

汉坤 2019 年度 基金募集项目数据 分析报告

2020年9月

HANKUN
汉坤律师事务所
Han Kun Law Offices

36Kr

中华有限合伙人联合会
Limited Partners Association of China
LPACN

目 录

第一部分：前言	1
第二部分：2019 年度基金募集项目特点概述	2
基金投资行业	2
基金地域	2
基金类型	3
第三部分：2019 年度与 2018 年度数据横向对比	5
基金地域	5
基金架构	5
境内基金投资人构成	7
基金期限	8
清算期	9
后续募集期	10
分配机制	11
普通合伙人回拨条款	12
循环投资	13
关键人士	13
第四部分：2019 年度其他条款具体分析	14
投资期	14
管理费计算方法	14
管理费费率	15
优先回报	16
绩效分成	16
全体合伙人返还条款	17
咨询委员会/顾问委员会	17
附属/单边协议	18

第一部分：前言

汉坤每年代表众多私募基金管理人（“GP”）和机构投资人（“LP”）参与大量的投资基金募集项目，业务覆盖基金募集、运营、管理和清算全流程。汉坤是为数不多的向 GP 和 LP 同时提供境内和境外投资基金募集和运营法律服务的中国律师事务所之一，并是最早设置专门的律师团队从事该领域法律服务的中国律师事务所之一。我们的投资基金团队成员分布在汉坤北京、上海、深圳和香港办公室。汉坤的投资基金业务以本土化经验、国际化视野和前沿性业务为特色，团队律师拥有优秀的学历背景和基金设立相关业务丰富的工作经验，他们中的大部分都拥有服务跨国机构和参与跨国交易的丰富经验。

作为公司制管理的律师事务所，汉坤能够调动全所的所有资源为客户提供法律服务。汉坤通过在所内制订严格的专业划分、专业合作、专业管理和资源共享体系等律师事务所管理制度，可以汇聚团队成员多年累积的智慧、经验和资源，高效率地完成客户委托的每一个项目。在项目实际进行中，根据客户的要求或项目的实际需求，我们可以随时调动我们的任何人员或其他资源为项目服务。我们充分理解投资基金在募、投、管、退整个生命周期中可能经历的各项事务，得益于我们机构化运作的特点，我们在从事投资基金业务法律服务的过程中，能够以我们对投资基金的深入理解为基点，调动全所的资源从各个业务角度为我们的客户提供全方位的深度法律服务。除投资基金的募集相关服务外，我们还可以提供投资基金争议解决、税务、外汇、劳动、知识产权、境内外投资项目上市、架构设计等投资基金相关法律服务。

汉坤在 2019 年度深度参与了上百个境内外私募基金募集项目，并为众多境内外私募基金设立后的各项事务提供全程法律服务。基于汉坤在 2019 年度（“报告年度”）所参与的私募基金项目的情况以及我们提炼出的相关数据，我们准备了本报告，希望通过对比和分析相关数据的方式对于报告年度的私募基金行业进行多维度的解读，也希望给行业提供一些参考。¹

¹ 本报告数据仅限于我们参与的基金募集项目，不包括基金投资项目；同时，本次统计覆盖范围是汉坤参与的已完成交割（包括首次交割和后续交割）的部分基金募集项目，并未包括汉坤参与的全部基金募集项目。

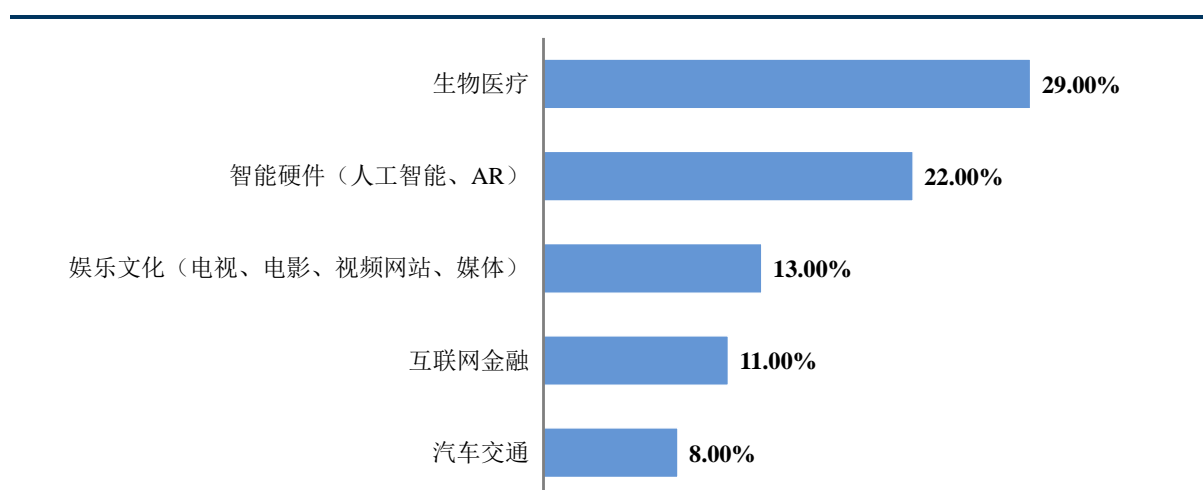
第二部分：2019 年度基金募集项目特点概述

2019 年度汉坤参与的私募基金募集项目呈现如下特点：

基金投资行业

报告年度内私募基金重点关注的投资行业包括：生物医药（29%）、智能硬件（22%）、娱乐文化（13%）、互联网金融（11%）和汽车交通（8%）。根据我们的数据，超过 50% 的基金投资于生物医药和智能硬件领域，由此可以看出这两大行业在 2019 年度具备较高的市场热度。除上述外，其他聚焦行业还包括 TMT、企业服务、教育培训、餐饮食品、房地产、能源和社交媒体等。

基金投资行业



基金地域

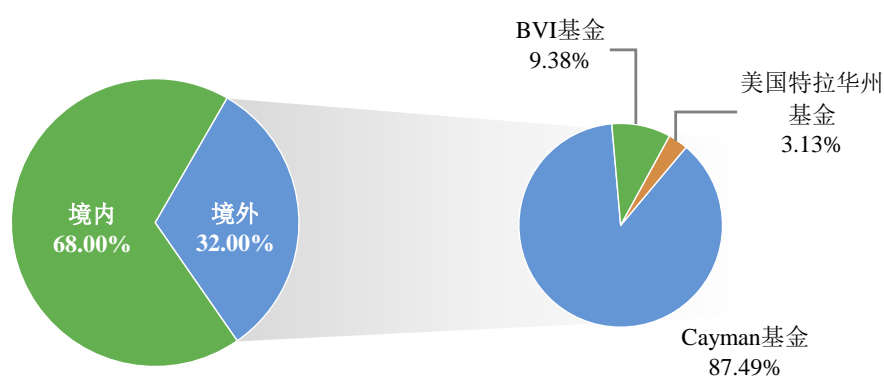
■ **境内基金与境外基金数量对比值得关注。**在报告年度内，已交割的境内基金数量占比超过境外基金的 2 倍。²在过去几年中，受到国家对资产管理行业监管收紧政策的影响，境内基金募资速度有所放缓，基金数量也相应降低，但我们的数据显示，仍有相当数量的境内基金在积极完成交割。报告年度内已交割的境外基金的数量相对偏低，一部分原因是与我们所代表客户的募集年度相关，另外我们也注意到宏观国际和经济环境的变化也会带来境外基金募资速度的整体放缓，尤其是首次在境外募资的中国基金团队，普遍面临着欧美机构投资人更为严格的审查。

■ **境外基金的热门设立地暂未改变。**近几年来，全球税务信息透明和交换制度在各国和地区之间进一步推行，欧盟也通过其“税务不合作地区名单”制度对低税率国家进行施压，导致许多设立在热门低税率基金设立地的实体受到挑战。与此同时，许多国

² 注：需注意我们这里的数据仅显示境内和境外基金数量在所有基金中所占的相对比例，而并未体现其各自的绝对数量。

家和地区开始陆续完善法律实体结构并推出税收优惠政策吸引海外投资基金落地，因此很多境外基金开始在基金设立地的多种不同选择上进行探索。但从我们的数据来看，目前已交割的境外基金仍集中落地在传统的热门的基金设立地，包括开曼群岛、英属维尔京群岛和美国特拉华州，该趋势未来是否会受到包括香港、新加坡在内等地区的优惠政策的影响尚有待观察。同时我们注意到美国证券交易监督委员会（SEC）于 2020 年 5 月 14 日最新发布的 2019 年第三季度私募基金统计报告³中显示，56%的私募股权基金注册在美国本土，30.1%注册在开曼群岛，有 2.3%注册在英国，1.1%注册在加拿大，0.9%注册在百慕大，剩下 9.6%注册在其他地区。

基金地域



基金类型

从基金类型来看，超过三分之一的单项目基金设立在境外，较盲池直投基金的境内外基金相对比例高出超过 10%。究其原因，一方面可能是一定数量的目标项目含有境外架构，基金设立在境外更有利于吸收外币投资，另一方面可能是境外基金在架构搭建和实体设立方面的速度均快于境内，有利于快速设立单项目基金对目标项目进行投资。此外，就除盲池直投基金和单项目基金之外的其他基金⁴，在境外设立的数量也远远超过境内，我们不排除这可能与我国监管部门对其他类私募投资基金的审慎监管态度相关。目前，中国证券监督管理委员会（“证监会”）和中国证券投资基金业协会对债权类基金、杠杆策略等安排均有不同程度的限制，相比之下，境外基金在投资方式、路径和结构设计上都有更大操作空间。

³ 注：本报告系 SEC 基于其从 SEC 注册投资顾问、豁免报告投资顾问和州注册投资顾问处收集的备案表格统计，详见 <https://www.sec.gov/divisions/investment/private-funds-statistics/private-funds-statistics-2019-q3.pdf>。

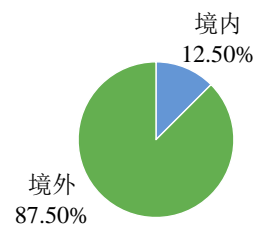
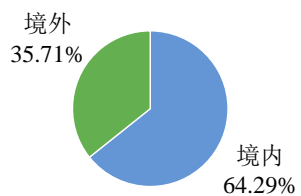
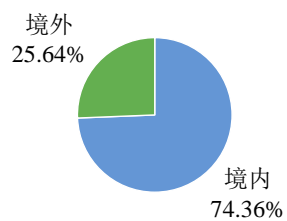
⁴ 注：本报告中盲池直投基金均指股权类盲池直投基金。其他基金包括母基金、地产基金、对冲基金等。

基金类型

盲池直投资基金

单项目基金

其他基金



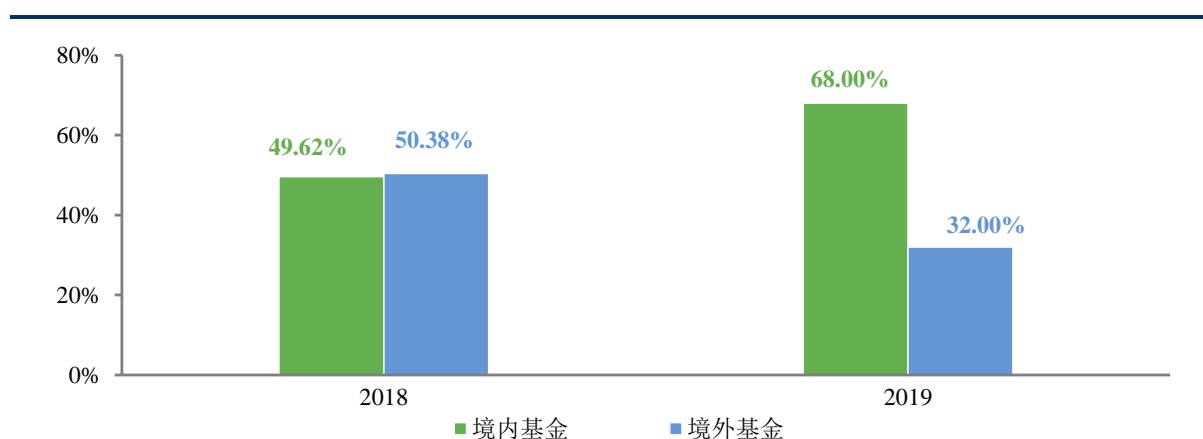
第三部分：2019 年度与 2018 年度数据横向对比

基金地域

■ 境内基金与境外基金相对比例变化显著

从 2018 年度和 2019 年度的数据对比来看，境内基金和境外基金的相对比例有一个较大变化。2018 年度的境内和境外基金数量基本持平，但 2019 年度的境内基金的数量已超过境外基金。在我们看来，该趋势可能是受到多方面因素影响的结果（包括境内外资本市场的活跃度、被投资项目对人民币和外币投资的接受程度以及境内外投资人的投资态度和预期不同等）。

基金地域

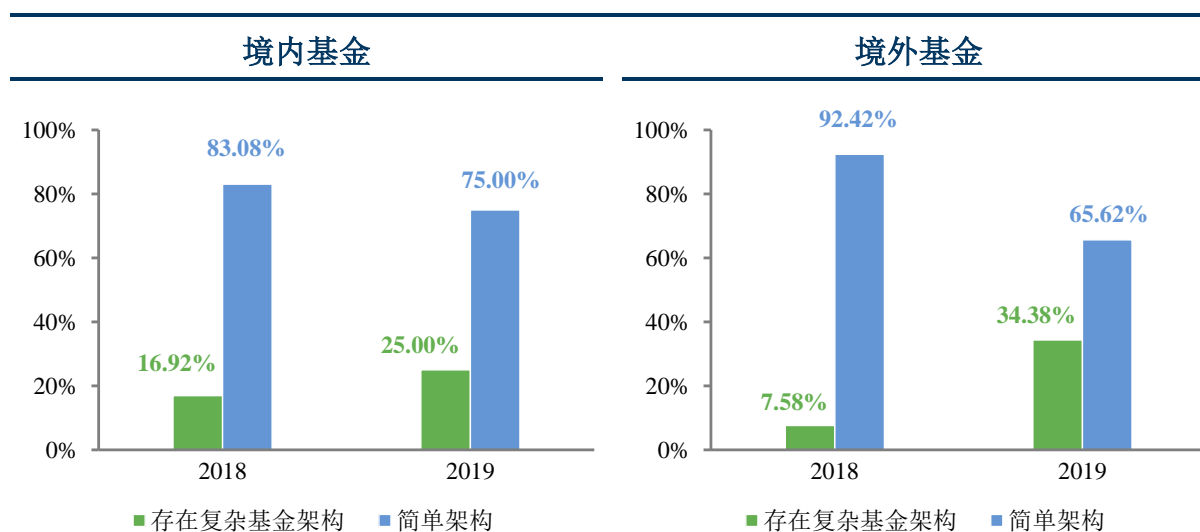


基金架构

■ 更多基金存在复杂架构安排

为了适应不同的募资和投资条件，私募基金可能会采用多种基金架构，包括平行基金架构、伞形基金架构、联接基金架构、混合的复杂架构等。无论在境内还是境外，2019 年度存在复杂基金架构的投资基金比例均较 2018 年有所提高，说明目前市场对复杂基金架构的接受程度有很大的提高。据我们的观察，过去一年中，基金投资者的构成愈发多元化，在同一基金中存在不同类型投资者的情况也愈发增多，有的基金同时接纳了多地政府引导基金的投资；随着外商投资企业资本金结汇进行境内股权投资的进一步开放，有更多基金开始接纳具有外资成分背景的投资人。相应地，更多的投资基金为适应不同维度的投资人需求，考虑采用了更为复杂的基金架构。

存在复杂基金架构

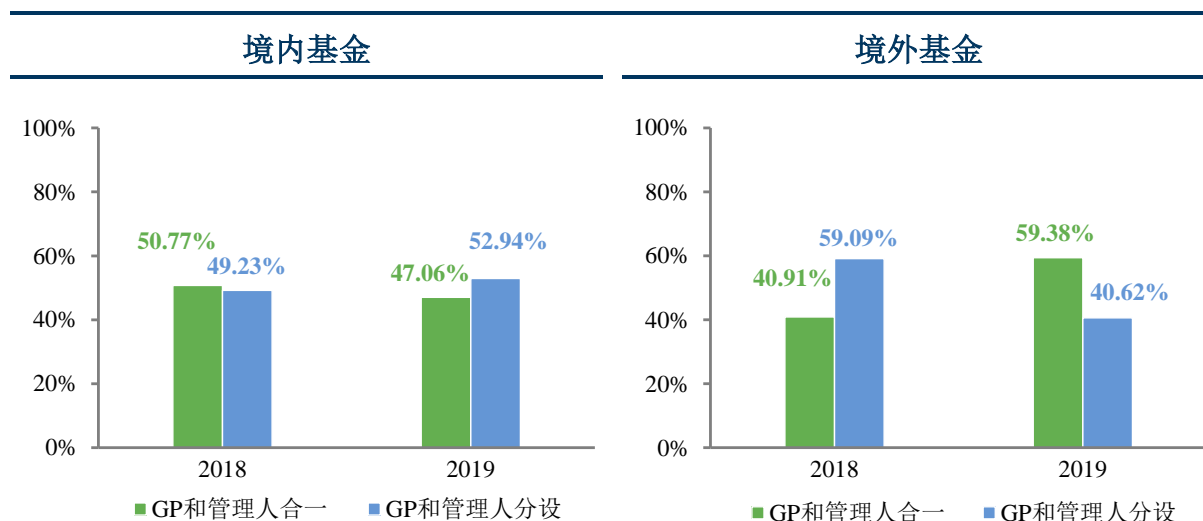


■ GP 和管理人分设或合一的选择在境内外基金中呈相反趋势

针对 GP 和管理人是合一还是分设，我们注意到从境内基金来看，2018 年度和 2019 年度的相对占比没有显著变化，其中 GP 和管理人分设的基金比例较上一年度提升了 3.71%，可以看出市场对 GP 与管理人隔离分设的基金结构接受度略有提高。通常来说，境内基金选择 GP 与管理人分设主要是出于同一管理人管理多支基金需要进行风险隔离并方便管理运营等考量。

就境外基金而言，2019 年度选择 GP 和管理人合一架构的基金数量有较大程度的提高，较 2018 年度增长了 18.47%。这可能主要是出于合规和控制成本的考虑。根据开曼群岛的现行相关法规，在 GP 和管理人分设的情况下，管理人需要向开曼金融管理局申请登记为登记人士（Registered Person），并可能需要进一步满足经济实质的要求，而自行管理基金的 GP（即未单设基金管理人而由 GP 自行管理基金）在满足一定前提条件的情况下，则可不适用前述合规要求。

GP 和管理人合一或分设

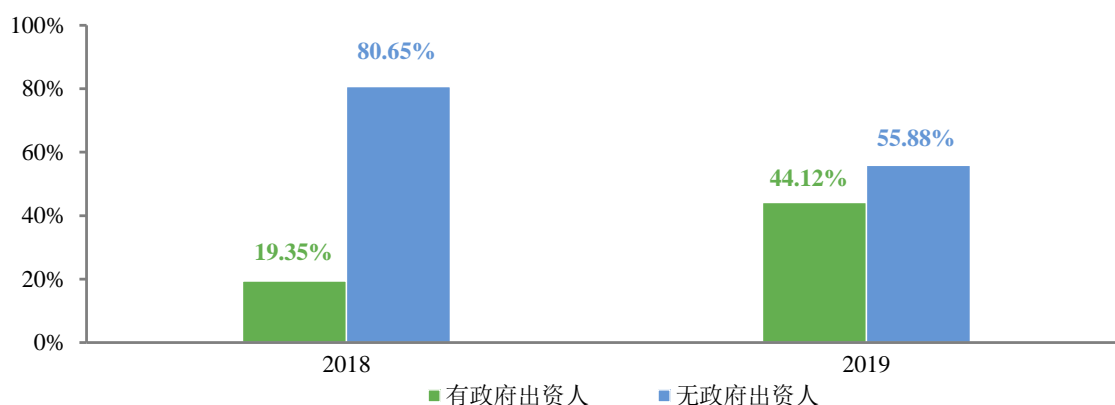


境内基金投资人构成

■ 政府背景出资人比例大幅度提高

我们注意到，相比 2018 年度，2019 年度的境内基金中包含政府背景出资人的比例有大幅度提高，在我们统计的基金中，有 44.12% 的投资基金存在政府背景出资人，较 2018 年度提高了 24.77%。据我们的观察，政府引导基金的数量和规模在逐年扩大，其他国有出资人也较以往更为积极地参与到了私募基金领域当中，与此同时，仍有大量境内民营资本以及境外资金活跃在私募基金市场，对私募基金的募资起到重大推动作用。

投资人构成（境内基金）

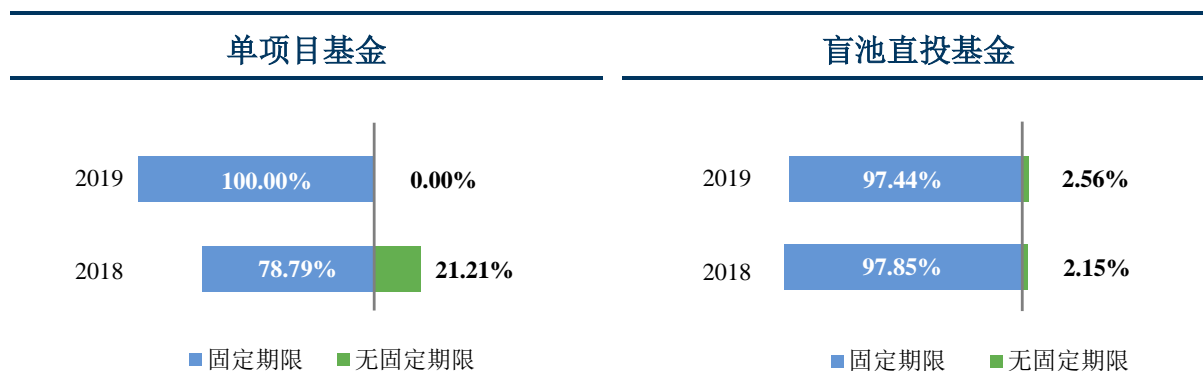


基金期限

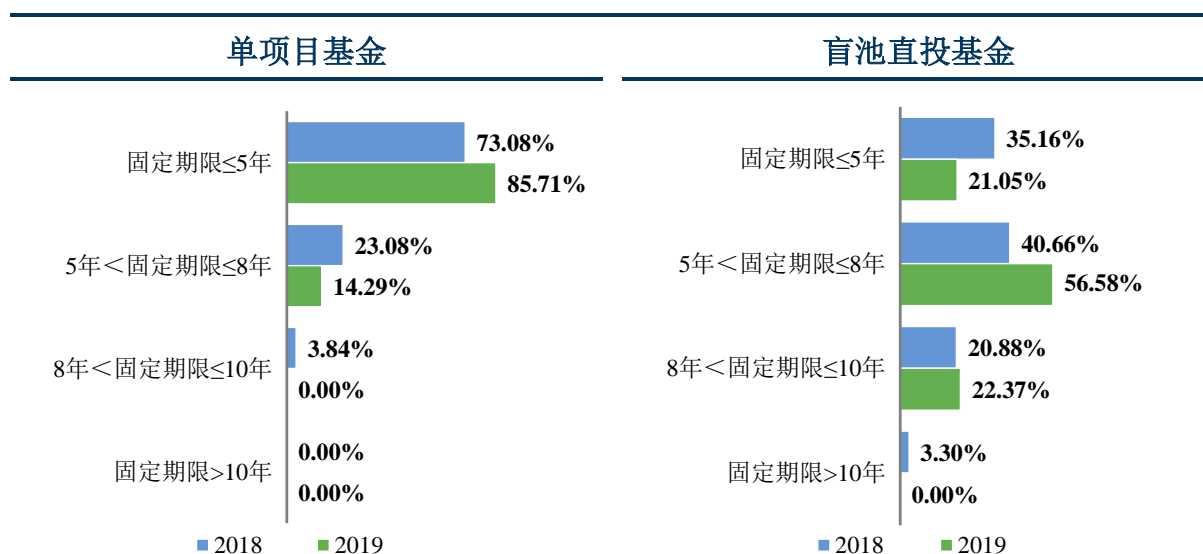
■ 盲池直投资基金更趋向于长期

在基金期限方面，我们注意到单项目基金和盲池直投资基金发生了相反的变化。单项目基金的基金期限有缩短的趋势，2019 年度我们参与的单项目基金未见无固定期限的基金（即不在基金文件中预先设定固定基金期限）；而在固定期限的基金中，五年期以下的单项目基金较 2018 年增长了 12.63%。反观盲池直投资基金，大多数盲池直投资基金更趋向于长期，无固定期限的盲池直投资基金较 2018 年度增长了 0.41%；在固定期限的基金中，期限在五到八年的基金数量增长了 15.92%。盲池直投资基金期限趋长的原因，一方面是受相关政策影响，目前国家政策鼓励设置期限较长的股权投资基金，根据我们的观察，基金期限拉长的趋势在创业投资基金领域尤为突出，期限在 5 到 8 年以及 8 到 10 年的基金数量均有上升。特别地，从政策角度来看，对于创业投资基金领域，证监会也明确规定，享受《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》（财税〔2018〕55 号）税收优惠政策的创业投资基金的基金存续期限应当不短于 7 年，由此可见，政策导向在基金期限方面存在较大的影响力；另一方面可能是因为目前相当数量的股权投资基金对投资持有和退出时间的预期有所调整，也有更多投资人认可长期投资的投资配置策略。

基金期限



基金期限（固定期限）

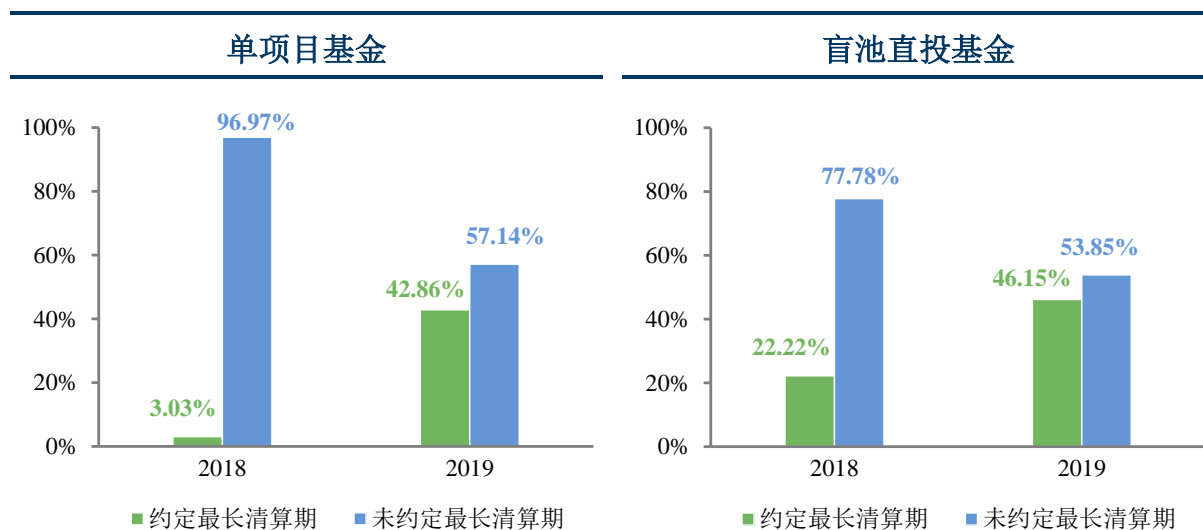


清算期

■ 更多基金开始关注清算期安排

近几年来，众多私募股权投资基金开始逐步进入集中退出和清算期。我们在协助客户进行清算的实操过程中也遇到了一些会影响基金清算的障碍和痛点，例如：部分地方市场监督管理部门要求有限合伙企业注销前需从其被投企业的登记股东中退出并完成退出登记，但实践中该项登记往往需要被投企业和其他股东的配合才能完成，因此是否能完成登记有赖于其他相关方的配合；部分地方监管部门在进行有限合伙企业税务注销前要进行税务备案和核查，该流程可能很大程度上受到基金账目复杂程度的影响。针对基金清算程序，投资人通常希望管理人积极处理清算事宜，往往会对退出和清算时间进行限制，因此在整个清算过程中，管理人和投资人通常存在一定博弈。根据我们 2019 年度的数据，无论是单项目基金还是盲池直投资基金，明确约定最长清算期的基金数量均较 2018 年有大幅度提高。由此可见，已经有更多基金开始关注清算期安排，并在基金募集初期已经开始与投资人进行探讨与筹划。

清算期条款



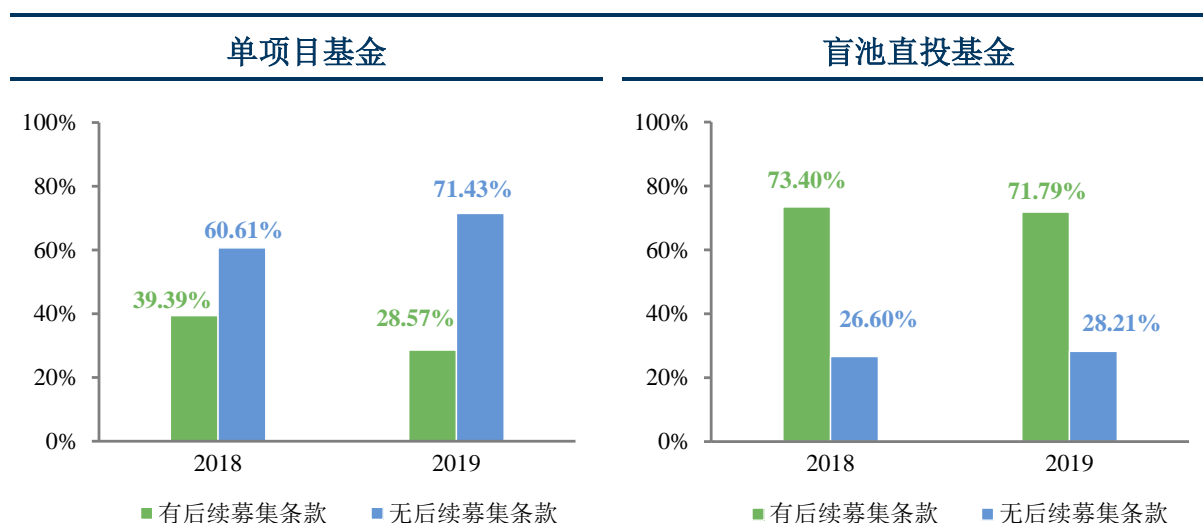
后续募集期

■ 盲池直投资基金的后续募集期延长

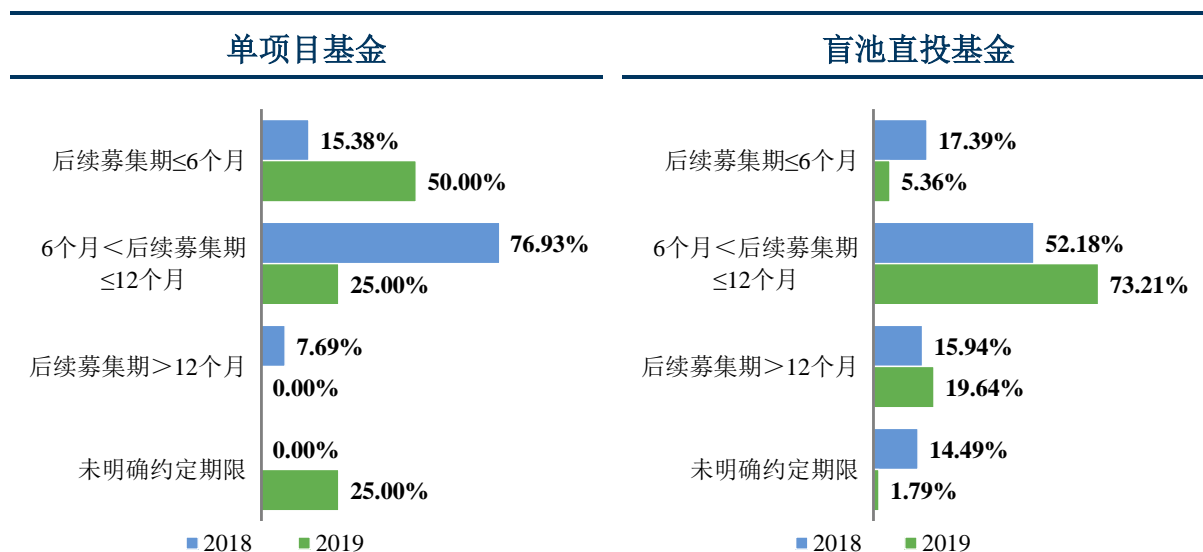
就盲池直投资基金而言，2018 年和 2019 年度均有 70% 以上的基金设置了后续募集，但 2019 年度数据显示后续募集期有延长的趋势，说明市场整体对基金募资期的预期拉长。

就单项目基金而言，一次性交割的单项目基金数量较 2018 年有大幅度增加，增加了 10.82%。据我们的观察，就单项目基金而言，目前大多数基金聚焦热门项目，因此更趋向于快速完成募集并快速投出。

后续募集条款



后续募集期期限

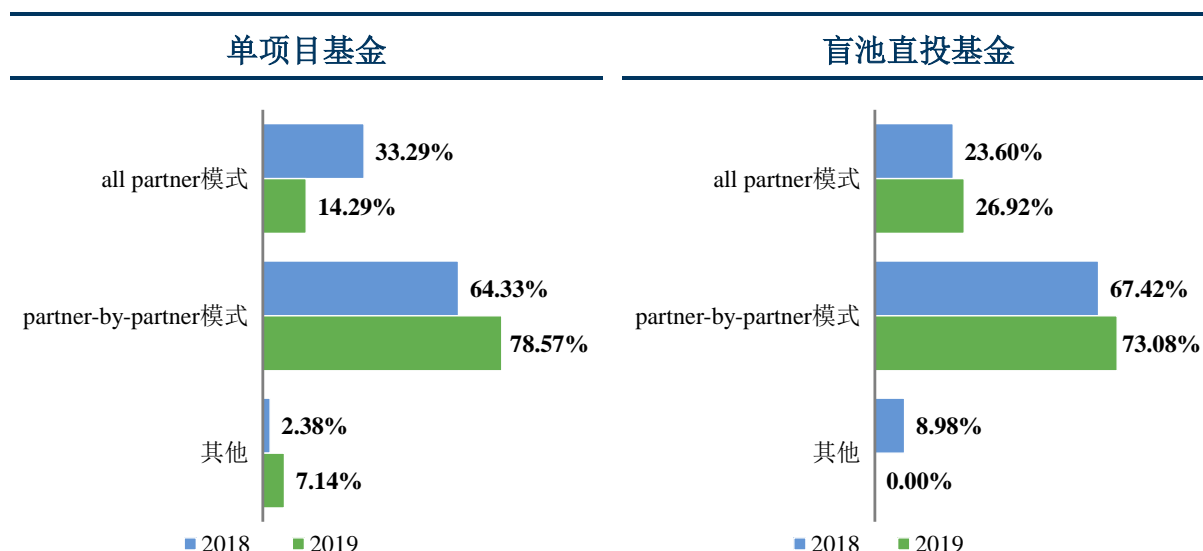


分配机制

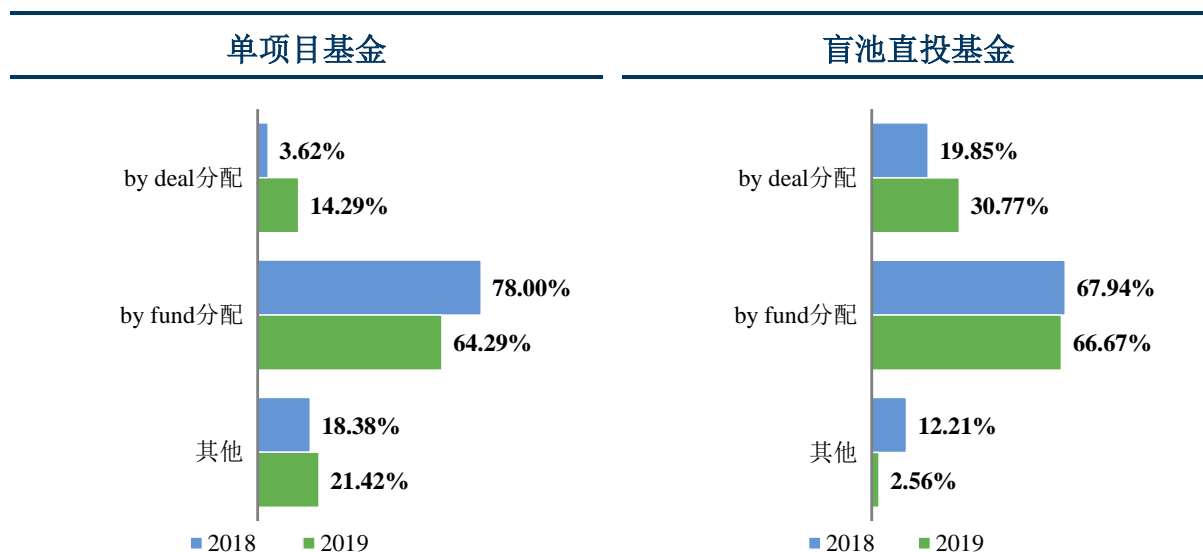
■ partner-by-partner 和 by deal 分配的基金数量有所提高

从分配模式上来看，无论是单项目基金还是盲池直投基金，2019 年度的数据中采用 partner-by-partner 和 by deal 分配机制的基金数量均较 2018 年度更多，说明市场对该等分配模式的接受度在逐步提高。

合伙人分配模式



基金返本模式

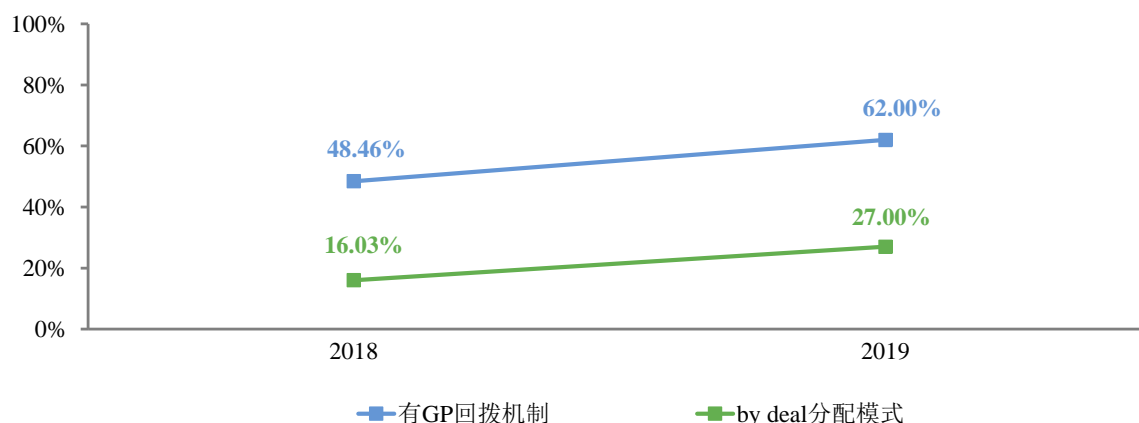


普通合伙人回拨条款

■ 由于 by deal 分配模式的广泛应用，普通合伙人回拨条款也更为常见

是否设置普通合伙人回拨条款通常与基金分配方式等因素有关，一般来说，由于 by fund 分配的基金在向 GP/管理人分配绩效分成之前已经向投资人返还相当于其实缴出资额的收益，普通合伙人回拨的概率会降低；而 by deal 分配的基金的存续期内，需按照退出项目的情况来就该等项目进行分配和计算绩效分成，则 GP/管理人有可能在投资人取得全部实缴出资返还之前收到一部分绩效分成，在此情况下采用普通合伙人回拨机制则更有意义。根据我们 2019 年的数据，随着 by deal 分配模式的进一步广泛应用，有更多的基金设置有普通合伙人回拨条款，较 2018 年度增长了 13.54%。实践中，通常普通合伙人回拨会设置一定限制（如较为常见的“返还金额需扣除 GP/管理人及其直接或间接权益人已经缴纳的税费等”）。

普通合伙人回拨条款

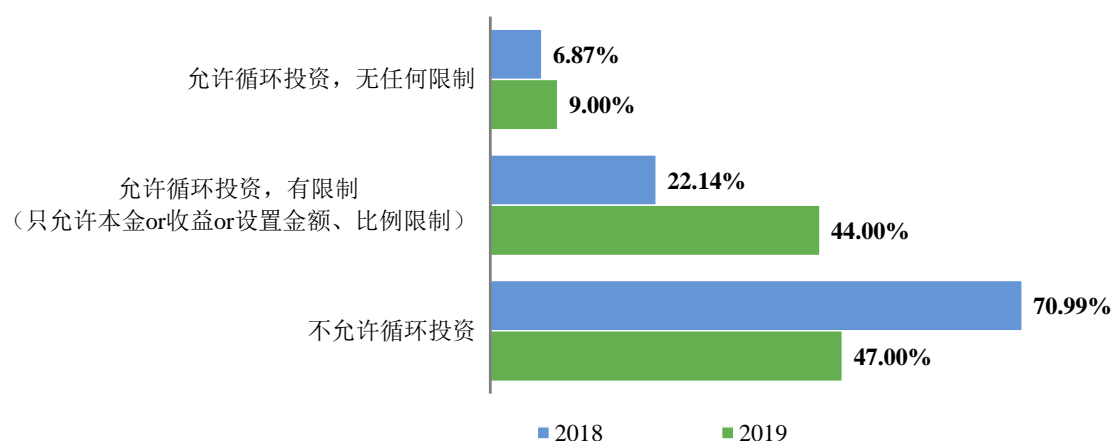


循环投资

■ 更多基金允许循环投资，但设有限制

相较 2018 年度，2019 年度的数据中，有更多基金允许循环投资，增长 23.99%，但与此同时，也有更多基金对循环投资设置了一定限制（增长 21.86%），包括只允许投资本金循环、只允许投资收益循环或要求循环投资不得超出一定金额或比例。

循环投资

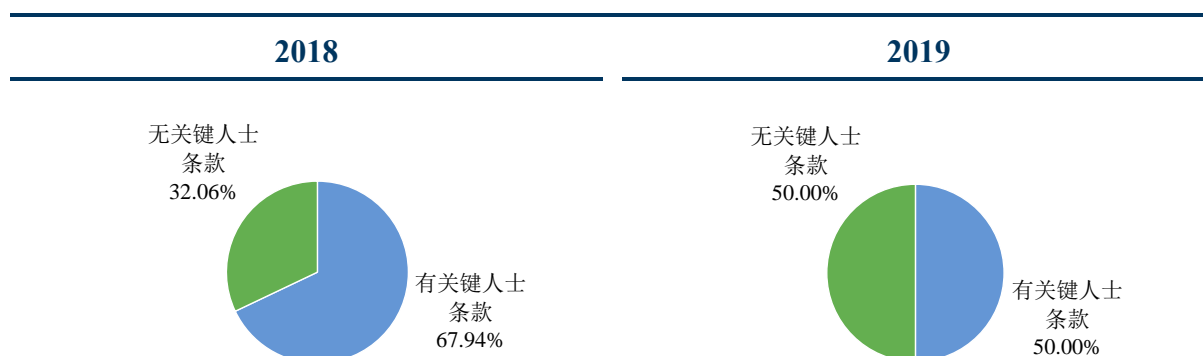


关键人士

■ 关键人士条款减少

基金合同中是否设置关键人士条款以及关键人士条款的具体绑定强度，通常可以看出投资人对特定核心团队成员的依赖度。在我们 2019 年度的数据中，未设置关键人士条款的基金有较大幅度的提高，增加了 17.94%，我们认为这一变化可能与目前有更多的机构股东背景的私募机构出现以及报告年度内有较多单项目基金有关。

有无关键人士条款



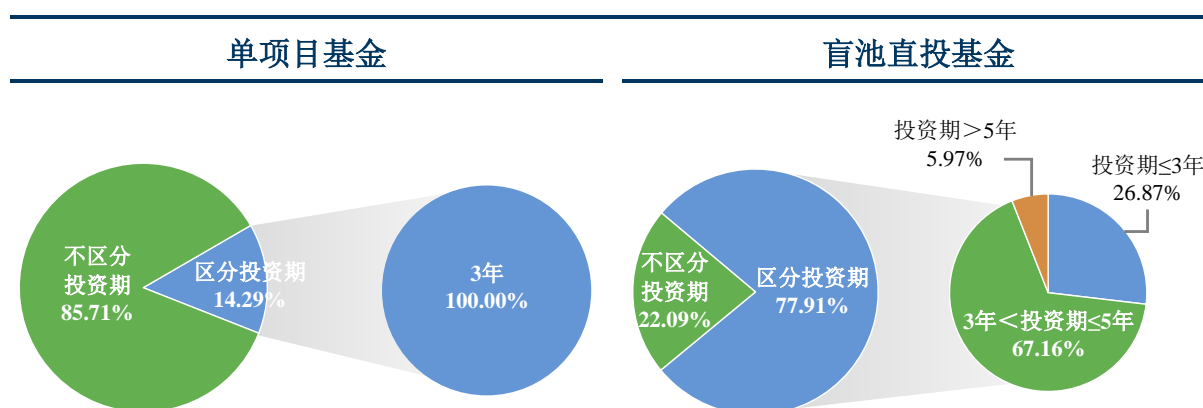
第四部分：2019 年度其他条款具体分析

除上述与 2018 年度相比变化较大的条款外，基于 2019 年收集的数据，我们还进一步对其他基金募集项目中的重要条款数据进行了统计和分析。

投资期

通常来说，单项目基金由于投资标的明确，在投资时即已知被投项目处在融资阶段，因此大多数单项目基金倾向于不再划分投资期和退出期，个别单项目基金考虑到投资人的投资期限预期、项目实际运营情况等因素，仍然会约定一个固定投资期限。由于盲池直投资基金在期限内会投资多个项目，大多数都会约定投资期限，以便大致把握基金的投资速度与进度。从我们 2019 年度的数据来看，投资期在 3 到 5 年的盲池直投资基金占绝大多数，比例为 67.16%。

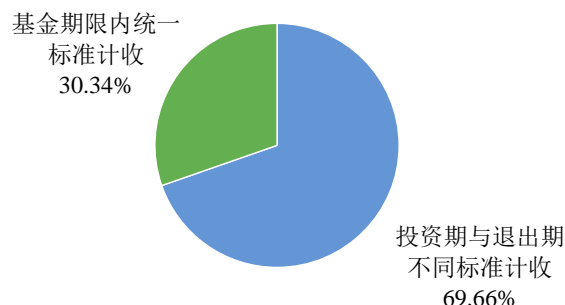
投资期



管理费计算方法

管理费是管理人维持其日常运营的主要资金来源。在私募基金设立中，考虑到投资期前后管理人对基金的投入程度不同，实践中以投资期为节点，以该时间节点前后按照不同标准收取管理费是常见的惯例。在我们 2019 年度的数据中，有接近 70% 的基金遵循该惯例，区分投资期与退出期不同阶段，并按照不同阶段的不同标准计收管理费，但仍有超过 30% 的基金在基金期限内采用统一标准计收，其中，有 75% 的单项目基金和 19.44% 的盲池直投资基金选择在基金期限内按照统一标准计收管理费。

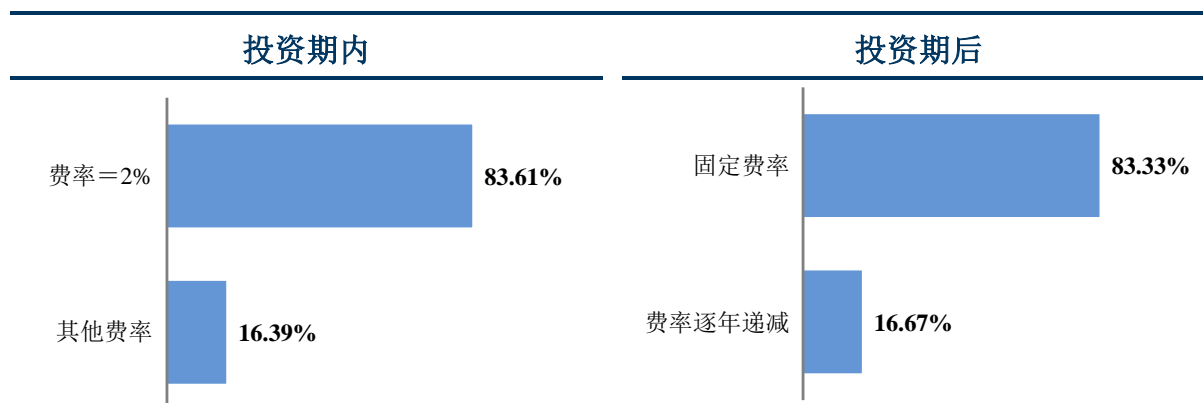
管理费计算方法



管理费费率

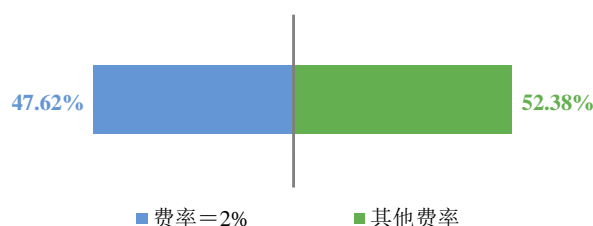
在管理费费率方面，对于投资期与退出期按照不同标准计收管理费的基金，大多数基金在投资期内会按照 2%/年的市场通行费率标准收取。针对投资期届满后的管理费，管理人通常会通过不同方式降低管理费，常见的方式包括固定费率但调减管理费计算基数，或是固定管理费计算基数但调减管理费费率。后一种方式相较前一种方式来说更便于基金管理人在前期进行财务预算。在 2019 年度的数据中，有 16.67% 的基金选择了后一种模式，而大多数基金选择了固定费率但调减管理费计算基数的模式。

投资期与退出期不同标准计收



针对不区分投资期和退出期的基金，剔除不收取管理费的样本，有过半数的基金未选择适用 2% 的费率。

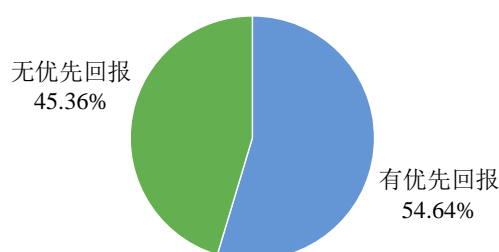
不区分投资期与退出期的标准计收



优先回报

优先回报是 GP 为延后收取绩效分成而设置的门槛收益机制，目的主要是为降低 GP 回拨的可能。我们观察到在 2019 年度的数据中，是否设置优先回报的基金数量较为平均，其中设置了优先回报的基金略多于未设置优先回报的基金，尤其是在境内基金中，有 58.82% 的基金设置了优先回报，而境外基金比例稍低，只有 40.63% 的境外基金设置了优先回报。我们认为，目前境内基金的投资人普遍心理预期为存在优先回报安排可能是一个相当的影响因素。从优先回报年化利率来看，我们注意到较为普遍的年化利率在 5%/年-8%/年之间。

优先回报

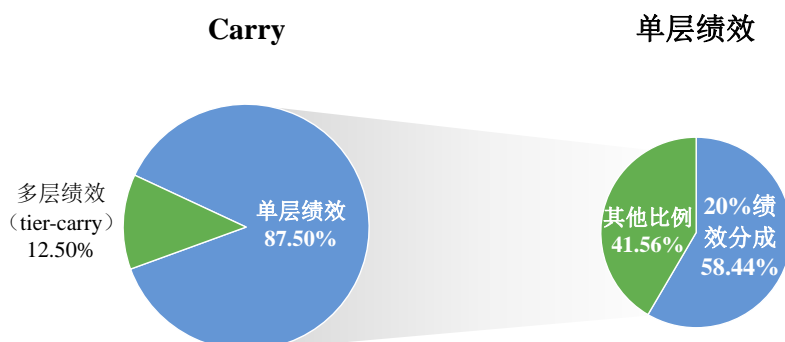


绩效分成

绩效分成 (carry) 是对 GP/管理人的重要激励。最常见的 VC/PE 基金设置 20% 的绩效分成比例。但值得注意的是，从我们的数据来看，目前市场上也有许多基金在尝试不同的激励手段，存在为数不少的基金 (占到 41.56%) 并未选择 20% 的绩效分成比例。

就创业投资基金而言，由于其投资阶段较早且通常来说早期投资成本较低，在退出时获得较高收益的可能性相对 PE 基金而言更高。因此，有相当数量的创业投资基金会给出 GP/管理人多层绩效激励 (tier-carry)，即对基金收益分档，当基金收益金额越高的时候，绩效分成比例则越高，以达到对 GP/管理人进一步激励的效果。从 2019 年度的数据来看，我们注意到有 12.5% 的基金设置有多层绩效安排，而其他基金还是普遍选择了简单的单层绩效制度。

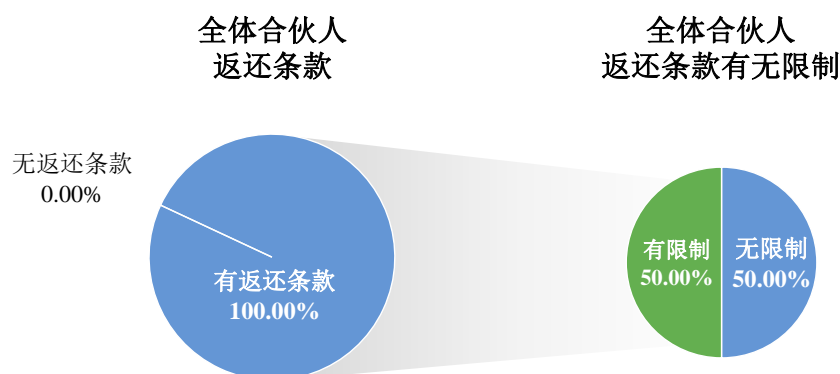
绩效分成



全体合伙人返还条款

全体合伙人返还条款是指在基金资产不足以覆盖其对外债务和责任的时候，基金将要求全体合伙人向基金返还其已自基金收到的分配款项，以满足基金对外清偿债务的义务。根据我们 2019 年度的数据，所有基金无一例外均设置了全体合伙人返还条款，其中，有一半基金未对返还设置任何限制，而另一半基金设置了一定限制。常见的返还限制包括金额限制、返还义务有效期限限制等。

全体合伙人返还条款

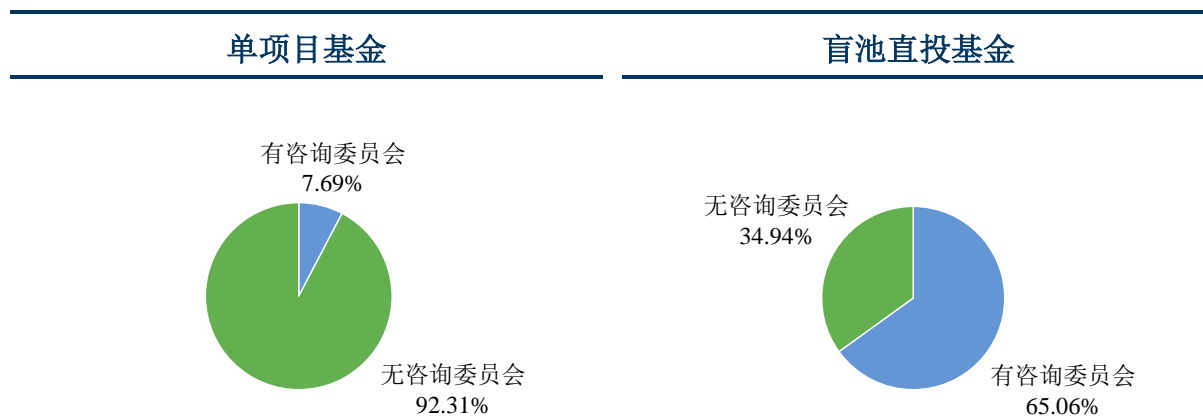


咨询委员会/顾问委员会

咨询委员会/顾问委员会是基金的重要组织机构。全球私募股权投资基金行业协会——机构有限合伙人协会（Institutional Limited Partners Association, “ILPA”）于 2019 年 6 月发布了其最新指引——ILPA 准则 3.0 版本。在该指引中，ILPA 从 LP 的角度建议基金设置咨询委员会/顾问委员会，其职能主要是关注和审查基金的关联交易和利益冲突事项。一般来说，单项目基金由于项目明确，对于项目的具体情况也有较多的披露，设置咨询委员会的情形较少。而盲池直投资基金则正好相反，多数基金会设置咨询委员会

作为决策机构之一。

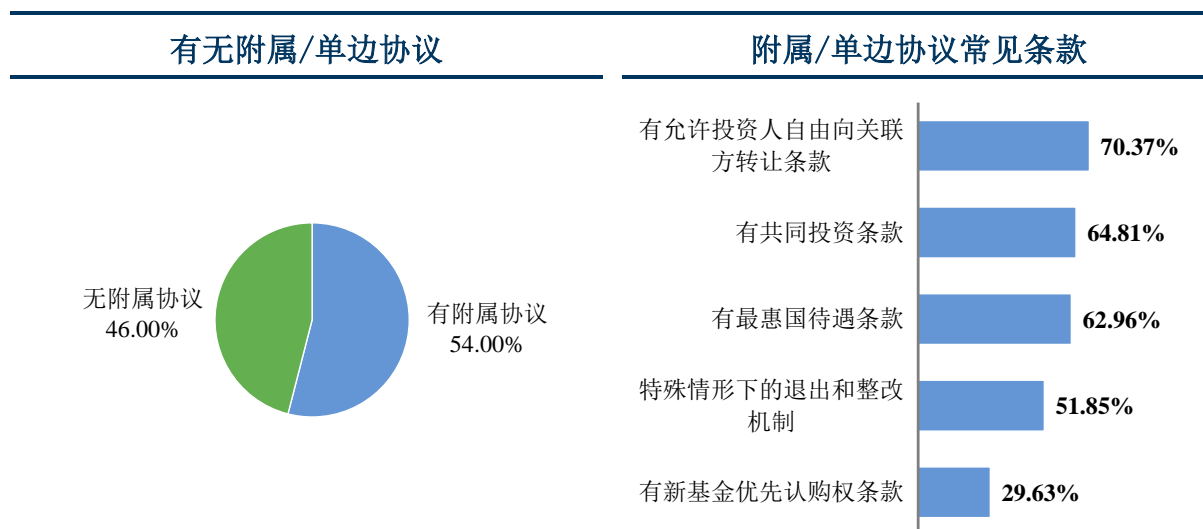
咨询委员会/顾问委员会



附属/单边协议

附属/单边协议是投资人与 GP/管理人的单边约定，通常约定该投资人的一些特殊要求。但实践中也有一定数量的 GP/管理人倾向于对投资人采取“一视同仁”的态度，即不与任何投资人达成附属/单边协议。从我们的数据来看，有过半数的 GP/管理人接受单边协议的安排。常见的单边协议包含的权利机制的种类和比例见如下右图。

附属/单边协议



免责声明

本报告为汉坤的重要工作成果和知识产权，须被视为保密信息。未经我们书面同意，任何第三方不得将其全部或部分地复印、分发、发表或复制给任何其他人士。本报告不应被视为我们的任何正式建议或法律意见。阁下如有任何进一步相关问题，或需要专业法律建议或意见，敬请联系我们。

北京办公室

北京市东城区东长安街1号东方广场C1座9层

邮编: 100738

电话: +86 10 8525 5500

传真: +86 10 8525 5511/5522

Email: beijing@hankunlaw.com

上海办公室

上海市静安区石门一路288号兴业太古汇香港兴业中心二座33层

邮编: 200041

电话: +86 21 6080 0909

传真: +86 21 6080 0999

Email: shanghai@hankunlaw.com

深圳办公室

深圳市福田区中心四路1-1号嘉里建设广场第三座21层03-04室

邮编: 518048

电话: +86 755 3680 6500

传真: +86 755 3680 6599

Email: shenzhen@hankunlaw.com

香港办公室

香港中环皇后大道中15号置地广场公爵大厦39楼3901-05室

电话: +852 2820 5600

传真: +852 2820 5611

Email: hongkong@hankunlaw.com



北京 · 上海 · 深圳 · 香港

© 2020 汉坤律师事务所