

各类资产管理公司参与并购基金初探

作者：夏亮/ 范强

近年来，出于宏观市场环境、监管环境等因素的考虑，各类资产管理公司(本文所述资产管理公司主要包括信托公司、基金公司子公司等，下同)纷纷谋求业务转型，业务发展重点由传统的房地产、政信类等融资类项目或通道类项目转向主动管理的投资类项目。监管部门亦鼓励资产管理公司的业务转型发展，例如中国银监会办公厅在《关于信托公司风险管理的指导意见》(银监办发[2014]99 号)中就明确提出，信托公司应探索转型方向，大力发展真正的股权投资，鼓励开展并购业务，积极参与企业并购重组，推动业务转型等。市场上资产管理公司参与并购基金作为其探索业务转型的实践方向之一正逐渐成为热点并受到资产管理业界广泛关注。笔者近期为数家资产管理公司参与“PE+上市公司”并购基金¹提供了法律服务。下文笔者将结合实务经验就并购基金以及资产管理公司参与并购基金的操作要点等进行简要分析，以期对资产管理公司参与并购基金业务有所裨益。

一、“PE+上市公司”并购基金的概述

如您需要了解我们的出版物，请与下列人员联系：

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

中国证监会在 2015 年 3 月 6 日新闻发布会²的答记者问上就“PE+上市公司”并购基金的结构、特点等进行了详细解答，对当前市场上“PE+上市公司”并购基金的运作模式进行较为全面的总结。基于该答记者问，笔者将“PE+上市公司”并购基金的结构、运作机制及特点等情况归纳如下：

各类资产管理公司参与并购基金初探

并购基金的结构	并购基金结构可以采取有限合伙型、公司型或契约型，实践中通常采取有限合伙的法律形式。PE 机构与上市公司共同对并购基金进行管理。PE 机构为有限合伙企业的普通合伙人(GP)并兼任基金管理人；上市公司可担任有限合伙人(LP)，也可与 PE 机构共同担任普通合伙人或基金管理人；上市公司指定的关联方可参与出资，成为基金普通合伙人或有限合伙人；剩余资金通常由 PE 机构负责对外募集。
并购基金的运作机制	PE 机构一般根据上市公司的经营战略寻找并购标的，通常进行控股型收购。随后二者联合管理并购标的，并在约定时间将其出售给上市公司。
并购基金的特点	第一，PE 机构和上市公司联合运作。PE 机构和上市公司深度合作，通过成立并购基金或签订市值管理协议绑定利益主体；第二，此类投资模式设立并购基金进行收购属于杠杆收购，双方只需根据项目进度逐期支付部分资金，剩余资金从外部募集，从而达到扩大杠杆的目的；第三，以退定投。PE 机构在投资之初通常希望锁定特定上市公司作为退出渠道，减少未来并购时的信息不对称风险(其中可能涉及信息披露问题见下文分析)。

实践中，由于各类资产管理公司的参与，并购基金的交易结构呈现出更加多样化的形态，笔者将在下文就此作进一步的讨论。

二、资产管理公司参与并购基金的操作要点

如上所述，并购基金进行收购属于杠杆收购，需要外部募集资金，各类资产管理公司通常以此为切入点作为有限合伙人以其管理的资管产品(包括信托计划、资产管理计划等，下同)所募集资金出资参与并购资金。资产管理公司需要在考虑实现其管理资管产品财产的增值、分享企业并购重组带来的收益的同时，也需要考虑如何保障其管理财产的安全性。笔者结合实务经验就资产管理公司参与并购基金通常需要关注的操作要点分析、整理如下：

1. 并购基金投资和退出的决策

并购基金对并购标的的选择十分重要，是否与上市公司的上下游产业链相关联、是否符合上市公司的经营战略以及并购标的本身的优劣将直接关系到并购基金对该并购标的的退出能否顺利进行。资产管理公司如作为并购基金的有限合伙人需要关注并购基金投资和退出的决策过程。另一方面，资产管理公司也需要注意避免直接或间接参与并购基金的投资、退出决策和经营管理事务，以避免违反《合伙企业法》³而须承担相应责任。

此外，为参与并购基金的管理，资产管理公司亦可以考虑由其自身或指定第三方担任并购基金的普通合伙人或者与 PE 机构、上市公司等共同出资设立管理公司等模式参与并购基金的管理，在该等情况下，相关权利义务应在有限合伙协议、管理公司章程(或股东间协议)等法律文件中进行约定。

2. 私募基金管理人登记和基金备案

各类资产管理公司参与并购基金初探

并购基金的投资项目退出通常优先选择上市公司发行股份购买并购基金持有标的资产的形式。在上市公司采取发行股份购买资产的模式下，中国证监会在发行监管工作中对中介机构核查私募投资基金备案情况有具体要求⁴。具体而言，保荐机构和发行人律师在开展证券发行业务的过程中应当对并购基金是否属于《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》(中国证监会令 105 号)和《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》规范的私募投资基金以及是否按规定履行备案程序进行核查，并分别在《发行保荐书》、《发行保荐工作报告》、《法律意见书》和《律师工作报告》中对核查对象、核查方式和核查结果进行说明。因此，为确保并购基金项目退出环节进展顺利，笔者建议资产管理公司可以考虑要求并购基金的管理人完成私募基金管理人的登记和基金备案手续。

同时，根据《私募投资基金监督管理办法》(以下简称“《办法》”)的要求，并购基金需要穿透核查合格投资者和合并计算投资者人数，除非符合《办法》中规定的例外情况⁵。

3. 并购基金的退出

如上所述，并购基金的投资项目退出通常优先选择上市公司以发行股份购买资产的形式。如采取上市公司发行股份购买资产的方式，应当符合《上市公司重大资产重组管理办法》(中国证监会令第 109 号)等法律法规的要求。考虑到上述退出方式的不确定性，笔者建议资产管理公司可以考虑要求并购基金安排其他市场化的退出机制，例如向任意第三方转让标的公司股权、与标的公司原股东设定股权回购安排等，同时资产管理公司也可以在多个层面安排增信措施(详见以下“6. 增信措施”)。

4. 并购基金持股的锁定期

如并购基金通过上市公司发行股份购买资产的方式实现退出的，根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定，对于并购基金而言，其以资产认购而取得的上市公司股份，一般自股份发行结束之日起 12 个月内不得转让，但在并购基金持续持有标的资产时间不足 12 个月等情形下，并购基金以资产认购而取得的上市公司股份在 36 个月内不得转让。另外，实践中，对于基于收益法对标的资产进行评估作价的，上市公司很可能会要求标的资产的持有者对标的资产作出 3 年业绩承诺及补偿，上市公司为购买标的资产向其发行的股票则需要锁定 36 个月。因此，资产管理公司在参与并购基金时需要充分考虑该等锁定期的限制对其管理的各类资管产品的影响。

5. 上市公司信息披露

针对“PE+上市公司”并购基金，中国证监会和交易所均予以了持续关注，上海证券交易所着重围绕上市公司与私募基金合作投资事项的具体模式以及对上市公司的影响，以强化信息披露要求为主旨制定了《上市公司与私募基金合作投资事项信息披露业务指引(征求意见稿)》(以下简称“《业务指引》”)并于 2015 年 4 月 24 日发布《业务指引》公开征求意见，《业务指引》就上市公司与私募基金合作的各个环节中的信息披露提出了要求，包括上市公司与私募基金合作共同设立投资基金、

各类资产管理公司参与并购基金初探

投资基金运作的进展、关联交易、上市公司购买投资基金所持有的标的资产等环节。资产管理公司在参与并购基金过程中也应该对上市公司信息披露予以充分关注。

6. 增信措施

考虑到资产管理公司参与并购基金中存在的诸多风险，尤其是如何保障资管产品财产的安全性以及流动性，资产管理公司在参与并购基金时需要设置增信措施，增信措施可以考虑安排在底层交易、并购基金(有限合伙企业)和资管产品三个层面：

(1) 底层交易层面的增信措施

此处底层交易系指并购基金与标的公司原股东之间的交易，该层面可以采取的增信措施可以参考通常 PE 投资中所采用的保护性条款设计，例如业绩考核、原股东回购等。资产管理公司作为并购基金的有限合伙人可以要求并购基金应在底层交易的相关交易合同(例如股权转让合同、增资协议等)中落实相关保护性条款。

(2) 有限合伙企业层面的增信措施

有限合伙企业层面的增信措施大致可以分为内部增信和外部增信。内部增信的措施主要为有限合伙财产份额的结构化安排，区分为优先级财产份额和劣后级财产份额，优先级财产份额由资产管理公司以其管理的资管产品财产出资认购，而劣后级财产份额则通常由上市公司或其关联方认购。资产管理公司作为优先级有限合伙人有权优先于劣后级有限合伙人获得有限合伙企业的利润分配和投资本金返还。就外部增信而言，可以考虑安排由第三方为资产管理公司获得有限合伙企业的期间利润分配和投资本金返还提供差额补足，该等安排尤其应适用于在资管产品设计中安排了预期收益率、期间收益和到期本金分配的资产管理公司，考虑到并购基金在持有标的公司的期间获得投资收入(例如标的公司支付分红款、股息款)的可能性较小，资产管理公司可以利用差额补足款项的现金流覆盖资管产品的支出(包括费用、收益分配等)。在项目退出环节，结合前述的上市公司发行股份购买资产并实现并购基金退出存在不确定性，资产管理公司可以直接考虑资管产品从并购基金的退出，例如要求第三方远期购买资产管理公司持有的并购基金财产份额等。

(3) 资管产品层面的增信措施

在资管产品的层面，资产管理公司亦可以对资管产品进行结构化设计，将资管产品的份额区分为优先级份额和劣后级份额，优先级份额由资产管理公司向投资者募集，劣后级份额则由上市公司或其关联方或愿意承担高风险的投资者认购，劣后级份额获得收益分配的顺序劣后于优先级份额，但享有更高的收益。

各类资产管理公司参与并购基金初探

如需进一步信息, 请联系:

作 者	
夏 亮 电话: (86 21) 3135 8769 Tomy.Xia@linkslaw.com	范 强 电话: (86 21) 3135 8771 Qiang.Fan@linkslaw.com
上海	
韩 炯 电话: (86 21) 3135 8778 Christophe.Han@linkslaw.com	秦悦民 电话: (86 21) 3135 8668 Charles.Qin@linkslaw.com
俞卫锋 电话: (86 21) 3135 8686 David.Yu@linkslaw.com	吕 红 电话: (86 21) 3135 8776 Sandra.Lu@linkslaw.com
娄斐弘 电话: (86 21) 3135 8783 Nicholas.Lou@linkslaw.com	夏 亮 电话: (86 21) 3135 8769 Tomy.Xia@linkslaw.com
黎 明 电话: (86 21) 3135 8663 Raymond.Li@linkslaw.com	
北京	
翁晓健 电话: (86 10) 8519 2266 James.Weng@linkslaw.com	王利民 电话: (86 10) 8519 2266 Leo.Wang@linkslaw.com
香港(与张慧雯律师事务所联营)	
吕 红 电话: (86 21) 3135 8776 Sandra.Lu@linkslaw.com	张慧雯 电话: (852) 2969 5316 Vivien.teu@vteu.co

© 通力律师事务所 2015

各类资产管理公司参与并购基金初探

1. 国际上通行的并购基金(buy-out fund)一般系通过非公开市场收购目标公司股权达到控股目的。本文探讨的并购基金主要指 PE 机构和上市公司或其关联方合作的私募投资基金,即“PE+上市公司”模式的并购基金。
2. 详见 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201503/t20150306_269720.html。
3. 《合伙企业法》第六十八条规定,“有限合伙人执行合伙事务,不得对外代表有限合伙企业……”第七十六条规定,“第三人有理由相信有限合伙人为普通合伙人并与其交易的,该有限合伙人对该笔交易承担与普通合伙人同样的责任。有限合伙人未经授权以有限合伙企业名义与他人进行交易,给有限合伙企业或者其他合伙人造成损失的,该有限合伙人应当承担赔偿责任。”
4. 详见 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/gzdt/201501/t20150123_267096.html。
5. 《私募投资基金监督管理暂行办法》第十三条规定,“下列投资者视为合格投资者: (一)社会保障基金、企业年金等养老基金,慈善基金等社会公益基金; (二)依法设立并在基金业协会备案的投资计划; (三)投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员; (四)中国证监会规定的其他投资者。以合伙企业、契约等非法人形式,通过汇集多数投资者的资金直接或者间接投资于私募基金的,私募基金管理人或者私募基金销售机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者,并合并计算投资者人数。但是,符合本条第(一)、(二)、(四)项规定的投资者投资私募基金的,不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。”