



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20日

私募基金法律

《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》对险资间接投资股权的影响

王勇 | 董双 | 李子阳 | 徐毅

对于多数一线 PE/VC 机构而言，保险公司一直是其在中国募资所希望追寻的重要金主之一。保险公司强大的资产规模、稳定的现金流以及相对长期的资金投资意愿，使保险资金和私募股权投资的长期投资方式有着先天的契合度。2010年9月，中国保监会发布了《保险资金投资股权暂行办法》（保监发[2010]79号）（以下简称“《暂行办法》”），对险资通过私募股权投资基金间接投资股权进行了较为全面的规定。为了进一步鼓励险资通过私募股权投资基金和创业投资基金（以下的“私募股权投资基金”和“创业投资基金”合称为“私募基金”）实现间接投资股权，中国保监会于2012年发布了《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）（以下简称“59号文”），在《暂行办法》的基础之上对险资投资私募股权基金事宜作出了进一步明确和补充。

2018年4月，金融去杠杆背景下颁布的《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发[2018]106号）（以下简称“《资管新规》”）的“禁止多层嵌套”等规定对于私募基金的募集产生了一定冲击。正在这募资寒冬之际，中国银保监会于2018年10月26日发布了《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”），在《暂行办法》的基础之上，整合了59号文的部分相关内容，并在险资投资股权的行业和比例等多个方面进行了一定程度的政策放松。

《征求意见稿》发布之后，我们结合险资投资私募基金的项目实操经验，撰文对《征求意见稿》中与险资投资境内私募基金相关的要点问题进行分析和展望，供业内人士探讨。

一、私募基金管理人登记

《征求意见稿》新增私募基金管理人应完成私募股权基金管理人登记的要求，且明确保险资金投资的股权投资基金，包括创业投资基金、股权投资基金和以上述基金为投资标的的母基金。与中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）对私募基金管理人机构类型的分类相对应，我们理解私募基金管理人登记的机构类型应当为“私募股权、创业投资基金管理人”。

特别地，对于基金业协会于2018年8月底新增的“私募资产配置类管理人”而言，由于其投

资范围包括公募基金、私募证券基金等非股权的跨类别资产，且其管理基金的类型为“私募资产配置基金”，因此保险资金能否投资于私募资产配置基金存在一定程度的不确定性。但保险资金与私募资产配置基金存在一定的契合度，在今年一月份，时任保监会副主席陈文辉曾在厦门召开的《保险资金运用贯彻落实全国保险监管工作会议精神专题培训会议》上指出，要加强保险资金运用能力建设，建立健全资产负债管理和大类资产配置能力¹。我们也会进一步关注这一问题的进展。

二、注册/认缴资本

《征求意见稿》规定，保险公司投资股权投资基金，该股权投资基金的投资机构（即私募基金管理人），注册资本或者认缴资本不低于1亿元。相较于《暂行办法》，《征求意见稿》中增加了“认缴资本”的表述，整合了59号文中对于基金投资机构的资本要求。此前，对于拟募集险资的合伙企业型私募基金管理人，其如何根据《暂行办法》确定其资本要求存在一定不确定性，后续出台的59号文针对该问题进行了明确，规定“保险资金投资股权投资基金，发起设立并管理该基金投资机构的资本要求，调整为注册资本或者认缴资本不低于1亿元人民币。”本次《征求意见稿》在投资机构的资本要求方面增加了法规的完善程度，而并非是一个新的修订内容。

此外，从私募基金管理人于基金业协会登记和监管的角度，如果私募基金管理人的实缴出资低于认缴出资的25%，则在登记过程中可能受到基金业协会的特别关注，且在该管理人完成登记后的“私募基金管理人公示信息”页面载有“实缴资本低于100万或实缴资本低于25%”的特别提示信息。这在一定程度上间接要求私募基金管理人应当实缴1亿元注册资本/认缴资本的部分出资，属于对私募基金管理人硬实力的要求。

三、管理资产余额

相较于《暂行办法》，《征求意见稿》特别明确了私募基金管理人的“管理资产余额”概念，即“中国境内以人民币计价的实际到账资金和形成的资产”，这与59号文中的相关概念存在一定区别²。有观点认为59号文项下的“资产管理余额”仅指投资者投入投资机构所管理的私募基金的本金，而不包括投资机构所管理的投资者的到账资金投资后增值的部分。而本次《征求意见稿》明确“管理资产余额”包括投资者“实际到账资金”和“形成的资产”。就本次《征求意见稿》中规定的该等“形成的资产”投资后的增值部分，是否可以计入投资机构的资产管理余额，存在一定的不确定性，我们将持续关注监管部门以及市场实践中的相关动态。

虽然此次《征求意见稿》在一定程度上对“管理资产余额”概念进行了明确，但对于实践操作中如何判定能否计入“管理资产余额”存在不确定性的问题未能进一步回应，例如：（1）私募基金管理人过往管理但已实现项目退出并已将管理资产本金及收益退回的资产是否属于“管理资产余额”；（2）私募基金管理人子公司或者关联方（尤其是部分私募基金管理人的境外关联方的在管美元基金的情况）所管理的资产能否纳入该私募基金管理人的资产管理余额；（3）与其它机构共同管理的资产能否纳入该机构资产管理余额，机构对于管理资产的参与程度及具体管理方式方面的认定标准等。在具体项目中如涉及前述问题，则应当与监管部门及时沟通，并遵循监管部门的解释。

¹ 请参见：http://www.gov.cn/xinwen/2018-01/31/content_5262577.htm。

² 根据59号文的规定，管理资产的余额是指在中国境内以人民币计价的实际到账资产和资金的余额。

目前监管部门在管理资产余额方面的考察对象仍主要是私募基金管理机构，而未将机构人员也纳入综合考虑的范围，这就导致一些已在知名私募基金管理机构工作多年的从业者在离开原机构自立门户后，往往因为新设机构管理资产余额难以满足险资的要求而被险资拒之门外。

四、修订基金分类并重申母基金穿透原则

相较于 59 号文“成长基金、并购基金、新兴战略产业基金”的分类方式，《征求意见稿》对险资可投资基金的股权投资基金分类采用了“创业投资基金、股权投资基金和以上述基金为投资标的的母基金”的表述，消除了需要对于“成长基金、并购基金、新兴战略产业基金”进行解释的不确定性因素。

此外，《征求意见稿》延续了 59 号文对母基金的穿透结构的限制，即“险资所投资的母基金的交易结构应当简单明晰，不得包括其他母基金”，也与《资管新规》中“禁止多层嵌套”的监管态度一致。对于实践中存在的通过特殊投资载体进行投资的情况（出于税务筹划考虑，特殊投资载体惯常采取有限合伙企业形式），还应注意判断该等特殊投资载体是否会在未来被监管部门认定为私募基金³，进而导致违反多层嵌套的规定。

五、重申禁止投资于其他金融机构或其子公司控制的基金

《征求意见稿》重申了 59 号文中对于“保险资金投资的股权投资基金，非保险类金融机构及其子公司不得实际控制该基金的管理运营，或者不得持有该基金的普通合伙权益”的要求，并将被非保险类金融机构实际控制的限制扩展至基金管理机构。

此前市场上曾有观点认为中国银保监会可能在实践中放松该项要求的执行，但《征求意见稿》重申了此点。我们理解，对“实际控制基金管理机构的运营事项”的认定标准需要进一步解释，需要从持股比例和管理人员席位分配等多种因素综合考虑作出判断，而并非只要私募基金管理人的直接或间接股东中存在非保险类金融机构，就得出其不得募集保险资金的结论。

六、投资私募基金的比例限制

与 59 号文中的现行规定类似，《征求意见稿》对于险资投资同一私募基金的比例作出了限制，但在具体限制方面有所放松：（1）解除了保险公司投资股权投资基金的账面余额与其总资产挂钩的限制；（2）将保险公司投资单一股权投资基金的规模比例从 20% 提高到 30%，集团公司和保险公司一起投资的，最高比例仍为 60%。

市场上有观点认为目前中国银保监会可能在实践中并未严格执行 59 号文中对于保险公司投资于单只基金比例上限的规定，并且我们亦注意到实践中存在突破 59 号文规定的单只基金比例上限的案例。未来《征求意见稿》正式生效后，如上述规定得以保留，我们会对监管部门对于该规定的监管态度持续予以关注。

七、投资限制

《征求意见稿》首次提出了保险资金投资的私募股权基金中资产类型的限制，即“险资投资的

³ 关于私募基金的身份认定，请参阅汉坤法律评述之《我是谁？——私募基金身份认定的感与解》。

私募基金的未上市权益类资产占比不低于 80%”。与之相对应的是，当险资投资于并购基金时，因并购基金通过战略投资、定向增发、大宗交易等非交易过户方式涉及公开上市交易股票，投资规模不能高于该基金资产余额的 20%。

但在实操层面，基金资产余额可能是一个浮动的数额，例如在并购基金的有限合伙人退伙、已投资项目核销、向合伙人进行分配等情形，都会造成基金资产余额变小，从而可能被动导致投资于公开上市交易股票的投资规模占基金资产余额的比例超过 20%。在此情形下，私募基金管理人面临因违反《征求意见稿》的规定而被中国银保监会列入不良记录名单或行政处罚的可能。

《征求意见稿》对于险资投资私募基金过程中涉及的保险公司、私募基金、私募基金管理人和私募基金投资标的等要素均设置了一定的条件，对于私募基金管理人所设置的条件尤其受到市场化私募基金管理团队的关注。在《征求意见稿》基础之上，我们整理了险资投资私募基金所设置的私募基金管理人的条件和管理义务如下：

注册资本	注册资本或者实缴资本≥1 亿元
管理资产	管理资产余额（中国境内以人民币计价的实际到账资金和形成的资产）≥30 亿元
人员	至少 10 名，其中至少 2 名 5 年以上相关经验，至少 3 名 3 年以上相关经验；至少 1 名 8 年以上相关经验的高级管理人员；至少 3 名熟悉企业运营、财务管理、项目融资的专业人员
实操项目	已退出项目（指作为投资主导人员合计退出的项目数量）≥3 个
管理义务	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 管理人应与保险公司签订书面合同，公平对待不同资金 ➢ 不得违反合同约定投资 ➢ 不得混合管理自有、受托资金或者不同委托机构资金 ➢ 不得挪用受托资金 ➢ 不得提供最低投资收益承诺 ➢ 不得以保险资金及其投资形成的资产为他人设定担保 ➢ 不得将受托资金转委托 ➢ 不得为保险公司提供通道服务
合规性	最近三年未发现投资机构及主要人员存在重大违法违规行为
制度	已建立风险准备金制度；具有完善的公司治理、管理制度、决策流程和内控机制；具有健全的项目储备制度、资产托管和风险隔离机制；建立激励约束机制和跟进投资机制
报告义务	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 承诺接受中国银保监会涉及保险资金投资的质询，并报告有关情况 ➢ 每年 4 月 30 日前，就保险资金投资股权投资基金的情况，向中国保监会提交年度报告 ➢ 有义务在中国保险资产管理业协会“股权投资信息报告系统”中报送股权投资数据及报告、运营管理数据及季度（每季度结束后 30 个工作日内）/年度（每年 4 月 30 日前）报告、要素变更数据及报告、重大事项报告、投资清算数据及报告等

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）联系。