



漢坤律師事務所

# 汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2015年6月8日



## 私募基金法律

### 私募基金管理人新三板挂牌之法律评析

王勇 | 罗敏 | 毕然

#### 一、背景

在传统上，私募基金与公募基金无论是从募资、投资还是监管方面，无论是投资人类型还是管理人，都相当泾渭分明。但私募基金发展到一定的阶段，亦会发生与公募基金互相渗透、竞合的现象并逐渐成为趋势，这一趋势源于八九年前的美国。2007年，旗下管理790亿美元的国际私募基金巨头百仕通（Blackstone）在纽交所（NYSE）完成了首次公开发行股票（IPO），而华尔街另一个私募基金巨头KKR则在继2006年在阿姆斯特丹的泛欧证券交易所（Euronext）成功公开发行了了一支用于投资其管理的私募基金的母基金后，于2010年将该公开发行的私募母基金转至纽交所。

百仕通与KKR的上市有着本质的差别。百仕通的上市主体为其收取管理费、绩效收益和其他咨询收益的实体。对于上市的原因，百仕通的解释是：为获得永久资金用于投资已有业务，扩张新的业务和建设永久基业；提升百仕通的品牌价值；提供公开交易的现金股份和加强未来战略收购的灵活性；丰富员工激励机制；实现现有的所有者的股权价值的流通，而百仕通在IPO文件披露的募集资金用途为：从现有所有者手中购买百仕通控股的既有份额（即股东套现）；认购百仕通控股新发行的份额；偿还贷款；为现有资产管理和财务咨询业务提供资金，包括为旗下私募股权基金、不动产机会基金、夹层基金等投入一定比例的普通合伙人资金；为扩张新业务提供资金。但毋庸置疑，百仕通管理人（而非基金本身）上市最大的动力之一是为管理团队提供套现的机会。与百仕通管理人上市不同，KKR则是在其私募基金之上搭建了一个公开募集的母基金，从而获得实现与公募市场的对接，获得永久资金（permanent capital），运用公募市场的募资功能为其管理的私募基金源源不断地提供资金。KKR在其IPO文件中明确提及，新募集的资金将被用来拓展其业务，为旗下基金和投资组合补充资金以及其他公司用途，KKR的管理团队没有通过上市套现。

在中国，坊间早有传闻老牌私募基金管理公司鼎晖投资在2011年左右即考虑过上市。而自2014年以来，随着九鼎、中科招商、同创伟业、明石创新、硅谷天堂等多家私募基金管理人完成新三板挂牌或递交挂牌申请，国内私募基金管理人寻求与公募市场的对接进入了实操阶段。这主要是出于私募基金管理人募资压力增大及对于拓宽融资渠道的强烈诉求，同时也希望通过对接公募市场解决私募基金管理人以及有限合伙人对于流动性和退出的诉求。以挂牌最早的九鼎投资为例，其自2014年挂牌以来已完成了两轮定向增发，募资规模达57亿元人民币，且正在进行第三轮定向增发，募资

75-125 亿元。九鼎投资在国内创新性地推出“基金有限合伙人”变为“挂牌公司股东”这一模式，其旗下一百余支基金的收益权由此转换为挂牌公司的股份权益，募资直接通过股份公司的层面进行，大大地改善了传统私募基金募资的压力，同时由股份公司层面进入的投资者仅受制于新三板系统的转让限制，相比合伙协议中的转让限制，他们由此获得了更为灵活的退出方式。除上述目标外，基金管理公司进入公开资本市场也同时带来附加价值，例如可以为基金管理公司创造品牌效应，激励公司的管理团队，为投资人提供多方面的监督机制，为份额转让提供一个有价标准等。

## 二、 新三板挂牌的基金管理公司案例分析

对于新三板挂牌主体，根据《全国中小企业股份转让系统挂牌条件适用基本标准指引（试行）》（以下简称“指引”），新三板挂牌主体应为依法设立的股份有限公司，同时指引明确“有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，存续时间可以从有限责任公司成立之日起计算”，因此挂牌主体在设立当初可以有有限责任公司形式设立，在挂牌重组过程中改制为股份有限公司。<sup>1</sup>

挂牌主体如果是发起设立合伙制基金的主体，通常由挂牌主体下设子公司以有限公司形式间接参与基金的发起设立。由于有限公司的股东对该公司的债务仅在其出资范围内承担有限责任，以挂牌主体下设有限公司担任基金的普通合伙人可以隔断挂牌主体对基金债务承担无限连带责任的风险。如果是仅作为有限合伙人投资于合伙制基金，或者投资于公司制基金，则既可以挂牌主体下设有限责任公司或有限合伙形式，或直接利用挂牌主体本身参与基金投资业务。

参考目前中国已在新三板挂牌和正在挂牌审批中的基金管理公司的架构，可以通过挂牌主体的下级子公司（至少隔离一层，以隔断无限连带责任的风险）作为基金的普通合伙人发起设立基金。在挂牌架构搭建初期，可以采用简单的三层架构：母公司（挂牌主体）→子公司（基金的普通合伙人）→基金（合伙企业）。这样的好处在于：其一，由于挂牌主体的本身的责任承担及承担责任的风险控制是挂牌审批机构审核挂牌过程中关注的重点，例如在中科招商的挂牌反馈提问中，挂牌审核机构特别提及要求其补充说明挂牌主体担任基金的普通合伙人的情况下是否存在为基金对外债务承担无限连带责任的风险以及相关的风险控制措施，虽然在挂牌公司提供了详尽的风险控制说明后挂牌审批机构批准了其挂牌申请，但是鉴于挂牌审批机构对于挂牌主体承担无限连带责任十分关注，因此用子公司担任基金的普通合伙人，承担无限连带责任，隔断挂牌主体的风险，未来挂牌不需要因挂牌主体需要承担基金项目的无限连带责任向挂牌审批机关过多解释；其二，这样的架构在设立初期就将普通合伙人纳入到挂牌架构中，可以防范普通合伙人运营一段时间之后有了业绩再进行股权转让把业绩纳入到挂牌主体可能因此导致的股权转让税负问题；其三，尽早将基金及其普通合伙人纳入到挂牌架构中，有利于将基金的报表与挂牌主体合并，挂牌主体开始起算连续的会计年度，为挂牌提早做准备。

## 三、 挂牌基金管理公司合并报表分析

基于目前已在新三板挂牌及正在申请挂牌中的基金管理人的财务数据，我们理解挂牌主体收入来源主要有以下几种形式：

<sup>1</sup> 相比而言，美国则允许上市主体为有限合伙，即“publicly traded partnership”。百仕通的上市主体 Blackstone Group L.P.即为有限合伙。

- 管理费：挂牌主体或其下属子公司/企业作为其所管理基金的管理人所收取的管理费，相关财务数据显示，管理费通常会占到挂牌主体的一半以上的收入；
- 项目管理报酬/绩效收益：挂牌主体子公司/企业作为基金的普通合伙人基于其发起的基金业绩所取得的项目管理报酬/绩效收益；
- 投资顾问费：挂牌主体或其下设子公司/企业通过向其管理或者参与基金提供专业的投资顾问服务而收取的投资顾问费，该等投资顾问服务可以是基于联合投资向其他投资者收取的推介费用，或者在基金投资过程中为基金、被投资企业或其他第三方提供专业服务而收取的咨询服务费用等；及
- 投资收益：挂牌主体或其下设子公司/企业通过其自有资金作为有限合伙人参与基金投资获得的投资收益，或者利用自有资金对被投资企业进行直接投资所获得的投资收益，该等收入通常可以合并到挂牌主体的业绩中。

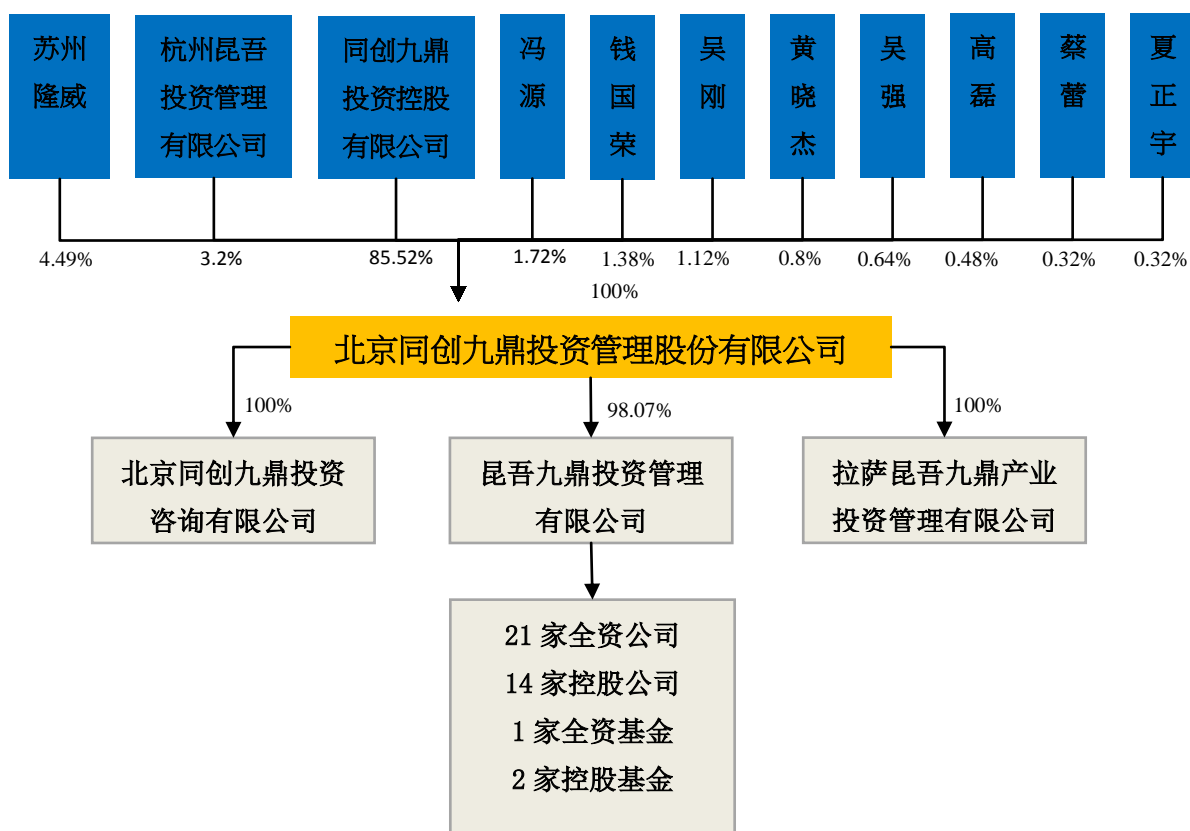
通常合并财务报表的基础在于是否对于被合并报表实体能够实现控制。假设挂牌主体通过其子公司/企业参与到基金中，且该子公司/企业已经由挂牌主体控制并纳入挂牌主体并表范围，对于基金的收入而言，理论上说，如果挂牌主体的子公司/企业担任基金的普通合伙人，则意味着其对基金构成控制，那么挂牌主体就具有合并基金的报表的基础；如果挂牌主体的子公司/企业是以有限合伙人身份投资基金，由于有限合伙人对于基金没有控制，相应基金的报表不能合并到挂牌主体中，然而这并不影响其作为有限合伙人获得的收益可以回流到挂牌主体成为其收益，但通常不会将其认定为主营业务收入。

以九鼎投资为例，纳入其挂牌架构（即可以并表）的实体包括九鼎投资及其一个全资基金和两个控股基金（按照九鼎投资的标准，所谓“全资基金”，即普通合伙人和有限合伙人都是九鼎挂牌主体所控制的公司（即九鼎或其控股子公司），而所谓“控股基金”则是普通合伙人和 50%以上的有限合伙人为九鼎挂牌主体所控制的公司），九鼎投资尚有一部分其所投资的合伙制基金（包括其通过控股子公司以普通合伙人身份参与的基金）并未纳入挂牌架构之内。由此可以看出，九鼎投资纳入其挂牌架构及合并报表的依据是达到“普通合伙人+50%以上的有限合伙人”权益控制。判断挂牌主体能否将基金纳入其挂牌架构及合并报表的关键在于能否实现控制，该等标准也取决于券商和审计师的综合判断。

#### 四、 已挂牌/拟挂牌的基金管理公司典型架构及主要业务分析

##### 九鼎投资（已挂牌）：

九鼎的架构安排如下图所示：



上图中橙色的主体是九鼎投资的挂牌主体（股份有限公司）。挂牌主体作为母公司设立了多家子公司（全资控股及绝对控股）。上图中挂牌主体的控股子公司昆吾九鼎投资管理有限公司设立了多家子公司（也包括直接发起设立合伙企业）担任九鼎系合伙制私募基金的普通合伙人。因此，九鼎投资架构中，作为普通合伙人承担无限连带责任的基金普通合伙人主要为其挂牌主体的三级、四级子公司（或子企业）。

九鼎投资的收入以管理费和项目管理报酬为主，在最近的一个会计年度，挂牌主体及其子公司对基金或被投资企业提供的咨询服务而收取的投资顾问费也占到其总收入的 5%。

### **中科招商（已挂牌）：**

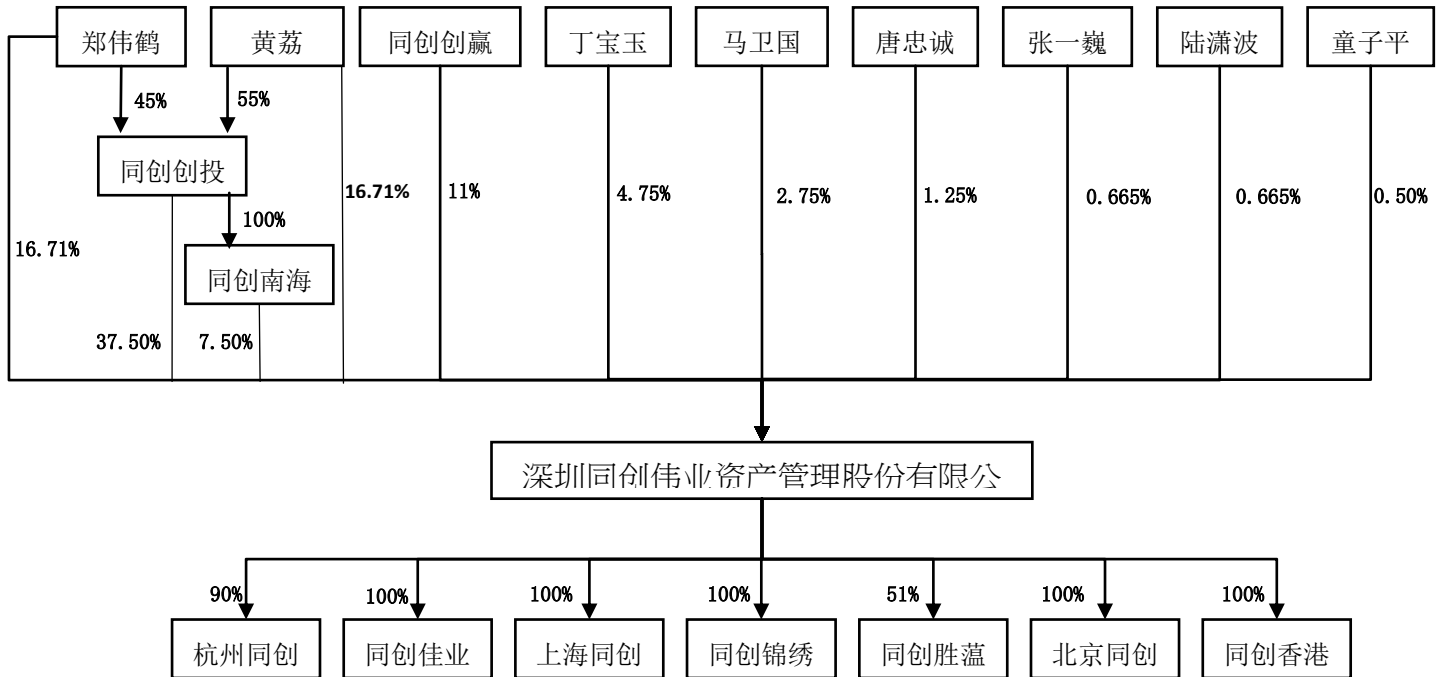
中科招商的架构下，其较大特点是由挂牌主体作为普通合伙人直接承担其所管理基金的无限连带责任。目前挂牌集团管理的基金中以有限合伙方式形式存在的有 45 家，其中挂牌主体本身作为普通合伙人的有 30 家，挂牌主体的控股子公司作为普通合伙人管理的有 15 家。

中科招商的收入包括基金的管理费、收益分成及利用自有资金进行投资（主要为处理交易性金融资产）获得的收益，其中通过基金取得的管理费及收益分成占总收入的 2/3 左右。

### **同创伟业（审批中）：**

同创伟业的投资架构和九鼎投资类似，通过下设若干控股子公司作为基金的普通合伙人参与到基金中。下图请见同创伟业的架构图：





同创伟业的收入主要由来源于所管理基金的管理费和绩效收益两部分组成，其中管理费占九成以上。

#### 明石创新（审批中）：

明石创新的投资架构和九鼎投资类似，拟挂牌主体下设的 9 家子公司不仅作为下设基金的普通合伙人，也在一些合伙制基金中担任有限合伙人，拟挂牌主体本身也有作为有限合伙人参与到明石系基金中。

根据明石基金的《公开转让说明书》，明石基金的收入包括基金的管理费、向基金提供咨询服务收取的咨询服务费、及利用自有资金进行投资获得的投资收益，其中，利用自有资金进行投资获得的投资收益占总收入的 60% 以上。

#### 硅谷天堂（审批中）：

硅谷天堂的拟挂牌主体下属有 49 家控股企业，参与基金的方式主要是通过拟挂牌主体的控股子公司作为下设合伙制基金的普通合伙人或有限合伙人，或者拟挂牌主体本身作为基金的有限合伙人。但是，在其挂牌审批材料中也披露了拟挂牌主体作为普通合伙人直接参与一支基金的发起和运营。

硅谷天堂的收入主要包括基金的管理费、咨询服务费及业绩报酬。由于硅谷天堂主要的业务还包括提供并购重组咨询服务，其收入的八成以上由提供该等服务收取的顾问费及基金管理费组成。

### 五、 基金管理公司挂牌对基金、普通合伙人的运营及有限合伙人的权益的影响

首先，整体基金业务体系更加地公开化。如果说以前有限合伙人对基金可能缺乏监督且了解方式有限，那挂牌后受制于资本市场信息披露的要求，挂牌公司必须要对其和其旗下子公司的相关情况予以披露。且以前投资人只是单纯的作为基金的有限合伙人，话语权极其有限，而通过新三板挂牌，投资人转变角色成为管理人的股东，从而从一定程度上介入了实际的运营和决策。

其次，受制于国家对挂牌公司和上市公司的规制，例如避免同业竞争和限制关联交易的要求，也使得整个基金业务结构更加公平化了。

对于有限合伙人来说，可能是更多的挑战。以九鼎投资为例，许多基金的有限合伙人选择平移到了挂牌公司股东的层面，而许多投资人也在挂牌公司后续募资的过程中选择直接进入成为了挂牌公司的股东。这使原先仅参与一只或几支基金投资的有限合伙人一下子转变为挂牌公司旗下数十或上百支基金的投资人，且他们作为挂牌公司的股东，分享的不再是最初作为有限合伙人的收益，而是同时分享了普通合伙人和管理公司所收取的管理费和绩效收益，也当然，在挂牌公司作为普通合伙人承担无限连带责任的同时，其作为普通合伙人的股东以其出资额为限承担责任。

最后，基金管理人进入公开资本市场也不失为一个对管理层的良好激励方式。如果说传统的模式中，管理层只是以从基金的投资中获取更高的绩效收益为激励手段，那么现在，管理层可以通过股权激励机制作为挂牌公司的股份持有者，可以使得整个管理层以公司的整体创收和发展为目标，有利于公司的经营和业绩。

## 六、 结语

在私募股权投资业务较为成熟的欧美市场，已经有许多私募基金管理公司实现公开资本市场上市的案例。在中国，私募基金与公开资本市场接轨虽然才刚刚起步，并且目前主要以新三板挂牌的形式，但这将是一个风向标，代表了一个与国际融合趋势，相信在不太久的将来，中国的私募基金管理人通过 IPO 正式登陆 A 股市场也是可以预期的。我们将继续关注相关的行业趋势以及法律问题，及时为您作跟进汇报。

## 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，请与王勇（+86-10-8525 5553; [james.wang@hankunlaw.com](mailto:james.wang@hankunlaw.com)）联系。