

保险资金投资私募股权基金涉及的经济性条款简析

作者：俞佳琦 | 徐菁

导语

随着保险资金运用规模的快速增长，保险机构已经成为私募股权基金市场的重要机构投资者。在私募股权基金投资的过程中，保险机构除遵守银保监会对保险资金运用监管要求外，往往也会需要就其中的诸多商业安排与私募基金管理机构(简称“GP”)进行磋商。笔者基于典型保险机构作为有限合伙人(简称“险资 LP”)投资私募股权基金项目中的诸多实务经验，总结了 GP 与险资 LP 对私募股权基金合同部分重要条款的不同理解和偏好，并以有限合伙型基金的合伙协议为例，梳理经常成为谈判焦点的几个经济性条款。

出资条款

(一) 常见的出资节奏

股权投资基金常见的出资节奏安排主要包括一次性缴款、Capital-call 缴款、按固定比例分期缴款。一次性缴款常见于基金规模相对较小且投资节奏较快的基金，要求基金的有限合伙人(简称“LP”)在签署合伙协议后一次性缴纳 100%的认缴出资额。Capital-call 缴款常见于基金规模相对较大的基金，GP 将视基金的项目投资及费用支付需求随时向 LP 发出缴款通知，LP 按照每一期缴款通知的要求分次缴款。按固定比例分期缴款是前述两种出资节奏的折中模式，GP 将按照 LP 认缴出资额的固定比例(常见的如 40%、30%、30%)分期向 LP 发出缴款通知。

险资 LP 因资金占用率的考虑一般不易接受一次性缴款。在 Capital-call 缴款模式下，为降低资金占用率，险资 LP 有时会要求对每一期缴款时基金已提款资金的使用率作一定的限制，即 GP 发出缴款通知时基金累计实缴出资额的一定比例(如 70%)须已使用完毕或为确定的用途合理预留。Capital-call

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

缴款虽然具有资金占用率低的优点,但该模式下 GP 对 LP 的提款次数和频率一般较多,而险资 LP 的缴款内部审批流程要求一般较高,在此情况下,按固定比例分期缴款是险资 LP 较为容易接受的模式。同样地,在按固定比例分期缴款模式下,险资 LP 一般也会要求对每一期缴款时基金已提款资金的使用率作一定的限制。另外,在少数情况下,选择按固定比例分期缴款的 GP 会将 LP 门槛收益的起算时点设置为项目投资时点,但 LP 往往要求起算时点为实缴出资的时点,这个问题有时会成为双方谈判的焦点。

(二) 出资违约责任

合伙协议中的出资违约条款适用于当合伙人发生出资违约时,GP 有权根据出资违约条款追究该合伙人的出资违约责任。常见的出资违约责任包括:

- (1) 违约金。出资违约合伙人对自发生逾期之日起至实际缴付出资之日,就逾期缴付的金额按照一定的比例(常见的如每日万分之五至千分之三)支付逾期出资违约金。
- (2) 赔偿金。在出资违约合伙人支付的违约金不能弥补出资违约行为给基金造成的损失(如基金因合伙人的出资违约行为未能按期履行投资义务而需承担的赔偿责任)的情况下,出资违约合伙人还应就该等损失承担赔偿责任。
- (3) 剥夺投票权。出资违约合伙人无权参与其作为合伙人在合伙协议项下的任何表决,如该合伙人向基金的顾问委员会委派了代表委员,该委员自动去职。
- (4) 保留或罚没分配额。GP 有权将出资违约合伙人从基金中获得的分配金额予以保留而不向其分配,用于抵作该合伙人的欠缴出资、违约金、赔偿金等,剩余部分再向该合伙人分配。有的合伙协议中还约定了对分配额的罚没机制,如直接罚没一定比例的分配金额用于以上目的,且剩余部分也不再向该合伙人分配。
- (5) 减资。GP 将出资违约合伙人的认缴出资额减少至其实缴出资额,该合伙人无权继续对基金出资。
- (6) 强制转让未实缴的认缴出资额。GP 可要求出资违约合伙人将其全部或部分未实缴的认缴出资额转让给 GP 指定的受让方(一般以零对价)。
- (7) 强制转让全部合伙权益。GP 要求出资违约合伙人将全部合伙权益(包括已经实缴和未实缴的部分)强制转让给 GP 指定的第三方,价格可能为公允价格或净资产一定比例的折扣价格。
- (8) 强制退伙。GP 强制出资违约合伙人退伙,退伙财产可能是该合伙人合伙权益的公允价格或一定比例的折扣价格。

通常合伙协议中会赋予 GP 选择适用何种违约责任以及对出资违约合伙人豁免部分或全部违约责任的权利。上述违约责任中, LP 对强制转让全部合伙权益及强制退伙较为敏感, 特别是在限制价格的情况下, LP 往往会要求 GP 给予其与 GP 或受让方协商价格的权利或至少以市场公允价格退出; 另一方面, GP 可能给予了部分 LP(如政府引导基金 LP)最晚出资的权利, 当出现出资违约时, 可能会导致多个 LP 暂停出资而影响基金整体运作, 因此 GP 往往关注的是尽快解决出资违约问题以恢复基金运行, 而协商价格或评估作价会拖慢解决出资违约问题的进度。在笔者参与过的谈判中, 双方较为容易接受的方案一般是按照双方届时协商的方案解决出资违约问题, 有时也会设置一个协商期限, 超过一定期限仍无法解决的, 赋予 GP 根据合伙协议追究违约责任的权利。另外, 险资 LP 因受限于保险资金运用方面的监管要求, 一般会要求 GP 承诺在该 LP 因监管原因导致无法缴纳出资时, 豁免其违约责任。

基金费用条款

(一) 管理费

私募基金常见的管理费计算方式为管理费基数 \times 费率 \times 时间。其中, 目前人民币基金通常的费率为 1.5%-2.5%/年, 以 2%/年最为常见。管理费基数一般会在投资期、管理及退出期、延长期有所变化。通常而言, 当基金处于投资期时, 基金密集开展投资活动, 管理人开支较大, 因此投资期内的管理费一般固定以基金认缴出资总额为基数收取, 也有因对管理费较为敏感的 LP 或受限于监管规定或政策要求的 LP(如地方政府引导基金), 会要求以投资者对基金的实缴出资额作为管理费的计算基数。管理及退出期内, 通常而言基金不会再新增投资活动, 管理费也因此会相应调整, 管理费基数一般会调整为合伙人的实缴出资额所分摊的尚未退出的投资项目的投资成本。在有些情况下, 合伙协议中管理及退出期管理费基数为合伙人的实缴出资额扣除其所分摊的已退出投资项目的投资成本, 与未退出的投资项目的投资成本相较, 该计算基数会多出基金费用, 而 LP 一般倾向于管理及退出期的管理费以基金实际持有项目的成本(即合伙人的实缴出资额所分摊的尚未退出的投资项目的投资成本)为基数收取。基金延长期是否收取管理费因不同管理人的商业考量而异, 而 LP 一般不认同延长期收取管理费的合理性, 多数情况下会要求 GP 减免。

关于管理费计算方式另一个值得关注的问题是在计费期间内, 若发生管理费基数浮动, 该期间的管理费如何计算的问题。因人民币私募基金的管理费通常采用预付模式, 因此常见的基数确定方式是就某一个计费期间而言, 其管理费基数以该期间第一日的状态为准。而 LP 会认为该方式并不完全公平, 特别是在管理及退出期内, 因未退出投资项目成本一般呈递减趋势, 以第一日的状态计算管理费会导致管理人对该期间收取的管理费偏高。在笔者参与过的谈判中, LP 常见的建议有:

- (1) 按计费期间每日的状态为基数分别核算当日应付管理费, 在当期期末就基金多付的管理费由 GP 进行回拨, 回拨方式包括 GP 在下一期管理费中扣减或在清算时返还;
- (2) 按照计费期间第一日和最后一日的状态为基数, 取平均值计算当期应付管理费;

- (3) 适当缩短管理费计提期间,例如按每季度计提,以该季度第一日的状态为基数计算,前述方式同样需在期末由 GP 就多收取的管理费进行回拨。

(二) 其他基金费用

除管理费外,私募基金还会列支其他与基金的设立、管理、投资、运营、终止、解散、清算相关的费用。因该等费用由基金承担,将影响 LP 投资该基金的收益,所以 LP 对过高的基金费用会较为敏感。对此,LP 的惯常要求是对某类费用(比如开办费用)及/或基金整体费用设置一定的费用上限(通常为基金规模的一定比例),超出该上限的部分由 GP 承担。另外,对于部分类别的费用由基金承担还是由 GP 自行承担的界限,LP 也会较为关注,争议比较集中的是基金募集费用以及因未完成的投资项目产生的分手费/解约费。关于基金募集费用,部分 GP 认为该等费用是为了基金成立而支出,应当由基金列支,而 LP 则认为募集是管理人的工作,基金对管理人募集资金不负有责任,应当列为 GP 自身费用。关于基金因未完成的投资项目产生的分手费/解约费,该项费用因可能产生于 GP 较为激进的项目挖掘偏好并且金额无法预测,LP 一般倾向于应当由 GP 承担,而 GP 往往认为该项费用由 GP 承担会削弱 GP 挖掘发现项目的积极性而可能导致基金错失好的项目机会。该等争议较大的费用最终承担方式取决于双方的议价能力。

对于其他基金费用而言,私募基金常见的费用分摊方式为按照每一投资者对基金的认缴出资比例进行分摊。在一些私募股权基金的合伙协议中,GP 有时也会按照其他基金费用是否和项目投资相关区分费用分摊安排,对项目投资有关费用分摊比例做特殊安排,因投资项目所需承担的费用往往与参与该投资项目的合伙人在该等项目上的投资成本/投资比例相对应,若该合伙人并未参与该项目投资或投资比例发生变化,该项目上的费用分摊比例也会同步进行调整,从而在不同投资项目上对合伙人适用不同的分摊比例。

收益分配条款

(一) 常见的项目收入分配方式与回拨机制

就来源于项目投资的收入,股权投资基金常见的分配模式有 by deal 分配模式和 by fund 分配模式。By deal 模式指基金退出一个项目后,分配这个项目的收益时按照该单一项目的退出情况来核算,LP 收回投资在该项目上的投资成本(多数情况下还包括门槛收益)后,即向 GP 分配业绩报酬。By fund 模式则将所有项目的收益进行统一核算,在 LP 收回全部投资本金(多数情况下还包括门槛收益)后,方可向 GP 分配业绩报酬。如上所述,这两种分配模式的区别在于 GP 取得业绩报酬的时点和标准,在 by deal 分配模式下,只要单个投资项目的收益足够高,GP 即可提前获得业绩报酬;在 by fund 分配模式下,需要按照基金整体的退出情况统一计算,仅在基金整体收益达到一定标准后 GP 方可提取业绩报酬。因此,通常情况下,by deal 分配模式对 GP 更为有利。

一般情况下,收益分配安排(包括分配模式、门槛收益率、绩效收益分成比例)是双方合作的基础性安排之一,在进入协议谈判之前双方对此基本已有初步共识。如 LP 接受 by deal 分配模式的商业安排,

其在协议谈判阶段较为关注的点主要是 by deal 分配模式下的回拨机制。在 by deal 分配模式下，若基金先退出的项目收益表现比较好，GP 已经提取了业绩报酬，但后面退出的项目产生亏损时，可能出现基金清算时整体来看，LP 在所有项目上取得的分配无法满足其门槛收益率的要求，那么 GP 之前已经提取的业绩报酬就不合理。为此，采用 by deal 方式分配的基金在合伙协议中一般会设置回拨条款，即在基金解散清算时，对基金的收益情况进行整体核算，按照事先约定的原则来衡量 GP 是否多收取了业绩报酬，并在 GP 多收取的情况下要求 GP 返还多收取的业绩报酬，GP 的回拨义务一般以其收取的业绩报酬为限。为了保障 GP 能够履行回拨义务，LP 在谈判中一般也较为关注 GP 回拨的执行性，例如，要求 GP 设置一个准备金账户，每次提取业绩报酬时留存一定比例于该准备金账户中，当触发 GP 回拨条件时，准备金用于 GP 履行回拨义务，基金清算且 GP 的回拨义务(如有)履行完毕后若准备金账户中有剩余金额，则可向 GP 分配。

(二) 非现金分配

目前常见的私募股权投资基金合伙协议中均会包含非现金分配条款，在基金清算终止前，基金持有的项目可能以现金形式退出或者以非现金形式退出，不符合基金及投资人利益，则可能出现基金向投资人以非现金形式分配资产适用空间。合伙协议的非现金分配条款内容一般包括决策机制、定价机制及交割机制。常见的决策机制包括 GP 善意判断非现金分配更加符合基金及投资人利益时自行决定采用非现金形式分配，或者以顾问委员会或合伙人会议审议的方式由 GP 与 LP 集体决策基金可否向投资人分配非现金资产。对于非现金资产中公开交易的证券，其定价一般以交易价格确定，其他类型的非现金资产的定价机制包括由 GP 独立确定非现金资产价值、由 GP 选定第三方独立评估机构确定非现金资产价值、由 LP 参与选定第三方独立评估机构确定非现金资产价值等。非现金分配条款通常还包括 GP 协助 LP 办理资产转让登记手续、履行信息披露义务等资产交割安排。

对于险资 LP 而言，其投资私募股权基金的行为受限于险资运用方面的监管规定要求，接受非现金资产可能会导致险资 LP 直接持有其根据监管要求不得投资及持有的资产，因此险资 LP 通常不接受非现金分配安排，即使在基金层面险资 LP 无法单方面否决非现金分配，一般也会在其与 GP 签署的补充协议(side letter)中要求 GP 承诺对向该险资 LP 分配的非现金分配进行变现后再向其分配现金。通常情况下 GP 不难接受协助变现的要求，但本着非现金分配时应当视同投资项目已经进行处置并根据其价值按照现金分配的约定完成了分配的原则，GP 往往会要求明确双方门槛收益及绩效分成以非现金分配时计算，且 GP 从该险资 LP 的收益中提取的绩效分成是否应当连同属于该 LP 的非现金资产一同变现，有时也会成为双方争议的焦点。

(三) LP 分配返还

在特定情况下，LP 也会被要求返还此前已从基金收取的分配金额。除计算错误或税收政策调整之外，LP 分配返还的适用原因主要包括以下两种情形：

- (1) 在较为复杂的业绩报酬机制下，GP 此前少收取了业绩报酬。例如，在根据基金整体收益回报的倍数设置不同绩效收益分成比例的阶梯式业绩报酬的模式下，可能就会发生 GP 在某个阶段少

收取了业绩报酬的情况,在基金清算时,GP 会要求 LP 返还此前收取的分配直至 GP 与 LP 之间的分配达到按照最终基金整体收益表现应当实现的分配比例。

- (2) 基金财产不足以履行基金债务。当基金财产不足以履行基金产生的债务(包括税费及与投资项目相关的费用、债务以及 GP 免责保证义务等)时,GP 会要求 LP 返还此前从基金收取的分配用以承担该等债务。其中,GP 免责保证义务一般是基于 GP、管理人及其雇员(一般称之“受偿人士”)为基金事务提供服务而受到损失时,由基金补偿该受偿人士的该等损失。

LP 分配返还条款本质上是 GP 与 LP 之间就私募基金运营中的风险和责任在商业上做出的划分,最终责任的分担取决于双方的议价能力。因 LP 分配返还还会减损 LP 的利益,LP 通常对该条款会设置一些限制条件,主要包括:

- (1) 因基金财产不足以履行基金债务而导致的分配返还,该债务须是基于 LP 退出基金之前发生的原因而产生的;
- (2) LP 承担的返还义务以一定金额为限,常见的如 LP 从基金收取的分配金额的一定比例或者 LP 的认缴出资额孰低值;
- (3) LP 承担返还义务的时间一般限制在 LP 收取该笔分配后的一定时期内。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



俞佳琦
+86 21 3135 8793
elva.yu@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2021