



私募基金法律

双雄联袂之 Co-GP 风云

王勇 | 钱锦 | 柳之巍

随着中国¹私募股权投资基金（“基金”）的不断发展，在基金设立实践中，越来越多地出现多个主体（“合作方”）出于资源整合等目的共同发起设立和管理基金²的情形，即通常所说的 Co-GP 模式³。目前市场上比较常见的两种 Co-GP 基金模式是：（1）由各合作方合资设立普通合伙人（“GP”）⁴，即合资 GP 模式；或（2）合作方作为共同普通合伙人一起发起设立基金，即多 GP 模式。

在选择采用合资 GP 模式还是多 GP 模式时，各合作方需要从多个角度出发考虑并最终确认合作方案，主要包括实体设立及相关法律文件起草、各合作方实体的独立性、各合作方权利义务安排的自主性、税务筹划、特殊主体（如国资主体、上市公司、及证券公司私募基金子公司等）监管要求、以及中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）最新的基金备案实践要求（如最近关于 GP 与基金管理公司须具备关联关系的要求）等。尽管两种方案架构不完全相同，但在权利义务分配等方面具有较高的相似性，因此本文主要以多 GP 的模式为例，就 Co-GP 合作设立基金的几个值得注意的实践问题进行简析，供相关业内人士参考和共同探讨。

一、多 GP 模式的基本架构

在多 GP 的模式下，各合作方一般各自以其本身或全资下属企业共同作为 GP 发起设立基金，并视各项目实际情况由其中一名或多名 GP 担任基金的执行事务合伙人（较为常见的是由其中一方 GP 担任，亦取决于所在地工商行政管理部门能否接受多个执行事务合伙人的安排），其基本架构图（以两个合作方为例）如下：

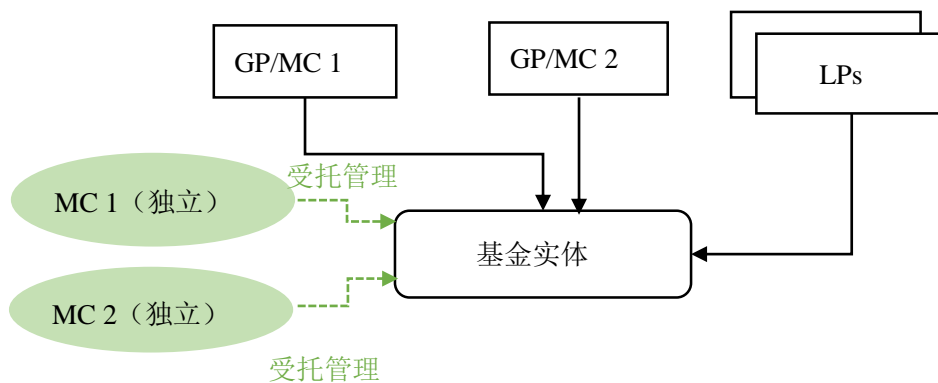
¹ 仅为本文之目的，不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区。

² 仅为本文之目的，本文所讨论的私募股权基金仅指有限合伙型基金。

³ 在实务中，也经常会有三方（甚至更多方）共同合作设立管理公司/普通合伙人的情况，例如产业方与一家顶级 PE/VC 管理机构及一家顶级证券投资基金管理机构合作。

⁴ 请注意，根据具体项目的情况和诉求的不同，这里的“普通合伙人”可能包含或不包含管理公司，下同。

⁵ 包括 GP 为有限公司的情况（由双方或多方共同合资设立有限公司 GP）以及 GP 为有限合伙企业的情况。



在上述架构中，我们可以看到，管理公司（“MC”）与 GP 可以为同一主体，也可以是一个独立的主体（以避免 MC 作为 GP 对基金债务承担无限连带责任并降低 GP 所收取的绩效分成可能被征收流转税的风险）。同时，如果合作方之一没有现成的在基金业协会登记的私募基金管理人，则由另一合作方已登记的管理人作为基金的唯一管理人，该等安排通常在 Co-GP 合作方中有非专门从事资产管理业务的基石投资人，或仅由合作方之一主要负责基金募集和运营时采用。

另外，据我们了解的基金业协会近期私募基金备案实践，若基金的 MC 与 GP 为不同主体，其 MC 与 GP 之间须具有关联关系。就 Co-GP 模式而言，多个 MC 和 GP 之间应确立怎样的关联关系是一个比较复杂的问题，根据我们与基金业协会的初步沟通，得到的结果如下：

情形	关联关系要求
双 GP + 单 MC	MC 与 GP 之一有关联关系
单 GP + 双 MC	两个 MC 均与 GP 有关联关系
双 GP + 双 MC	每一 MC 均与至少一个 GP 有关联关系，两个 MC 之间或两个 GP 之间不一定有关联关系

前述总结仅为基金业协会咨询窗口的口头答复，尚未形成明确的成文规范或书面文件，加之基金业协会的态度可能不时发生变化，且每只基金的自身情况均有差异，因此对 GP 和 MC 之间“关联关系”的要求需要以基金业协会的反馈为准。另外，需要注意，近期基金业协会在私募基金产品备案的线上系统中取消了双管理人的备案入口，可能意味着短期内基金业协会暂不会接受双 MC 基金的备案，导致该类基金在备案方面可能存在合规瑕疵。

二、多 GP 模式下各合作方的主要权利义务

与合资 GP 模式不同，由于不存在一个由各合作方共同设立的实体，在多 GP 的模式下，各合作方的权利义务主要通过基金的合伙协议以及各合作方之间签署的合作协议或类似文件（统称为“《合作框架协议》”）进行约定。一般而言，《合作框架协议》会在基金合伙协议之前起草，确定各合作方在本只基金中的权利义务和职责划分，这样，在起草基金合伙协议时可以直接将相应的安排落实在其中，避免往复修改。多 GP 模式下各合作方权利义务以及值得关注的问题包括以下几个方面：

（一）资金募集

一般而言，《合作框架协议》会就基金的资金募集安排做出约定，包括基金募集的目标规

模，以及合作方各自负责募集的金额（也可能仅由一方负责全额募集）。就私募基金的募集，根据《私募投资基金募集行为管理办法》第 2 条的规定，仅以下两类机构可以对外募集：（1）在基金业协会办理私募基金管理人登记的机构可以自行募集其设立的私募基金；以及（2）在中国证券监督管理委员会（“证监会”）注册取得基金销售业务资格并已成为基金业协会会员的机构可以接受私募基金管理人的委托募集私募基金，其他任何机构和个人则不得从事私募基金的募集活动。同时该《办法》第 24 条规定，募集机构及其从业人员推介私募基金时，禁止允许非本机构雇佣的人员进行私募基金推介。因此多 GP 模式下，若需要不是 MC 的合作方或其人员共同参与基金募集的，有可能会被认定为违反前述《办法》中的规定，从而带来募集合规方面的风险。根据具体项目的不同情况，我们可以提供一些降低这方面合规风险的方案。

对于基金管理人而言，其需要体系化地对前述人员进行管理并规范其募集行为，包括开展培训以确保其遵守管理人的风控制度和工作安排、对相关人员进行必要事前事中和事后合规审查、提供必要的场地和设施等，以免该等安排仅流于形式而非实质以管理人名义对外募集，从而受到基金业协会的质疑。

（二）基金投资决策

基金投资决策通常是 Co-GP 安排下各合作方的关注重点，因此需要在《合作框架协议》就项目投资和退出（有时甚至是更细节的尽职调查、项目立项等）进行明确的约定，例如各合作方均有权利委派人数不等的投资决策委员会成员对前述事项进行表决。同时，通过不同的表决比例设置，还可以实现如一方负责主要决策、另一方享有一票否决权的效果。在前述基本模式的基础上，各合作方也可以根据各自的商业需求，灵活地进行约定，例如仅就部分重大项目（如投资额超过特定金额或基金认缴出资总额一定比例的项目）才由各方共同表决，或一方仅作为投资决策委员会的观察员享有对投资决策的知情权和建议权等。

（三）基金的日常管理

从效率最大化的角度，基金的日常管理事宜可以统一交由作为执行事务合伙人的某个 GP 自主决定；也可以将部分重要事宜提交各个 GP 共同决定，其余事项由单个 GP 自行决定；还可以约定所有日常管理事宜，均需要由各个 GP 共同决定（即多执行事务合伙人模式）。其中，前者需要合作方之间有很强的信任基础，后者则很大程度依赖于合作各方的内部运营和决策效率，而中间的方案能够比较好地平衡和兼顾基金运营效率和合作各方的利益，实践中为较多基金所采用。我们在此就基金日常管理事宜中，值得各合作方重点关注的事项列举如下（仅部分常见事项，不同基金根据实际情况会有所差异）：

- 变更基金的名称、注册地点、经营范围（可能影响品牌建立、税收优惠等）；
- 延长基金期限及/或投资期；
- 修改基金合伙协议影响合作方权利或义务；
- 在基金资产上设置抵押、质押或其他任何权利负担；
- GP 的转让和退伙；
- 对外签署重大合同；
- 决定基金的分配方案；

- 给予关键投资人重大优惠权利；
- 聘任、更换和解聘基金管理人、托管机构、审计机构；
- 决定共同投资机会；
- 决定以基金名义提起诉讼、应诉、进行仲裁等法律程序；
- 决定基金的提前终止、解散及清算。

（四）材料保管及印章使用

除上述对于基金投资事项和日常管理事项的决策权进行约定外，《合作框架协议》可能还会对基金相关材料的保管、查阅、以及印章使用等进行约定，因为关系到实践中各合作方在《合作框架协议》项下的权利是否能真正落实履行。

（五）管理费和绩效收益

Co-GP 模式下，各合作方通常会分享基金产生的管理费和/或绩效收益（业绩报酬），其中“分享比例”通常由各方根据商业安排协商确定，“分享基数”则存在不同的选择，如全部管理费和绩效收益均可分享，或仅就其作为有限合伙人（或其募集的合伙人累计）实缴的部分，分享一定比例的管理费和绩效收益。

对于合资 GP 模式而言，前述安排将在 GP 的股东协议和公司章程（或三层架构下，在 GP 的合伙协议与 UGP 的股东协议和公司章程）中体现，但合作方之间的权利义务划分与多 GP 模式下是类似的。

三、 国有企业合作方

在合作方中包含国资主体（“**国资合作方**”）时，需要特别注意国有企业是否可以担任合伙企业 GP 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 3 条的规定，国有企业不得成为普通合伙人。但是，《合伙企业法》并未就“国有企业”的内涵和外延做出明确界定，因而在具有国资背景的企业担任合伙企业 GP 时，相关监管部门对于“国有企业”的界定存在差异⁶。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 GP 的情况在工商部门层面⁷、基金业协会层面⁸及证监会层面⁹均已有获得认可的先例。根据我们过往向部分地区工商行政管理部门了解到的情况，是否认可国有企业担任合伙企业的 GP 主要是基于工商部门内部所保存和不时更新的“国有企业名单”，该名单主要包括一级、二级的部分国有企业。因此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 GP 的可能性。据此，在国资合作方拟作为 Co-GP 发起设立基金时，经常会通过架设一层或多层特殊目的实体的形式来降

⁶ 根据国家统计局和国家工商总局共同颁布的《关于划分企业登记注册类型的规定调整的通知》（国统字[2011]86 号，“**86 号文**”）规定，国有企业是一个狭义的概念，仅指所有权全部归国家所有的非公司制企业；而根据发改委于《股权投资企业备案文件指引/标准文本》（已失效）中明确的“国有企业”概念，国有股权或权益合计达到或超过 50% 的公司或非公司制企业均认定为“国有企业”。此外，还有若干其他监管机关也在相关文件中对于“国有企业”做出的不同的定义，如个国务院国有资产监督管理委员会和财政部的《企业国有资产交易监督管理办法》（即“**32 号令**”）。

⁷ 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 GP 的案例。

⁸ 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 GP 的有限合伙型私募基金成功备案的案例。

⁹ 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 GP 为具有 100% 国资成分的企业并成功通过证监会审核的先例。

低因国资成分而面临的担任基金 GP 的障碍。

除前述国资合作方担任 GP 的限制外，国资合作方在参与设立基金及相关投资过程中，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 Co-GP 发起设立基金时，除建议事先与拟注册地的工商部门确认工商登记无障碍之外，也需要与其国资主管机关或集团母公司进行确认，以评估相关风险和后续合规成本，并进一步确定如何搭建 Co-GP 基金的架构。

四、 上市公司（或其子公司）参与 Co-GP

就 Co-GP 合作方中存在上市公司（及其控股子公司，以下称“上市公司合作方”）的情况，亦存在一些值得特别注意的事项。目前，专门针对上市公司合作方与私募基金合作投资事项的监管规定主要集中在信息披露层面¹⁰，参照目前证监会的首次公开发行过程中的审核原则，GP 通常被认定为基金中的实际控制人，上市公司合作方以 Co-GP 身份参与设立基金将可能导致其被认定为基金的实际控制人或共同实际控制人，其可能造成在基金将来的交易中引发关联交易、同业竞争、利益输送等问题。另外，也需要考虑上市公司是否会因其关联方参与担任基金的 Co-GP 和/或投资人（尤其是基石或出资比例较大的投资人）而是否需要对该基金的财务进行并表，并按照相关的商业诉求设计 Co-GP 以及上市公司（或关联方）担任 LP 所拥有的权限等安排。

五、 证券公司私募子公司参与 Co-GP

在合作方存在证券公司私募基金子公司（或其下设二级管理公司，以下称“券商子公司合作方”）时，需遵循证券公司私募子公司的一系列相关规定以及相关监管部门的窗口指导意见。根据我们近期项目上的经验，券商子公司合作方作为 Co-GP 参与基金设立时，通常要求所有 Co-GP 主体均已完成私募基金管理人登记（在合资 GP 模式下，则该合资 GP 需要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。此外，按照证监会 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》第 15 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 GP（即对基金债务承担无限连带责任），但实践中仍存在一些私募基金子公司或其下设二级管理公司直接担任基金 GP（包括担任 Co-GP）的情形。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 GP，但也不排除后续监管口径可能会发生变化。

六、 结语

随着监管机构近来暂停双 MC 的私募基金产品备案、要求 MC 与 GP 具有关联关系等一系列监管趋势，市场上常见的 Co-GP 模式将面临日益变化的监管挑战，因此需要专业法律顾问从合规方面把关和设计有针对性的架构。我们也会持续关注该领域监管规定的变动及相关实践，为业内同仁提供第一线的最新动态和资讯。

¹⁰ 2015 年 9 月 11 日上海证券交易所发布了《上市公司与私募基金合作投资事项信息披露业务指引》；2015 年 9 月 11 日深圳证券交易所发布了《中小板信息披露业务备忘录第 21 号：上市公司与专业投资机构合作投资》；2015 年 9 月 14 日，深圳证券交易所发布了《创业板信息披露业务备忘录第 21 号：上市公司与专业投资机构合作投资》、《主板信息披露业务备忘录第 21 号：上市公司与专业投资机构合作投资》。

境内基金系列

- LP 共同投资权 — 想说爱你不容易（2018/9/18）
- S 基金 — PE 二级市场交易揭秘（2018/9/13）
- 我是谁？ — 私募基金身份认定的惑与解（2018/9/10）
- 境外资金如何参与境内股权投资？ —— FDI、QFLP/R-QFLP 及更多……（2018/9/5）
- 跨界神器横空出世之“私募资产配置基金管理人” — 基金业协会问答(十五)解读(2018/8/30)
- S 基金 — 渐行渐近的 PE 二级市场接盘侠（2018/8/28）
- 市场化 GP — 如何与政府引导基金和谐共舞（2018/8/17）
- PIPE 管理人及基金登记/备案之迷局初探（2018/8/16）
- 从私募基金角度解读资管新规体系下的银行理财监管细则（2018/7/23）
- 解析中国版 IRA 新政及养老目标基金（2018/5/15）
- 福建平潭 QFLP 试点政策简析（2018/4/13）
- 中国私募基金监管蓝皮书（第二版）（2018/4/2）
- 私募基金外包服务新规解读（2017/3/3）
- 证券公司私募投资基金子公司及另类投资子公司新规解读（2017/1/9）

资产管理系列

- 【证券 & 基金】证券投资基金经营机构“出海”新规简析（2018/10/5）
- 【保险资管】个人税延养老保险产品法律框架解读（2018/8/1）
- 【保险资管】解析中国版 IRA 新政及养老目标基金（2018/5/15）
- 【保险资管】保险资金运用新规对“大资管”领域影响之浅析（2018/1/31）
- 【保险资管】保险私募基金最新《监管口径》新规评述（2017/7/25）
- 【保险资管】险资全面深入私募：获准投资创投基金并获发起私募基金资格（2015/1/26）
- 【银行资管】从私募基金角度解读资管新规体系下的银行理财监管细则（2018/7/23）
- 【券商资管】证券公司私募投资基金子公司及另类投资子公司新规解读（2017/1/9）

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。