



漢坤律師事務所

# 汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2018年2月23日

## 私募基金法律

### 私募股权投资基金非现金资产分配机制探析

张平 | 张摩西 | 戴夕宁

私募股权投资基金起源于国外，在我国的发展可追溯至上世纪八十年代，经过多年的发展，直至2014年《私募投资基金监督管理暂行办法》和《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》等相关监管办法相继正式出台后，境内私募股权投资基金得以逐步规范化并迅速发展。但由于私募股权投资基金的存续期限一般相对较长，截至目前，国内私募股权投资基金仍大多处于运营初期或中期，仅有为数不多的最早期设立的私募基金走过一个轮回，即已完成了全部的投资并退出或清盘，且鲜有公开可查的典型私募基金清盘案例可供市场参考借鉴。随着越来越多专业的私募基金管理人和机构投资者（包括FOF）的涌现，私募股权投资基金如何完成出资人退出或清算，尤其是如何就私募股权投资基金清算阶段尚未退出的项目股权进行处置和非现金分配，愈发受到市场的关注。有鉴于此，我们基于一些私募基金的项目经验以及查询，在本文中就目前市场上一些私募股权投资基金常见的非现金分配方式略作分析并提出我们的一些建议。

我们了解到，目前市场上私募股权投资基金清算前资产分配方案多种多样，比较常见的简单概括内容包括：

1. 基金运营期间主要按照现金分配机制或其他类型的约定机制进行分配或出资人退出；
2. 基金清盘时允许现金和非现金分配<sup>1</sup>；
3. 对于非现金分配的资产设置定价机制和项目承接或处置机制；
4. 基金管理人/普通合伙人<sup>2</sup>就非现金资产的转让和处置等向有限合伙人提供适当协助。

从私募股权投资基金的项目投资及退出的实际情况来看，基金在清盘前能够通过被投资企业上市、并购退出等方式实现退出的项目属少数情况，剩余项目中的部分可能能够通过投资文件中事先设置的回购条款等要求被投资企业创始人或被投资企业直接或间接回购，但更多项目会因为未能上市也不能被并购、投资文件中未设置及时有效的退出机制或虽有机制设置但被投资企业或创始人无可利用资产或不予

<sup>1</sup> 一些国有背景的FOF或机构投资者一般还不接受非现金分配，这种情况下，往往由基金管理人/普通合伙人与该等出资人签署补充协议（side letter），由管理人/普通合伙人在基金清盘后协助处置该等出资人应获得的非现金资产。

<sup>2</sup> 以有限合伙制基金为例，下同。

配合等原因而无法在基金清盘前有效退出。如何对这些未上市且不能以理想的价格出售的被投资企业股权进行恰当处置、以及如何以实操可行的方式进行非现金资产的定价和分配，成为私募基金设立阶段投资人和管理人都很关注并希望尽早探讨的问题。对于上述私募股权投资基金清算前非现金资产分配，我们有如下初步研究和建议：

## 一、非现金分配定价机制的确定

公开交易的证券价格一般以其市场交易价格予以确定，对于公开交易证券以外的其他非现金资产的定价机制，目前常见定价方式主要有：

1. 由管理人/普通合伙人独立确定其价值；
2. 由管理人/普通合伙人聘请合格的第三方评估机构确定价值；
3. 由有限合伙人选定的评估机构确定价值。

其中，第1种方式和第3种方式分别偏向普通合伙人和有限合伙人，第2种方式相对居中但也可能在评估机构选择方面受到有限合伙人的挑战和质疑。为取得更为折中或相对公平的方案，实践中私募基金各方往往会提议更为复杂的定价机制，将管理人/普通合伙人决定、合伙人会议/顾问委员会批准、第三方机构评估等制度结合使用，但结合后的方式往往仍存在两个普遍问题：

1. 无法完全兼顾到普通合伙人和有限合伙人的经济利益；或
2. 机制本身看似公允，但决策效率低下甚至难以实际执行。

就此，我们对境内外基金在该问题上的操作方案进行了初步探究，我们发现如下方式虽然略有复杂，但具有一定的借鉴意义，尤其对僵局的解决方案提供了一种思路。该方案是：首先由管理人/普通合伙人确定价值，并经合伙人会议/顾问委员会通过，如果无法通过，则管理人/普通合伙人选定的评估机构通过评估确定价值，再经合伙人会议/顾问委员会通过，如仍无法通过，则由管理人/普通合伙人推举一方评估机构，有限合伙人共同推举一方评估机构，再由该两方评估机构选出第三方评估机构，由该第三方评估机构评估定价。我们理解上述机制参考了仲裁庭的组成方式，是僵局出现后可考虑采取的一种同时维护普通合伙人和有限合伙人利益的有效方式，为保证上述第三方评估机构选择时的效率，在具体实施过程中，我们理解可以由基金直接聘请两方推荐的评估机构，更有利于其齐心选出第三家评估机构。此外，就管理人/普通合伙人如何满足有限合伙人希望参与评估定价决策又能合理解决有限合伙人在这其中天然利益冲突的问题，我们会在下文提出参考解决方案。

## 二、投资项目的承接

非现金资产定价方式的进一步明晰可以为非现金资产分配的实施提供一个基本的前提，但受到境内有限责任公司/股份有限公司工商登记制度、股东人数上限以及投资交易文件约定等方面的限制，如果私募股权投资基金清盘时将每一家被投企业的股权按一定比例全部分配给众多基金出资人，则每个基金出资人取得哪家被投企业的股权，受让方众多的情况下被投资企业是否能够完全配合，部分政府背景的出资人可能不接受非现金资产的分配等都可能成为非现金分配操作中的实际障碍。与此同时，也可能存在部分项目前景不错，只是在基金清盘前无法顺利退出的情况，则管理人/普通合伙人可能更希望由新成立的基金接盘这些潜在的优质项目，并取得现金来同时满足管理人继续管理项目和有限合伙人希望尽早获得现金并退出的需求。为了实现上述目标，我们建议私募基金可以考虑在基金设立文件

中增加如下安排：

1. 允许一定条件下基金管理人/普通合伙人自行或联合第三方（包括基金出资人）设立并运营承接基金（Secondary Fund）；
2. 确定承接基金自基金受让未退出项目的定价和程序机制。

此外，我们建议由管理人/普通合伙人或其关联方承接未退出项目的机制可与非现金定价机制相互结合，得出更为简单但可双向制约的方式，具体而言，对于清算前尚未退出的投资项目，管理人/普通合伙人可允许有限合伙人推举并普通合伙人认可的适当评估机构评估定价，并由管理人/普通合伙人基于该定价自主选择非现金分配还是由关联机构承接该等项目，此方式理论上可缓解有限合伙人将非现金资产进行低价评估的风险。

### 三、其他配套安排

我们发现，很多私募股权投资基金设立之时以及运营期间并未过多考虑未来清盘机制，只有到了基金运营期限快到期时才向基金出资人征求退出机制意见以及延期机制，往往处于非常被动局面。因此，我们建议管理人/普通合伙人在基金设立之时以及项目投资过程中更多关注基金设立文件和项目投资文件的联动安排，该等联动机制包括：

1. 基金设立文件是否包含上述第一点和第二点讨论的相关机制安排，是否有约定灵活的基金延期或基金项目承接机制，以及是否有约定僵局解决机制等；
2. 基金的项目投资文件中是否约定了回购、拖售等有效的项目退出机制，是否允许基金向第三方（一方或多方）自由转让股权<sup>3</sup>，以及上市和回购的时间安排是否与基金存续期限相互匹配等机制。

---

<sup>3</sup> 一般情况下，被投资企业允许基金向第三方转让基金所持股权（往往被投资企业直接竞争对手除外），但一般很少有约定基金是否可以向多方转让其所持股权，基金的诸多优先权如何由受让方承接（尤其是受让方为多方情况下），以及被投资企业是否有义务配合受让方对被投资企业进行一般性法律及财务尽职调查等，建议基金根据实际情况在投资文件中作出相应安排。

## 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法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与**张平律师**（+86-10-8525 5534; [evan.zhang@hankunlaw.com](mailto:evan.zhang@hankunlaw.com)）或您日常联系的其他汉坤律师联系。