



漢坤律師事務所
HAN KUN LAW OFFICES

汉坤专递

融贯中西
务实创新



2018年第12期 (总第140期)



新法评述

- 1、《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》对险资间接股权投资的影响
- 2、投资方融资同意权限制下的紧急再融资需求与境外紧急仲裁员程序救济



1、《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》对险资间接股权投资的影响（作者：王勇、董双、李子阳、徐毅）

对于多数一线 PE/VC 机构而言，保险公司一直是其在中国募资所希望追寻的重要金主之一。保险公司强大的资产规模、稳定的现金流以及相对长期的资金投资意愿，使保险资金和私募股权投资的长期投资方式有着先天的契合度。2010 年 9 月，中国保监会发布了《保险资金投资股权暂行办法》（保监发[2010]79 号）（以下简称“《暂行办法》”），对险资通过私募股权投资基金间接投资股权进行了较为全面的规定。为了进一步鼓励险资通过私募股权投资基金和创业投资基金（以下的“私募股权投资基金”和“创业投资基金”合称为“**私募基金**”）实现间接投资股权，中国保监会于 2012 年发布了《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（保监发[2012]59 号）（以下简称“**59 号文**”），在《暂行办法》的基础之上对险资投资私募股权基金事宜作出了进一步明确和补充。

2018 年 4 月，金融去杠杆背景下颁布的《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发[2018]106 号）（以下简称“**《资管新规》**”）的“禁止多层嵌套”等规定对于私募基金的募集产生了一定冲击。正在这募资寒冬之际，中国银保监会于 2018 年 10 月 26 日发布了《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》（以下简称“**《征求意见稿》**”），在《暂行办法》的基础之上，整合了 59 号文的部分相关内容，并在险资投资股权的行业和比例等多个方面进行了一定程度的政策放松。

《征求意见稿》发布之后，我们结合险资投资私募基金的项目实操经验，撰文对《征求意见稿》中与险资投资境内私募基金相关的要点问题进行分析和展望，供业内人士探讨。

一、私募基金管理人登记

《征求意见稿》新增私募基金管理人应完成私募股权基金管理人登记的要求，且明确保险资金投资的股权投资基金，包括创业投资基金、股权投资基金和以上述基金为投资标的的母基金。与中国证券投资基金业协会（以下简称“**基金业协会**”）对私募基金管理人机构类型的分类相对应，我们理解私募基金管理人登记的机构类型应当为“私募股权、创业投资基金管理人”。

特别地，对于基金业协会于 2018 年 8 月底新增的“私募资产配置类管理人”而言，由于其投资范围包括公募基金、私募证券基金等非股权的跨类别资产，且其管理基金的类型为“私募资产配置基金”，因此保险资金能否投资于私募资产配置基金存在一定程度的不确定性。但保险资金与私募资产配置基金存在一定的契合度，在今年一月份，时任保监会副主席陈文辉曾在厦门召开的《保险资金运用贯彻落实全国保险监管工作会议精神专题培训会议》上指出，要加强保险资金运用能力建设，建立健全资产负债管理和大类资产配置能力¹。我们也会进一步关注这一问题的进展。

二、注册/认缴资本

¹ 请参见：http://www.gov.cn/xinwen/2018-01/31/content_5262577.htm。

《征求意见稿》规定，保险公司投资股权投资基金，该股权投资基金的投资机构（即私募基金管理人），注册资本或者认缴资本不低于 1 亿元。相较于《暂行办法》，《征求意见稿》中增加了“认缴资本”的表述，整合了 59 号文中对于基金投资机构的资本要求。此前，对于拟募集险资的合伙企业型私募基金管理人，其如何根据《暂行办法》确定其资本要求存在一定不确定性，后续出台的 59 号文针对该问题进行了明确，规定“保险资金投资股权投资基金，发起设立并管理该基金投资机构的资本要求，调整为注册资本或者认缴资本不低于 1 亿元人民币。”本次《征求意见稿》在投资机构的资本要求方面增加了法规的完善程度，而并非是一个新的修订内容。

此外，从私募基金管理人于基金业协会登记和监管的角度，如果私募基金管理人的实缴出资低于认缴出资的 25%，则在登记过程中可能受到基金业协会的特别关注，且在该管理人完成登记后的“私募基金管理人公示信息”页面载有“实缴资本低于 100 万或实缴资本低于 25%”的特别提示信息。这在一定程度上间接要求私募基金管理人应当实缴 1 亿元注册资本/认缴资本的部分出资，属于对私募基金管理人硬实力的要求。

三、管理资产余额

相较于《暂行办法》，《征求意见稿》特别明确了私募基金管理人的“管理资产余额”概念，即“中国境内以人民币计价的实际到账资金和形成的资产”，这与 59 号文中的相关概念存在一定区别²。有观点认为 59 号文项下的“资产管理余额”仅指投资者投入投资机构所管理的私募基金的本金，而不包括投资机构所管理的投资者的到账资金投资后增值的部分。而本次《征求意见稿》明确“管理资产余额”包括投资者“实际到账资金”和“形成的资产”。就本次《征求意见稿》中规定的该等“形成的资产”投资后的增值部分，是否可以计入投资机构的资产管理余额，存在一定的不确定性，我们将持续关注监管部门以及市场实践中的相关动态。

虽然此次《征求意见稿》在一定程度上对“管理资产余额”概念进行了明确，但对于实践操作中如何判定能否计入“管理资产余额”存在不确定性的问题未能进一步回应，例如：（1）私募基金管理人过往管理但已实现项目退出并已将管理资产本金及收益退回的资产是否属于“管理资产余额”；（2）私募基金管理人子公司或者关联方（尤其是部分私募基金管理人的境外关联方的在管美元基金的情况）所管理的资产能否纳入该私募基金管理人的资产管理余额；（3）与其它机构共同管理的资产能否纳入该机构资产管理余额，机构对于管理资产的参与程度及具体管理方式方面的认定标准等。在具体项目中如涉及前述问题，则应当与监管部门及时沟通，并遵循监管部门的解释。

目前监管部门在管理资产余额方面的考察对象仍主要是私募基金管理机构，而未将机构人员也纳入综合考虑的范围，这就导致一些已在知名私募基金管理机构工作多年的从业者在离开原机构自立门户后，往往因为新设机构管理资产余额难以满足险资的要求而被险资拒之门外。

四、修订基金分类并重申母基金穿透原则

相较于 59 号文“成长基金、并购基金、新兴战略产业基金”的分类方式，《征求意见稿》对险资可投资基金的股权投资基金分类采用了“创业投资基金、股权投资基金和以上述基金为投资标的的母基金”的表述，消除了需要对于“成长基金、并购基金、新兴战略产业基金”进行解释的不确

² 根据 59 号文的规定，管理资产的余额是指在中国境内以人民币计价的实际到账资产和资金的余额。

定性因素。

此外，《征求意见稿》延续了 59 号文对母基金的穿透结构的限制，即“险资所投资的母基金的交易结构应当简单明晰，不得包括其他母基金”，也与《资管新规》中“禁止多层嵌套”的监管态度一致。对于实践中存在的通过特殊投资载体进行投资的情况（出于税务筹划考虑，特殊投资载体惯常采取有限合伙企业形式），还应注意判断该等特殊投资载体是否会在未来被监管部门认定为私募基金³，进而导致违反多层嵌套的规定。

五、重申禁止投资于其他金融机构或其子公司控制的基金

《征求意见稿》重申了 59 号文中对于“保险资金投资的股权投资基金，非保险类金融机构及其子公司不得实际控制该基金的管理运营，或者不得持有该基金的普通合伙权益”的要求，并将被非保险类金融机构实际控制的限制扩展至基金管理机构。

此前市场上曾有观点认为中国银保监会可能在实践中放松该项要求的执行，但《征求意见稿》重申了此点。我们理解，对“实际控制基金管理机构的管理运营事项”的认定标准需要进一步解释，需要从持股比例和管理人员席位分配等多种因素综合考虑作出判断，而并非只要私募基金管理人的直接或间接股东中存在非保险类金融机构，就得出其不得募集保险资金的结论。

六、投资私募基金的比例限制

与 59 号文中的现行规定类似，《征求意见稿》对于险资投资同一私募基金的比例作出了限制，但在具体限制方面有所放松：（1）解除了保险公司投资股权投资基金的账面余额与其总资产挂钩的限制；（2）将保险公司投资单股权投资基金的规模比例从 20% 提高到 30%，集团公司和保险公司一起投资的，最高比例仍为 60%。

市场上有观点认为目前中国银保监会可能在实践中并未严格执行 59 号文中对于保险公司投资于单只基金比例上限的规定，并且我们亦注意到实践中存在突破 59 号文规定的单只基金比例上限的案例。未来《征求意见稿》正式生效后，如上述规定得以保留，我们会对监管部门对于该规定的监管态度持续予以关注。

七、投资限制

《征求意见稿》首次提出了保险资金投资的私募股权基金中资产类型的限制，即“险资投资的私募基金的未上市权益类资产占比不低于 80%”。与之相对应的是，当险资投资于并购基金时，因并购基金通过战略投资、定向增发、大宗交易等非交易过户方式涉及公开上市交易股票，投资规模不能高于该基金资产余额的 20%。

但在实操层面，基金资产余额可能是一个浮动的数额，例如在并购基金的有限合伙人退伙、已投资项目核销、向合伙人进行分配等情形，都会造成基金资产余额变小，从而可能被动导致投资于公开上市交易股票的投资规模占基金资产余额的比例超过 20%。在此情形下，私募基金管理人面临因违反《征求意见稿》的规定而被中国银保监会列入不良记录名单或行政处罚的可能。

³ 关于私募基金的身份认定，请参阅汉坤法律评述之《我是谁？——私募基金身份认定的惑与解》。

《征求意见稿》对于险资投资私募基金过程中涉及的保险公司、私募基金、私募基金管理人和私募基金投资标的等要素均设置了一定的条件，对于私募基金管理人所设置的条件尤其受到市场化私募基金管理团队的关注。在《征求意见稿》基础之上，我们整理了险资投资私募基金所设置的私募基金管理人的条件和管理义务如下：

注册资本	注册资本或者实缴资本≥1 亿元
管理资产	管理资产余额（中国境内以人民币计价的实际到账资金和形成的资产）≥30 亿元
人员	至少 10 名，其中至少 2 名 5 年以上相关经验，至少 3 名 3 年以上相关经验；至少 1 名 8 年以上相关经验的高级管理人员；至少 3 名熟悉企业运营、财务管理、项目融资的专业人员
实操项目	已退出项目（指作为投资主导人员合计退出的项目数量）≥3 个
管理义务	<ul style="list-style-type: none">➤ 管理人应与保险公司签订书面合同，公平对待不同资金➤ 不得违反合同约定投资➤ 不得混合管理自有、受托资金或者不同委托机构资金➤ 不得挪用受托资金➤ 不得提供最低投资收益承诺➤ 不得以保险资金及其投资形成的资产为他人设定担保➤ 不得将受托资金转委托➤ 不得为保险公司提供通道服务
合规性	最近三年未发现投资机构及主要人员存在重大违法违规行为
制度	已建立风险准备金制度；具有完善的公司治理、管理制度、决策流程和内控机制；具有健全的项目储备制度、资产托管和风险隔离机制；建立激励约束机制和跟进投资机制
报告义务	<ul style="list-style-type: none">➤ 承诺接受中国银保监会涉及保险资金投资的质询，并报告有关情况➤ 每年 4 月 30 日前，就保险资金投资股权投资基金的情况，向中国保监会提交年度报告➤ 有义务在中国保险资产管理业协会“股权投资信息报告系统”中报送股权投资数据及报告、运营管理数据及季度（每季度结束后 30 个工作日内）/年度（每年 4 月 30 日前）报告、要素变更数据及报告、重大事项报告、投资清算数据及报告等

2、投资方融资同意权限制下的紧急再融资需求与境外紧急仲裁员程序救济(作者：陈湘林、孙颖)

跨境投融资中，如果融资方有紧急融资需求，但又受原投资方融资同意权的限制，此时，融资方是否有司法途径可以寻求救济？答案是“有”。如果跨境投融资相关协议中约定的争议解决方式

为国际仲裁，且选定的仲裁机构规则对紧急仲裁员程序作出了规定，即可通过启动紧急仲裁员程序寻求救济。本文将对国际商事仲裁程序中的紧急仲裁员程序之流程以及仲裁员是否给予紧急救济的审查标准，进行简要介绍。

一、什么是紧急仲裁员程序？

纠纷发生后，当事人经常会遇到某些紧急情况。此种情况下，如果不通过向有权威的第三方寻求紧急救济，就可能遭受难以弥补的严重损失或损害。在由法官作为裁决者的诉讼中，一般会允许当事人在启动诉讼程序的同时（或以前）向法院申请采取临时措施（比如中国法下有诉前保全、先予执行等）。

在国际商事仲裁中，为解决当事人的紧急需求，不少国际仲裁机构规则规定了紧急仲裁员程序。所谓紧急仲裁员程序，是指在仲裁案件的初始阶段（仲裁庭正式组庭以前），依据当事人的请求，由仲裁机构任命一位紧急仲裁员审理当事人提出的紧急救济申请，并作出决定、指令或裁决（“**紧急决定**”）。

紧急仲裁员程序具有如下特点：

- **紧迫性**。鉴于该程序处理紧急问题，所以从程序启动到结束，期限很短。多数的机构仲裁规则对程序启动后仲裁机构指定紧急仲裁员的期限、紧急仲裁员作出紧急决定的期限都有明确要求。
- **程序性**。紧急仲裁员仅对紧急救济进行审理，且审查的目的仅在于决定是否应当给予紧急救济。对于案件实体问题，紧急仲裁员仅进行初步审查而不作出决定（留给随后正式组成的仲裁庭决定）。
- **临时性**。紧急仲裁员在仲裁庭组成后即不再行使职权。如果已经行使职权的，紧急仲裁员也不得再被任命为仲裁庭的组成人员。已经颁布的紧急决定可能会由紧急仲裁员或仲裁庭（一旦组成）修改、中止或终止。

二、紧急仲裁员程序的流程如何？

以 HKIAC 于 2018 年 11 月 1 日开始适用的《仲裁规则》（附录 4）为例，紧急仲裁员程序的基本流程为：

- **当事人提交指定紧急仲裁员的申请**。申请紧急救济的当事人可以在提交仲裁通知之前、同时或之后（但需在仲裁庭组庭前），向仲裁机构提交指定紧急仲裁员的申请（“**紧急仲裁申请**”）。如有必要，申请人也可以同时提交其他有助于高效审查紧急仲裁申请的文件或信息。
- **指定紧急仲裁员**。如果 HKIAC 决定受理紧急仲裁申请，应当在收到申请和预付款后 24 小时内指定紧急仲裁员。随后，相关案卷材料将被移交给紧急仲裁员。
- **案件审理**。紧急仲裁员接手案件后，可以以其认为适当的方式开展程序。比如，紧急仲裁员可以决定双方发表意见、提交证据的期限以及具体的庭审安排等。

- **作出紧急仲裁裁决。**紧急仲裁员应当在 HKIAC 向其移交案件之日起 15 日内作出就当事人申请的紧急救济作出裁决，除非当事人另有约定或 HKIAC 决定延长审理期限。

三、紧急救济申请获得准许的审查标准有哪些？

通常，紧急仲裁员主要从如下三个角度进行实质审查：

- **救济的紧急性以及避免不可弥补的损害的必要性（Urgency and the Need to Avoid Irreparable Harm）**

对于紧急救济的颁布，救济是否紧急到无法等到仲裁庭组成，是关键考量因素之一。HKIAC 规则附录 4 第 2 条对紧急仲裁申请应当包括的内容作出了规定，其中明确提到，申请人必须在申请书中说明，其无法等待仲裁庭组成就需要迫切申请紧急救济的原因。

在论证“紧急性”时，需要明确，“紧急性”与损害的不可修复性（irreparable harm）是不可分割的。事实上，申请救济的一方通常被要求证明，其所申请的救济非常紧急，以至于如果不准予该救济，将给申请人带来不可弥补的损失，且该等损失不可能完全被后续的裁决所救济。

具体而言，对于紧急寻求再融资的一方，其可以在紧急仲裁员程序中尝试证明，如果不被允许进行替代性融资并获得快速的资金注入，公司将面临迫在眉睫的破产风险，并彻底失去进入相应市场的机会。一般情况下，申请人不必证明到如果没有获得救济则破产必然发生的程度，但需要提供有说服力的论证。

- **申请救济一方在案件实体层面胜诉的可能性(Likelihood of Success on the Merits)**

假设申请紧急救济的一方提出的仲裁请求很可能在实体上完全站不住脚，颁布紧急救济就可能伴随着较高的与最终判决不一致的风险。因此，申请人救济的一方是否有胜诉的可能性，是国际仲裁实践中决定是否颁布临时救济的基本考量因素之一。比如，HKIAC 规则的第 23.4 (b) 条就对此作出了规定。

判断胜诉的可能性通常应采取“合理性”的判断标准（Reasonable Possibility）。申请救济的一方需对胜诉的可能性承担举证责任，并证明到“合理性”的程度。在考虑合理性时，仲裁员一般会站在了解相关事实背景的合理第三人的角度进行判断，个案中的合理性判断很大程度上取决于紧急仲裁员根据具体的案件进行的自由心证。

值得注意的是，紧急仲裁员对“胜诉可能性”的判断主要基于较短时间内对案件的理解和对初步证据的审查，其不应当影响之后组成的仲裁庭对案件实体问题的审理和判断。

- **救济所避免的损害与其所产生的损害之间的权衡（Balance of Convenience/ Harm）**

在考虑是否准予紧急救济时，如果一旦对紧急救济的准予是错误的，将会造成较大损害，仲裁员就需要在救济所避免的损害与其所产生的损害之间进行权衡。如果紧急救济所造成的损害很有可能大于紧急救济本身所避免的损害，仲裁员将倾向于不颁布紧急救济。在国际仲裁中，上述原则广泛适用于裁定是否颁布紧急救济以及临时措施的过程中，并被概括为“Balance of Harm”或“Balance of Convenience”。按照中文的表述，其大意为“两害相权取其轻”。

具体而言，在适用“Balance of Convenience”原则时，仲裁庭应当考虑颁布紧急救济可能对被申请人造成的损害、不颁布紧急救济可能对申请人造成的损害、相关损害是否可以通过正当程序获得救济、紧急救济被错误颁布的可能性等等。这些因素实际上与上文所提及的损害的不可修复性、实体胜诉可能性等考虑因素有所重叠。究其本质，“Balance of Convenience”原则是在引导仲裁员从一个更为宏观的角度评估，在是否颁布紧急救济这一最终问题上，到底哪种选择更能导向一个公正的裁决。

对于申请紧急再融资救济的公司而言，一方面，如果申请人无法寻求到替代性融资，很可能导致其在短时间内破产，而颁布临时措施对各方股东（包括拥有融资同意权的投资方）都存在一定的益处。但另一方面，允许替代性融资可能会对原投资方带来一定的损害，比如股权被稀释、股票贬值等。相应地，申请人在提出的紧急救济请求时，需要考虑如何降低拥有融资同意权的投资方在股权稀释、股价贬值等问题上的顾虑。

■ ■ 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤专递》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，请与汉坤律师事务所的下列人员联系：

联络我们

北京总部

电话：+86-10-8525 5500

地址：中国北京市东长安街1号东方广场
C1座9层

邮编：100738

金文玉 律师：

电话：+86-10-8525 5557

Email: wenyu.jin@hankunlaw.com

上海分所

电话：+86-21-6080 0909

地址：中国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：200040

曹银石 律师：

电话：+86-21-6080 0980

Email: yinshi.cao@hankunlaw.com

深圳分所

电话：+86-755-3680 6500

地址：中国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室

邮编：518048

王哲 律师：

电话：+86-755-3680 6518

Email: jason.wang@hankunlaw.com

香港分所

电话：+852 2820 5600

地址：中国香港中环皇后大道中15号置地广
场公爵大厦39楼3901-05室

陈达飞 律师：

电话：+852-2820 5616

Email: dafei.chen@hankunlaw.com