

私募基金法律

私募基金设立经营者集中申报之 LP 视角

作者：马辰 | 冉璐 | 景晴 | 郭家昊

一、引言

近年以来，全社会反垄断监管的呼声空前高涨，我国政府对反垄断执法的力度在逐步加强，经营者对反垄断合规的重视程度迅速提升。2020年年末，国务院反垄断委员会和国家市场监督管理总局（“**市场监管总局**”）对平台经济的一系列动作引发社会高度关注。密集的执法行动以及紧接其后的中央经济工作会议表态，昭示反垄断执法活动将持续强化。例如，针对此前处于灰色地带的 VIE 架构经营者集中申报问题，市场监管总局在《关于平台经济领域的反垄断指南》（征求意见稿）中首开先河，明确 VIE 架构应当申报，并一连公布了三起未依法申报实施集中的处罚决定。

反垄断监管的威慑力也警示平台经济领域之外的企业着手审视自身的反垄断合规情况。对于众多相对大型的私募基金而言，反垄断合规的重点在于是否依法履行了经营者集中的申报义务。原因在于，经营者集中审查的核心前提在于控制权取得，因为取得对其他经营者的控制权将导致经营者的市场力量相互叠加，有可能影响相关市场的竞争状况。所以，经营者集中申报这一法定要求普遍适用于任何“集中”交易，包括合并、收购、新设合营企业、业务合作等。不仅私募基金投资收购被投资公司在适用范围内，私募基金设立活动本身也在审查范围内，因为其涉及私募基金的参与方取得对于基金的控制权，进而影响基金的经营行为。实践中，我们发现私募基金也确实越发重视经营者集中审查。在执法机构公示的经营者集中申报中，因设立私募基金而进行申报的案例不在少数，且均顺利取得批准。

在有限合伙型的私募基金设立中核心的参与者包括普通合伙人（**General Partner**，“**GP**”），同时也包括有限合伙人（**Limited Partner**，“**LP**”）。通常观点认为，私募基金主要由 GP 控制，但是反垄断法对“控制”的关注角度在于有控制的经营者能否对被控制的经营者的竞争行为产生影响，所以《反垄断法》范畴的“控制”的定义可能要宽于私募基金行业对“控制”的理解（参考我们在此前的文章中的分析，见[《当基金投融资遇上反垄断申报，有可能来电吗？》](#)）。因此，LP 对私募基金经营决策的参与也可能会构成反垄断法所定义的控制。近年来，随着私募基金行业的发展，我们注意到 LP 开始不同程度地参与到私募基金的经营中来，随之而来的问题就是该等参与经营的方式是否使 LP 取得了反垄断法意义上的控制权，从而构成经营者集中并需要进行申报。本文拟从有限合伙型私募基金中 LP 参与私募基金经营的角度出发，就私募基金设立时的经营者集中问题进行探讨，供业界人士参考。

二、LP 参与私募基金经营决策的不同方式及对应的经营者集中问题

（一）经营者集中的含义和申报标准

简言之，只要是达到申报标准的经营者集中行为，取得控制权的经营者就需要在实施集中之前向市场监管总局申报并取得批准，否则集中交易不得实施。因此，经营者集中审查涉及两个维度：第一，私募基金设立构成经营者集中；第二，该经营者集中达到申报标准进而需要申报。这两个条件同时满足才需要申报。

1. 经营者集中

《反垄断法》规定的经营者集中指（1）经营者合并；（2）经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；（3）经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。市场监管总局反垄断局多年的实践也把新设合营企业视为一种集中的形态。

有限合伙型的私募基金的募集设立过程可能与实业企业不同，但在反垄断法上，通常会被视为 GP 和 LP 新设合营企业。根据上述经营者集中的定义，如果至少有两个合伙人（无论是 GP 还是 LP）通过参与私募基金决策共同控制该私募基金，则该私募基金的设立构成经营者集中；如果仅有一方合伙人/基金管理人（比如 GP）单独控制该私募基金，其他的合伙人没有控制权，则该私募基金的设立不构成经营者集中。

反垄断法的立法宗旨是维护市场竞争。相应地，要判断参与私募基金的某一方是否取得反垄断法意义上的控制权，其根本标准是该方是否能够控制私募基金的市场竞争行为，比如是否控制私募基金的投资及相关业务，如果存在多方取得控制权则构成经营者集中。

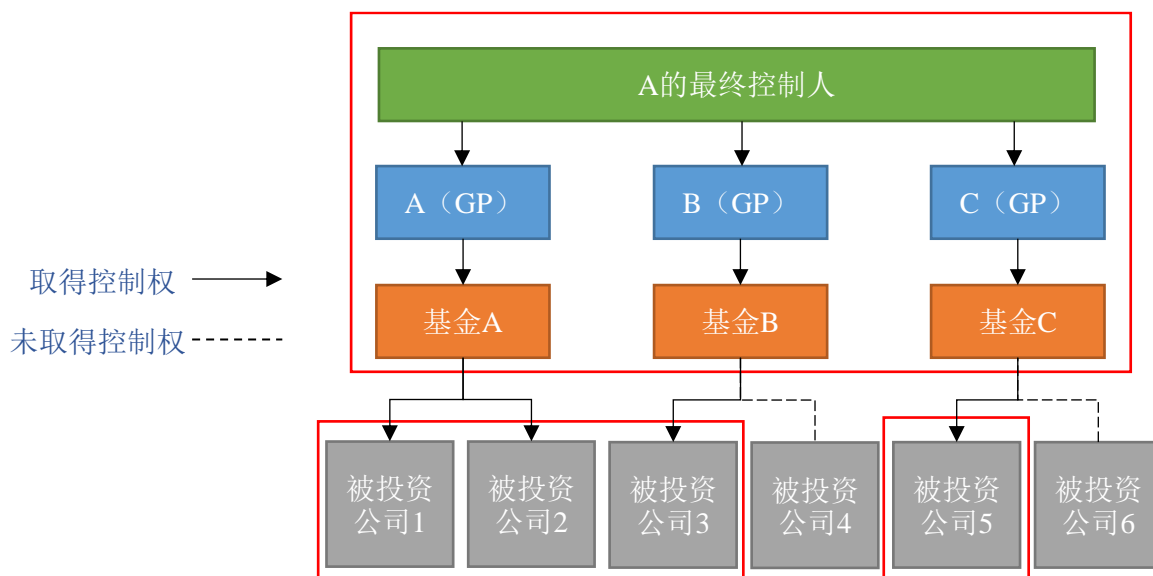
2. 申报标准

根据《国务院关于经营者集中申报标准的规定》规定，只要参与集中的经营者的营业额达到如下两个标准之一，取得控制权的经营者即负有在实施集中之前向国家市场监督管理总局进行申报的义务：

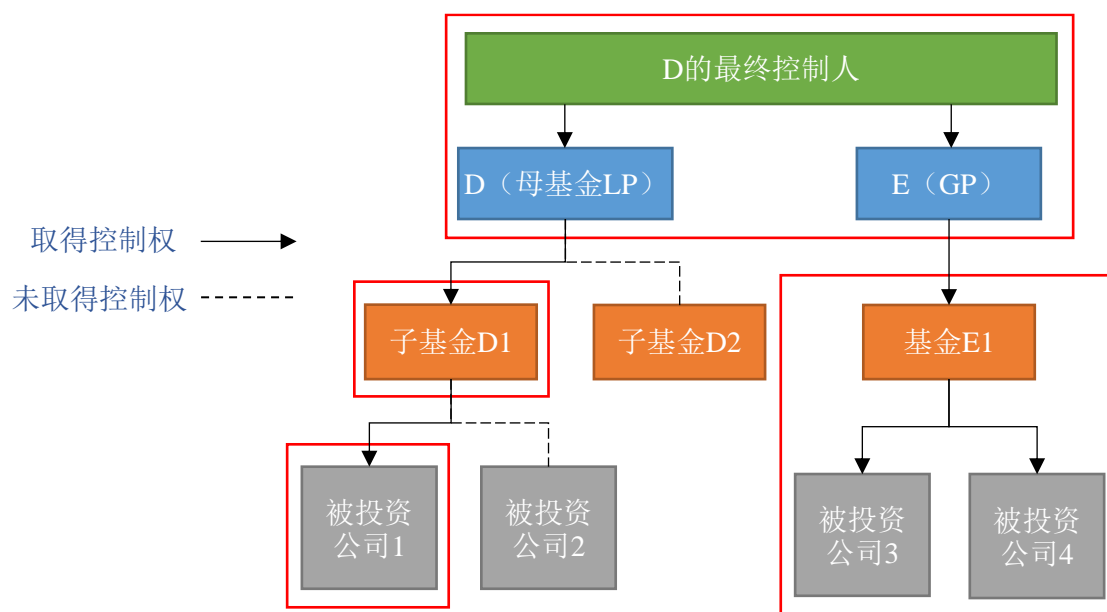
- 参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币；或
- 参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币。

就设立私募基金而言，参与集中的经营者指的是取得控制权的经营者，因此判断营业额是否满足申报标准时，需要计算取得基金控制权的各方（GP、LP 和/或独立的管理人等其他主体）的营业额是否满足上述标准。某一方的营业额应包括其自身以及与其存在直接或者间接控制关系的所有经营者的营业额总和。简单理解，就是最终控制人下的所有经营者的营业额。

以某私募基金普通合伙人（GP）A 为例，在计算 A 的营业额时应纳入的主体包括以下所有红框内的主体：



再以某母基金（LP）D为例，在计算D的营业额时应纳入的主体包括以下所有红框内的主体：



由此可见，被纳入计算的主体范围十分广泛。对于规模较大的 GP 和 LP 来说，其营业额很有可能会达到申报标准。

（二）LP 是否控制基金的不同情况

实践中，私募基金的事务主要由 GP 自行决定和执行，但 LP 可能会从以下几个维度共同参与到私募基金的决策中：

1. 通过参加合伙人会议参与私募基金决策

根据《合伙企业法》和中国证券投资基金业协会（“协会”）发布的相关指引，LP 不执行合伙事务，不得对外代表私募基金，但 LP 可以参与决定 GP 入伙、退伙、对私募基金的经营管理提出建议、参与选择承办私募基金审计业务的会计师事务所等，前述活动通常通过合伙人会议表决的形式进行决策。从合伙企业事务执行和私募基金管理的角度来说，不视为 LP 执行合伙事务。从反垄断法的角度来

说，该等权利一般属于 LP 的保护性权利，不涉及控制私募基金的市场竞争行为，因此不构成控制权。

2. 通过向私募基金顾问委员会（Advisory Committee，“AC”）委派成员参与私募基金决策

实践中许多私募基金可能会组建 AC，AC 由 GP 选择的一些主要的 LP 委派成员组成，主要对私募基金运营过程中所涉及的重大风险事项进行决策，一般决策权限可能包括 GP 的关联交易和利益冲突事项、突破私募基金投资限制的事项等。同样，该等事项通常也属于保护性权利，不涉及主动干预私募基金日常运营中的投资行为，因此构成控制权从而引发经营者集中申报的义务可能性相对较低。但是，如果 AC 本身的决策权限超出了通常的保护性权利的范围（例如能够就具体投资项目进行决策），则需要进一步分析 LP 是否通过 AC 取得了对私募基金的控制权。

3. 通过向私募基金投资决策委员会（Investment Committee，“IC”）委派成员及/或观察员参与基金决策

私募基金通常设置 IC，决定私募基金对标的项目的投资、投后运营和投资退出等事项，属于私募基金的核心决策机构。由于私募基金由 GP 管理，IC 通常由 GP 的投资决策人员组成，但实践中部分 LP 出于合规或商业的目的，也希望参与到 IC 中，向其中委派有表决权的成员或无表决权的观察员。

无表决权的 IC 观察员通常不具有表决权而只享有信息权，因此未实际参与私募基金的决策，对私募基金无控制权；但针对享有表决权的 IC 成员，则需要进一步分析其权限边界，以判断该 LP 是否因为享有 IC 表决权对基金取得了控制。

前文已述，作为反垄断法上的经营者，私募基金的核心竞争行为之一是投资及相关业务。因此，如果 LP 通过参与 IC 的投资决策程序，能够控制私募基金的投资行为或相关活动或对其施加决定性影响，则理论上其就能够控制私募基金在市场竞争中的表现，因此也就顺理成章地取得了反垄断法意义上的控制权。

因此，在参与的 IC 决策程序中取得什么样的权利，对于认定是否取得反垄断法意义上的控制权也就至关重要。决策程序中最为首要的即是对投资项目的决策权利，但也不能排除 IC 关于投后管理（例如某些私募基金的投后管理可能涉及私募基金的预算问题）、高管提名等事务的决策权利可能带来控制权。在判断参与前述事项的决策是否导致控制权时，需要综合考虑多重因素。基于多年实践，反垄断局最关注的因素是一个经营者的经营计划、高管任免、财务预算等事项。

由此可见，如果 LP 不希望承担被认定为取得控制权的风险，其有必要对参与私募基金决策所取得的权利进行限制。例如，LP 可以考虑采用 shifting alliance¹来稀释掉针对特定事项的决策权利，或者提高其可以参与决策的投资项目的门槛等。

4. LP 的关联方为 co-GP，co-GP 参与决策和执行基金事务

近年来市场上出现越来越多“强强联合”的 co-GP 合作基金，由多方 co-GP 分工合作，共同经营基金事务。如果 co-GP 共同对前文所述的投资项目等重大事项进行决策，则基金处于双方共同控制之下，设立私募基金的行为已经构成经营者集中，如果营业额达标，co-GP 均具有申报义务。

值得注意的是，在 co-GP 的项目中，很多时候有其中一方 GP 具备较强的募资能力或本身就具备较

¹ 简言之，shifting alliance 指经营者权力机构表决时不存在稳定的多数表决权，因此决议的多数可能是经营者权力机构成员的不同组合。一般来说，shifting alliance 有助于稀释控制权，但鉴于市场监管总局并未明确其政策立场，shifting alliance 是否能够完全稀释控制权仍受限于市场监管总局的个案判断。

强的资本投入实力，此时其可能会指定其关联方同时向私募基金出资，成为私募基金的 LP。那么，在 LP 关联方担任 co-GP 的情形下，该 LP 是否必然也会被视为取得了对私募基金的控制权？答案是不一定，该判断核心在于 LP 与其相关的 co-GP 是否各自就其商业行为进行独立的决策。一般来说，如果 LP 与 co-GP 虽然是关联方，但是并没有共同的最终控制人，且双方没有就该私募基金达成一致行动协议或安排各自的行为，则不能仅因为该 LP 与 co-GP 相关就认定该 LP 取得了私募基金控制权。

出于全面、审慎分析风险的目的，需要注意的是，即使 LP 与 co-GP 之间没有明确的一致行动安排、没有共同的最终控制人，可能仍需要分析在关联关系的基础上其利益上的一致性是否会导致双方之间的行为相互协调，从而判断其是否可能构成事实上的单一经济体或共同控制。例如，欧盟委员会在《经营者集中控制权通知》中就提到了一种“事实上的共同控制”，即因为存在重大共同利益而出现的事实上的集体行动/共同控制²。我们理解，类似的控制权结构属于较为罕见的情形，但鉴于我国执法机构在认定控制权时亦可能参考域外经验，对 LP 与 co-GP 之间的关系需要格外注意。

无论如何，LP 与 co-GP 之间的控制权关系将对申报程序产生一定影响。

三、LP 在经营者集中申报中的角色

根据《经营者集中审查暂行规定》第十一条，取得控制权的经营者是申报义务人。对于设立私募基金这种多个经营者取得控制权的情况，多个申报义务人可以约定由一个申报义务人申报、其他经营者配合，尽管此等委托不能免除其他申报义务人的申报义务。因此，在申报流程中，如果 LP 取得控制权，其可以与 GP 是否需要有一方主导申报以及何方主导申报进行商议。

在申报过程中，对于取得控制权的 LP，其提供的材料主要包括基本信息、上一财务年度财务数据、过去三年内在拟设立基金所在的相关市场内的集中情况、与拟设立私募基金所在相关市场有关的市场数据等，并有义务就设立、运营等方面的合规性以及向国家市场监督管理总局所提交材料的真实性等进行确认。对于其他未取得控制权的 LP，则需要其提供的信息较为有限，限于一些基本信息。

四、不进行申报的风险

《反垄断法》第四十八条规定：“经营者违反本法规定实施集中的，由国务院反垄断执法机构责令停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要措施恢复到集中前的状态，可以处五十万元以下的罚款。”随着反垄断执法的强化，执法机构在近年来查处的案件数量和处罚力度也不断上升，例如对前述的三起涉及 VIE 的未依法申报实施集中的处罚决定均给予了五十万元的顶格处罚。

需要注意的是，在 2020 年初公布的《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》中，现行《反垄断法》中五十万元的罚款上限已经被修订为上一年度销售额百分之十，大大提高了罚款的威慑力。同时，修订草案除明确执法机构有权采取责令停止实施集中、责令限期处分股份或资产、责令限期转让营业等原有的“恢复原状”措施外，亦补充明确执法机构有权附加限制性条件，进一步细化了违法实施经营者集中的法律后果。此前，全国人大法工委表示，修改《反垄断法》是 2021 年的重点立法工作。我们预计，其中关于违法实施集中的法律责任的修订很可能得到保留。因此，对应当申报的基金设立交易不予申报，其风险将显著增加。

² Commission Consolidated Jurisdictional Notice under Council Regulation (EC) No 139/2004 on the control of concentrations between undertakings (2008/C 95/01).

五、结语

随着我国私募基金产业的发展，LP 参与基金的方式也越来越多，其在基金中拥有的决策权利也不一而足。由于私募基金设立也在经营者集中审查的范围之内，LP 是否通过决策权利取得对于基金的控制权对于基金设立是否应当申报、应当怎样申报均有显著影响。随着反垄断执法的加码，投资者在以 LP 身份参与设立私募基金时，务必要于控制权问题进行全面、审慎的分析。

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以下人员联系：

马辰

电话： +86 10 8525 5552

Email: chen.ma@hankunlaw.com

冉璐

电话： +86 10 8525 5521

Email: lu.ran@hankunlaw.com

景晴

电话： +86 10 8516 4260

Email: qing.jing@hankunlaw.com