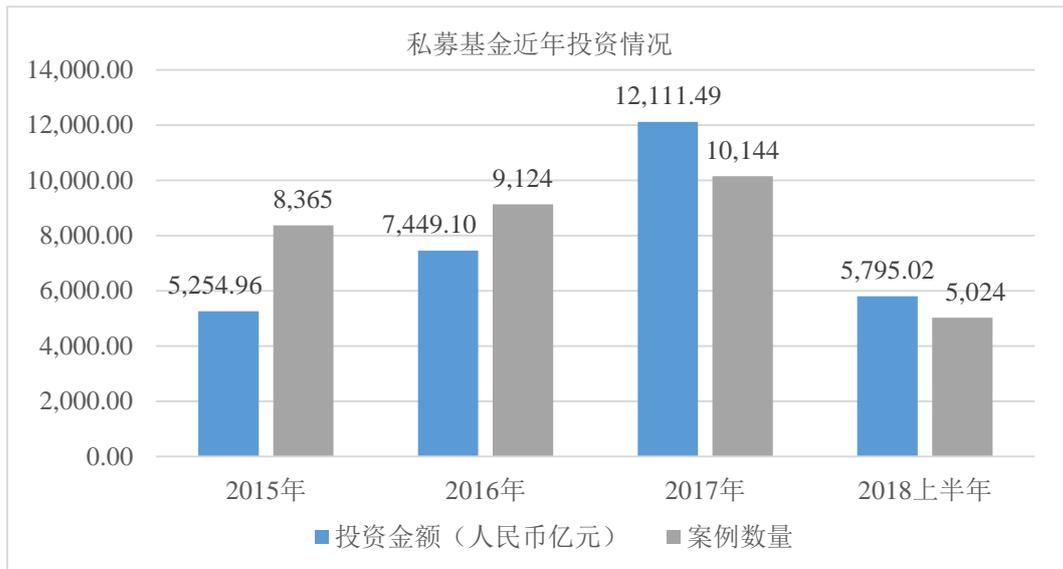
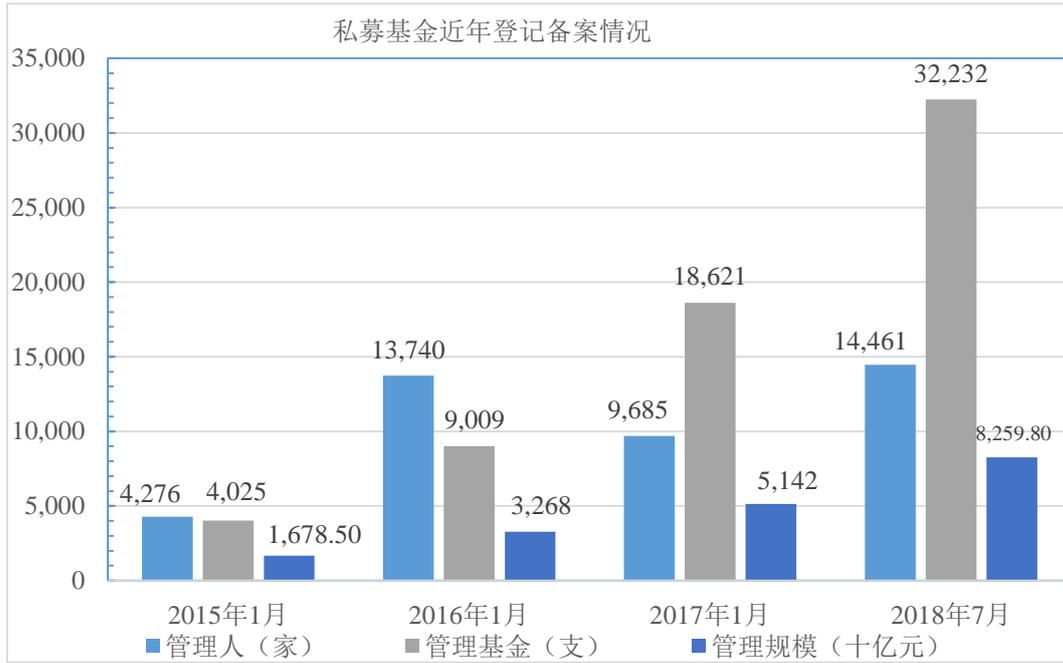
一、引言

按照中国证券投资基金业协会（简称“基金业协会”）目前分类标准，私募基金可分为私募股权/创业投资基金、私募证券投资基金和其他类型私募投资基金。其中，与股权投资紧密相连的当属私募股权投资基金和私募创业投资基金。私募股权投资基金（与私募创业投资基金一起，为本文之目的合称“私募基金”）起源于国外，于上世纪 80 年代被引入中国。上世纪 90 年代初至 2007 年期间，私募基金在中国开始萌芽并较为缓慢发展，主要形式是一些华人管理团队为主的私募股权投资机构以其境外募集管理的美元基金投资中国企业境外上市架构（即红筹架构）或境内上市架构（即 JV 架构），以及在境内设立外商投资创业投资企业（FIVCIE）等形式的投资实体并开展股权投资。2007 年《中华人民共和国合伙企业法》生效后，境内私募基金得以快速发展，并在 2014 年基金业协会监管后获得更加规范性的迅猛发展。

近年来，随着募集规模和数量的日益增长，私募基金已成为资本市场不可或缺的投资主体。截至 2018 年 7 月底，基金业协会已登记的私募股权/创业投资基金管理人 14,461 家，已备案私募股权/创业投资基金 32,232 只，基金规模近人民币 8.26 万亿元¹。2017 年中国股权投资市场投资总额超过人民币 1.2 万亿元，2018 年上半年近人民币 5,800 亿元²。

¹ 数据来源于基金业协会。

² 数据来源于清科数据。



“募资、投资、管理、退出”（简称“募投管退”）是私募基金运作的四大关键环节，也是一支私募基金从设立到清算终止所依次经历的四大主要阶段。早期境内私募基金管理和运营团队成员很多来自于曾经在私募美元基金任职的专业投资团队，与此同时一些从事于 VC/PE 投资业务的律师也逐渐转型成为最早一批从事私募基金设立业务的律师，相对来说专业面比较综合。但随着专业化程度的加深，基金规模的逐步扩大，很多私募基金“募投管退”的各环节通常由私募基金内部的不同团队完成相应阶段的专业事务；在法律服务领域，私募基金设立律师、私募基金项目投资律师乃至被投资企业上市律师往往就同一私募基金不同阶段的事务分别提供法律服务，专业分工更加细化。上述各环节的专业分工细化，虽然使得私募基金各阶段的工作更加有效率和更加专业化，但也使得私募基金设立、运营与投资、退出各环节之间的团队和运营存在一定的相对独立性和分割性，因此难免会出现容易被忽视的“脱节”现象，比如私募基金募集设立的结构化设计与股权投资标的公司（简称“标的公司”）上市股东适格性审查之间的连接、对私募基金投资人（主要是有限合伙人，简称“LP”）穿透进行外资成分审查及限制与标的公司资质申请或维护所涉外资成分限制之间的

连接、私募基金运营期限与标的公司资本市场规划之间的连接等问题，如果未能及时协调或事先考量，不仅可能导致私募基金出现与股权投资项目之间的“不适性”，进而还可能影响私募基金在股权投资项目上的投资完成及顺利退出。

二、 容易被忽视的私募基金设立与项目投资的连接点及问题

一支运作良好的私募基金，其整个设立运营过程是一个互相协调的有机整体，私募基金的募集、投资、管理和退出等各个环节既相互区别又相互联系，彼此之间互相影响并且相互联动。私募基金设立、运营与投资项目各环节间存在着许多连接彼此的连接点，然而实践中却因各个环节所处阶段不同或时间跨度影响而使很多连接点未能得到充分的重视或考虑，如下列举一些普遍性的容易被忽视的连接点及问题：

| 连接点 | 容易被忽视的问题 |
|-------------|--|
| 私募基金期限 | 私募基金选择股权投资项目时未能结合基金期限充分考虑项目退出的期限和方式，则可能造成基金期限和项目投资期限错配、私募基金清盘时无法顺利退出，目前很多早期设立的私募基金普遍存在需要延期的问题。 |
| 私募基金类型及投资范围 | 私募基金管理人和私募基金在基金业协会登记和备案时需要选择私募证券投资基金、私募股权投资基金、私募创业投资基金等不同类型，如未能充分考虑拟投资项目的情况和类型，则会导致进行项目投资时受到基金类型和投资范围的限制。 |
| LP 的特点及限制 | 在 LP 为政府引导基金、保险资金、资管计划、创业投资基金等特殊主体时，私募基金的投资方向通常会因上述 LP 的主体性质受到限制，私募基金在投资时如果未能考虑到这些限制则可能会违反基金合同的约定。 |
| 投资项目的限制 | 一些投资项目在接受私募基金的投资时会对私募基金的结构进行限制，如涉及外资限制行业的标的公司可能会拒绝接受有外资成分的私募基金入股，而有在境内上市计划的标的公司可能会拒绝有契约型基金、资产管理计划和信托计划等三类股东或代持安排的私募基金。私募基金在设立时如果未能充分考虑未来投资项目的情况而接纳 LP，将会对其未来投资项目产生障碍。 |
| 投资方式的限制 | 基金合同中通常会对私募基金进行举债、提供过桥贷款、循环投资、投资二级市场等投资方式进行限定。如该等限制过于严格，则可能对私募基金灵活利用多种投资方式进行项目投资构成不利约束。 |
| 项目重组限制 | 部分投资项目为了满足境内或境外上市需要进行架构重组，例如为实现境外上市而搭建红筹架构，或为回境内上市而拆除已搭建的境外架构。此时，私募基金已经成为标的公司的股东，若其基金合同中对项目重组有限制性约定或缺乏配套应对机制，或者基金架构上存在影响架构重组的成分（如外资成分）且基金合同并未约定解决方案，则将影响标的公司的重组进度及该私募基金在重组后继续持有标的公司的可行性。 |
| LP 否决权限制 | 基金合同中如果对于项目投资、退出等事项给予 LP 否决权，可能会延长私募基金作出决策的时间，并影响基金运作的灵活性；且如私募基金在项目投资端未能考虑到此类 LP 否决权，则有可能构成对基金合同的违反。 |

| | |
|------------------|---|
| 关联交易限制 | 若基金合同约定的关联交易范围较大，且对关联交易的除外情况约定不充分，则可能导致私募基金投资时过多地受制于关联交易条款的限制。例如，基金管理人管理的私募基金共同投资于同一项目或在投资项目退出时由普通合伙人（简称“GP”）的关联方作为受让主体均可能属于基金合同约定的关联交易，就需要私募基金在采取行动前取得基金内部咨询委员会或合伙人会议等审批。 |
| 投资退出限制 | 在私募基金设立时如果基金管理人对股权投资项目未来退出的情形考虑不充分，而在基金合同中过窄地约定了项目一般性退出方式，将可能导致私募基金未来在退出股权投资项目之时受到限制，很多变通的退出方式不能直接适用。例如，基金合同约定的退出方式未约定私募基金可以通过 GP 参与的私募二级市场基金（Secondary Fund）收购、部分 LP 优先退出、GP 或关联方收购或其他变通方式实现退出，而使 GP 或基金管理人无法直接作出以该等方式退出的决定，仍需要受制于全体合伙人协商一致同意。 |
| 基金合同与投资文件中的陈述和保证 | 基金合同（包括附属协议）中 GP 或 LP 的陈述和保证内容与私募基金进行投资时私募基金做出的陈述和保证存在不一致或矛盾；或，基金合同对于陈述保证的常规约定不够充分，致使私募基金在面对被投资企业或监管机构询问时因缺乏足够信息支持而无法迅速做出答复，需在事发时与 LP 进行逐一确认，从而使得私募基金运作较为被动。 |
| 财务信息的提供 | 基金合同通常会约定 GP 在一定期限内向 LP 提供关于私募基金的财务报表等信息，而该等信息需要来自于私募基金所投资项目提供的财务信息。因此，需要在项目投资端对财务信息提供的内容和期限与基金合同的要求进行匹配。 |

三、 私募基金设立与项目投资连接点的协调与建议

为提高私募基金设立运营端和投资端紧密连接性，建议在私募基金设立和运营过程中可采取以下措施将“募投管退”各环节更紧密地连接起来。

（一） 私募基金募资设立过程中充分考虑未来投资项目的各种可能情况

在私募基金募资设立时，募资团队需要与投资团队充分讨论私募基金未来投资领域、投资方式、拟投资项目可能的限制条件及退出时可能面临的各种情况，例如私募基金是否会投资于二级市场（也要区分定增、协议转让等不同方式）、标的公司的行业限制、是否存在搭建红筹架构的可能、是否可以代持或收益权转让等，从而在起草基金合同时对上述可能的情况留有充足的操作空间。

（二） 合理安排私募基金决策机制

在私募基金募资设立过程中合理安排私募基金投资及退出等决策机制，尽量避免对私募基金的未来项目投资、退出、LP 变更等方面产生过多限制。

（三） 募资人员协助确认投资安排

在私募基金的投资团队做出投资决策之前，可由熟悉募资过程的募资团队或管理人员（通常为私募基金法务或财务人员）协助确认该投资项目是否会违反基金合同的任何约定，在投资前是否需要取得私募基金内部的任何审批等。

(四) 就私募基金限制对投资团队进行合规培训

募资团队或管理团队应对私募基金募资过程中的特殊要点进行总结，尤其应总结和私募基金投资及退出等密切相关的限制并做好内部沟通，就该等要点向投资团队进行培训，从而保证投资团队在投资时了解相关私募基金的特点，充分重视私募基金层面的相关限制。

(五) 制备符合基金合同的投资条款清单和投资文件范本

建议私募基金管理人针对其管理的每一支私募基金的基金合同中的特点和限制条件，相应制备在进行项目投资时使用的条款清单（Term Sheet）模板及投资文件范本，并区分“必须适用”以及“尽可能适用”等不同类型的条款，以避免项目投资端发生违反基金合同约定的情况。

(六) 组建或维系能够有效连接私募基金各环节运作的专业团队

私募基金“募投管退”各环节的相互影响和联动的特性使私募基金对其设立、投资和上市退出等各领域都足够熟悉的专业团队有相应需求。建议私募基金管理人针对私募基金“募投管退”各环节的有效连接组建或维系专业法务、财务及业务团队，如有需要，可考虑聘请专业服务机构予以协助，从而在整体上有效把控“募投管退”的顺利连接并防范风险。

四、 结语

在私募基金行业专业化分工程度日益加深、日益成熟的发展背景下，私募基金“募投管退”各环节的流畅性对于私募基金良性运营尤为重要，无论是私募基金管理人还是专业服务机构都不妨将视野拓宽至私募基金“募投管退”全流程，并辅以外部专业律师团队或内部法务团队协助，以整体思维推进每一个环节、重视各环节之间的连接点，建设高效、专业、顺畅的管理和运营机制，实现私募基金管理人与投资人的收益共赢。

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。