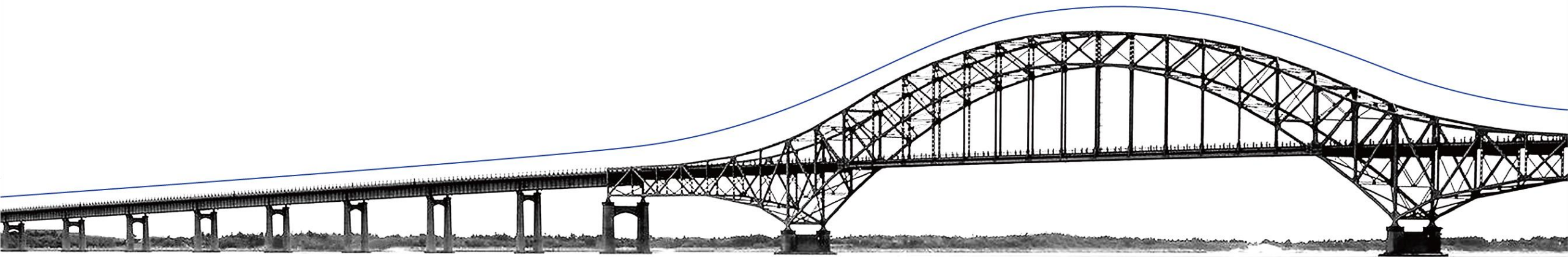


百宸私募基金條款趨勢調研

二零二零年五月



引言

百宸律师事务所是一家专注于为各类投资机构和企业提供全方位优质法律服务的精品律师事务所，总部位于北京。百宸提供的法律服务涵盖多个领域，包括私募股权与风险投资、基金设立、收购兼并、外商直接投资、境外投资、争议解决、公司事务等。服务领域涉及TMT与互联网、教育、医疗健康与医药，生物技术、电信、传媒、娱乐、高科技、能源与资源、科技金融、旅游、通讯、物流与物产等多种行业。

百宸陪伴了中国风险投资和私募股权基金以及基金管理机构的发展壮大，百宸的客户包括众多的私募机构，协助他们进行私募基金的设立与募集、备案、投资、投后管理等相关工作。在此基础上，以陈亦工、何欣、靳志梅三位律师为主的研究团队从2011年至2019年的私募基金全部项目中就每个条款随机抽选作为数据库进行了统计并分析，希望能给基金从业人士有所裨益。

目录

01 基金架构

02 基金期限

03 出资机制

04 管理费

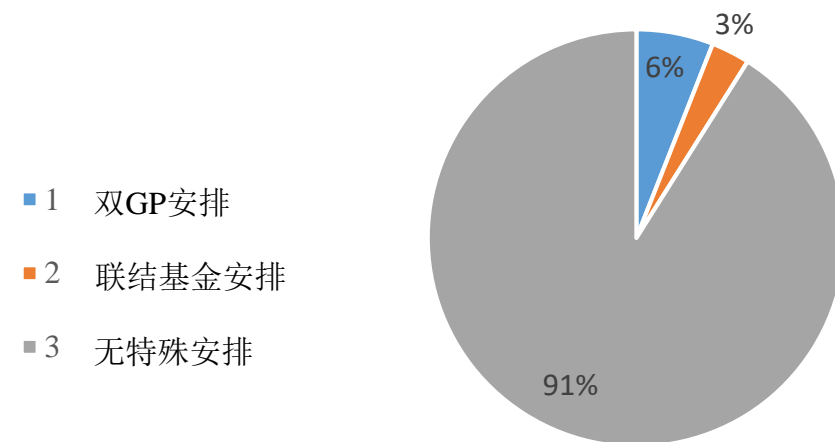
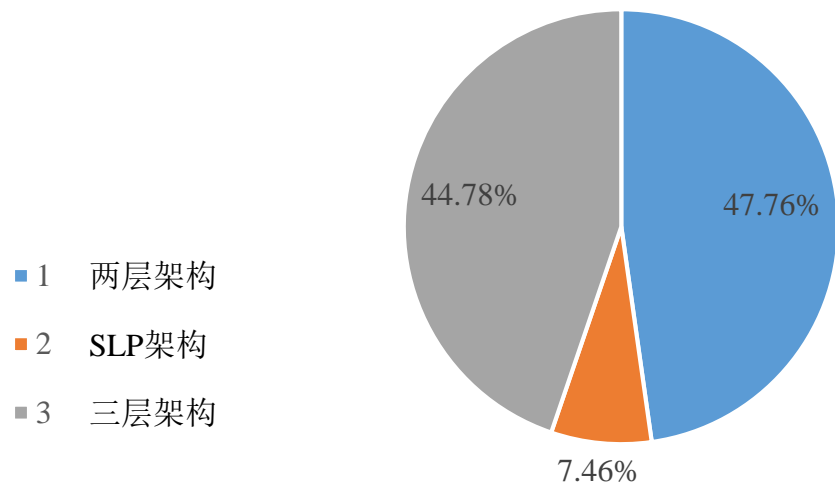
05 收益分配

06 关键人士

07 违约责任

08 专业委员会

基金架构



□ 总体而言，在2011至2019年间的所有抽样基金项目中，**两层架构和三层架构是大部分基金采用的架构，SLP架构的占比较少**。原因可能是，SLP架构的设计主要出于减轻管理团队责任和税务优化，多用于收益分配安排复杂及规模较大的基金；相对而言，SLP架构的运营维护成本较高。

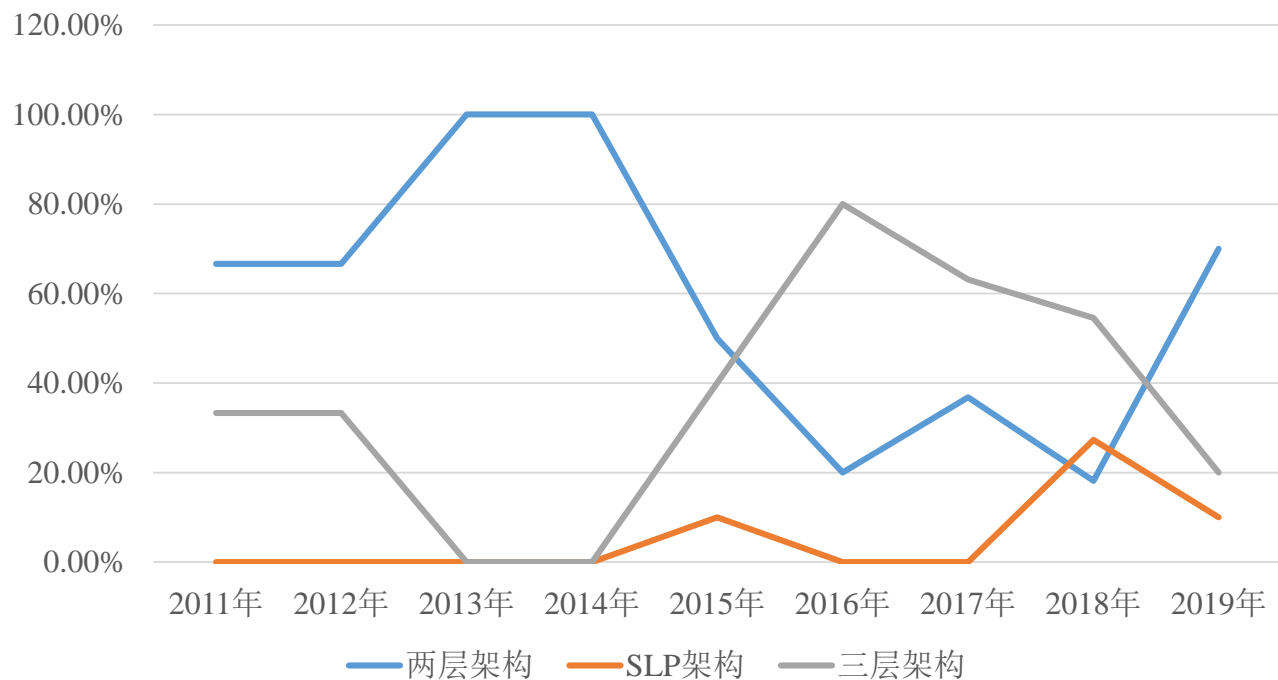
□ 双GP和联结基金的安排，合计约占总量的9%。双GP虽然占比不高，但从发展趋势上看，随着基金业协会近年来对管理人的要求越来越严格，并且明确表示双GP中只需一个普通合伙人与基金管理人有关联关系，双GP模式明显提高了普通合伙人架构和基金超额收益分配的灵活性，未来采用双GP模式的基金可能会增多，但未来基金业协会是否会收紧双GP有待进一步观察。

注1：本统计中的“三层架构”包括三层及三层以上的多层架构安排；

注2：本统计中的“SLP架构”指安排特殊有限合伙人接受carry的架构，区别于1中由GP接受全部carry的普通两层架构。

基金架构

不同基金架构占各年度基金总量的百分比



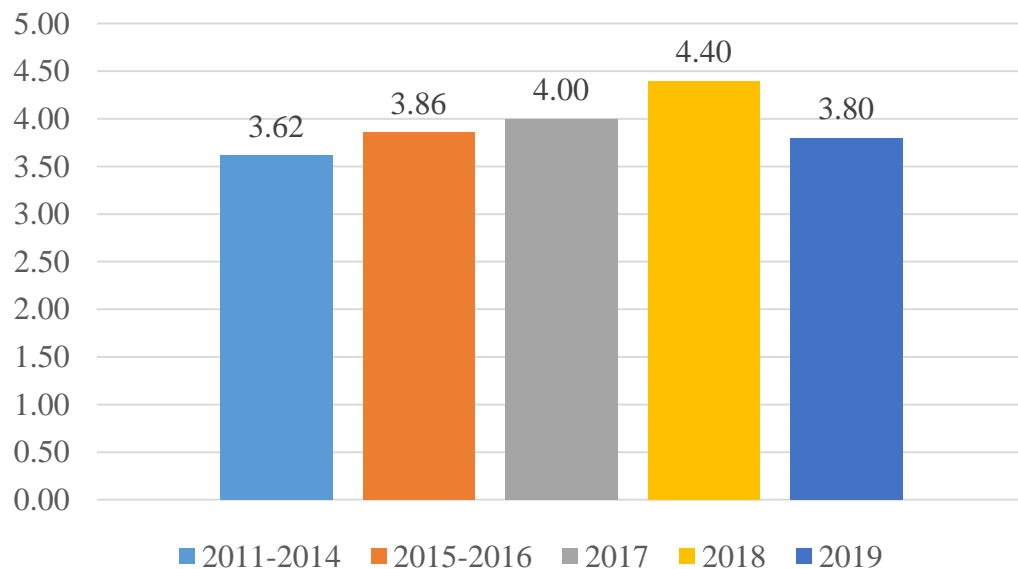
- 根据我们对2011年至2019年间基金项目的抽样调研，可以看出SLP架构从无到有，波动上升，但总量相对于其他两种架构仍然是最少的；三层架构占比总体波动上升，甚至在部分年份超过了两层架构。
- 然而，2018年至2019年呈现出与之前年份相反的变化趋势，两层架构占比上升，这可能与近年来基金市场出现大量小规模基金的情况有关。因为对小规模基金而言，两层架构的设立与维护成本最低并足以满足需求，而无需考虑使用成本较高的三层架构甚至更复杂的SLP架构。

基金期限

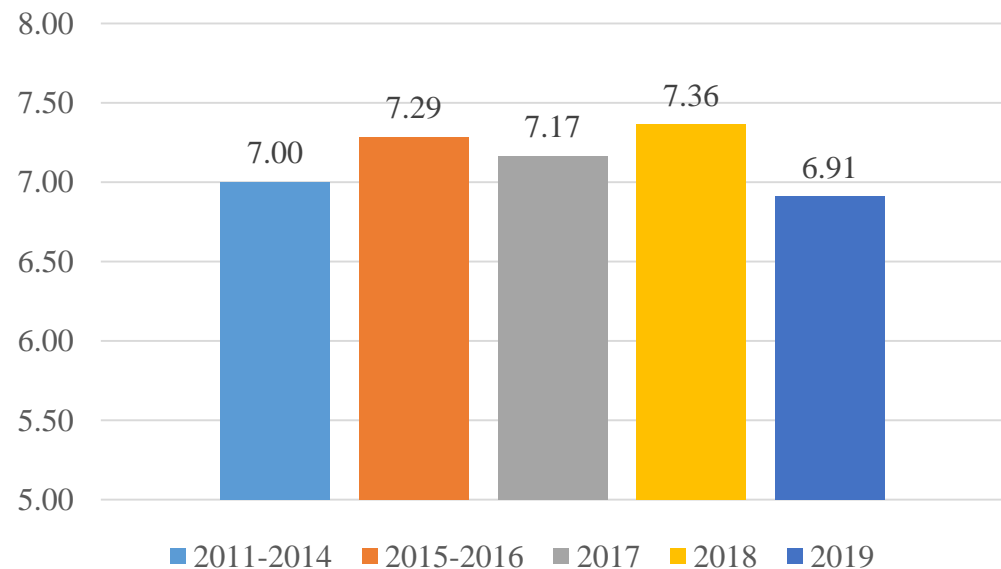
□ 根据计算每个统计区间基金的投资期平均值，可以看出从2011年至2018年，私募基金的投​​资期期限逐年上升，2019年投资期期限略有所下降，但整体变化不大，基本处于3年至5年之间。

□ 从近年的数据来看，基金期限基本处于5年至10年之间，其中7年是较为常见的基金期限。根据每个统计区间的基金期限平均值，可以看出2019年基金期限较往年有所下降，平均值不足7年。

投资期平均值（年）



基金期限平均值（年）

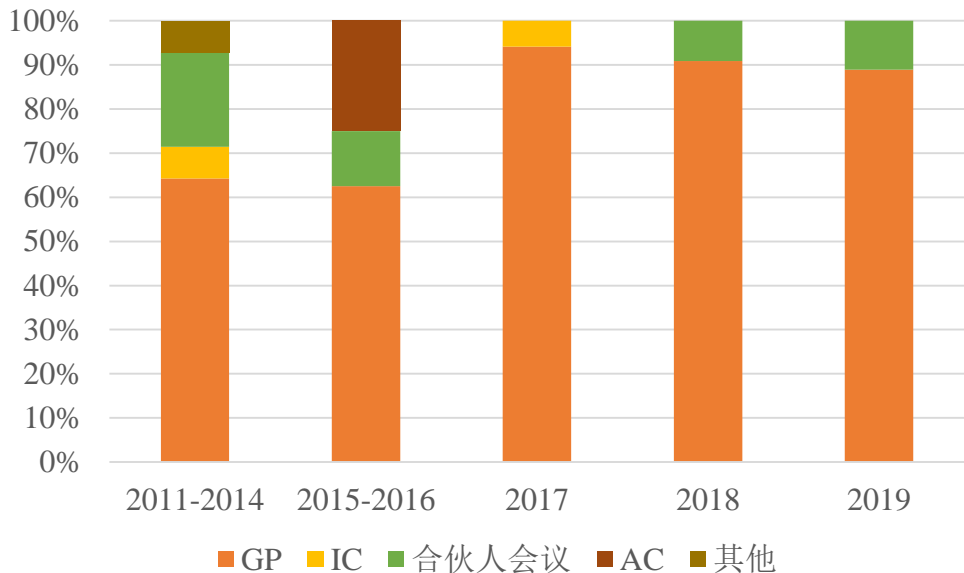


基金期限延长机制

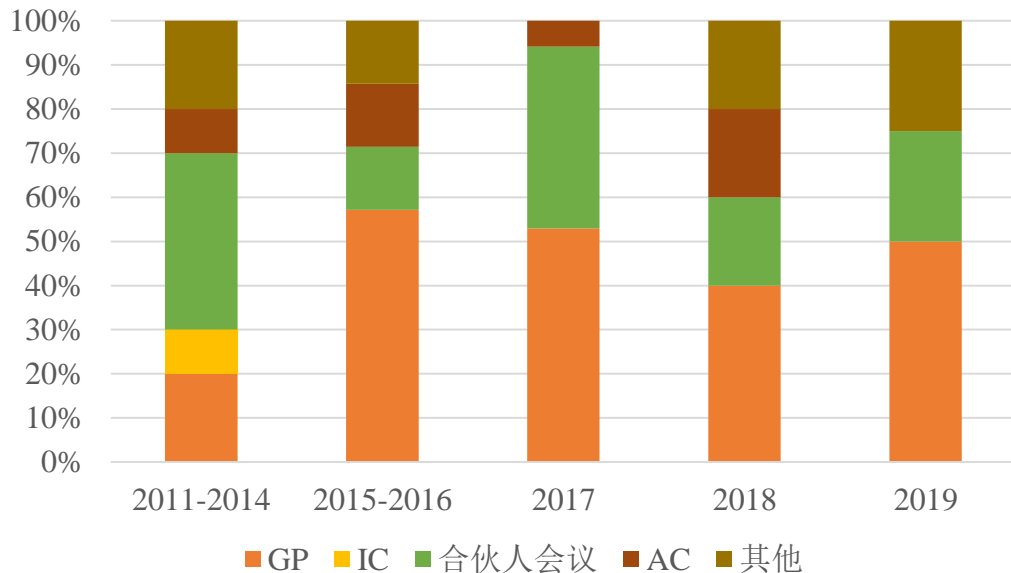
- 常见的基金期限延长机制是可以延长两次，两次延长的决定机制略有不同。
- 从下图的统计数据来看，第一次延长的决定机构大多数为GP，这是因为GP对基金的投资经营活动拥有较高的控制权。

第二次延长的决定机构比第一次的更为丰富。从下图的统计数据来看，除了GP仍占据一定比例外，**顾问委员会、合伙人会议参与决策的比例显著增加，其他决策方式（指由两个机构共同决策的方式，比如GP及合伙人会议共同决策，或者GP及AC共同决策）也有所增加，基金的决策机制逐渐严格。**

第一次延长决定机构

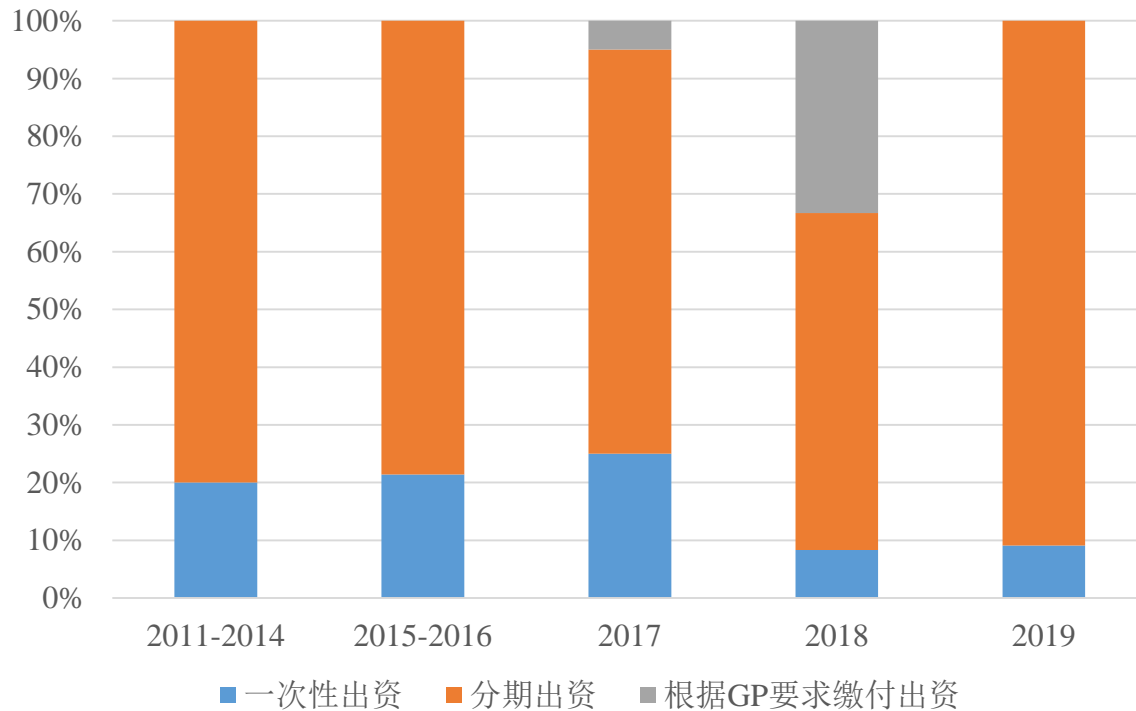


第二次延长决定机构



出资机制

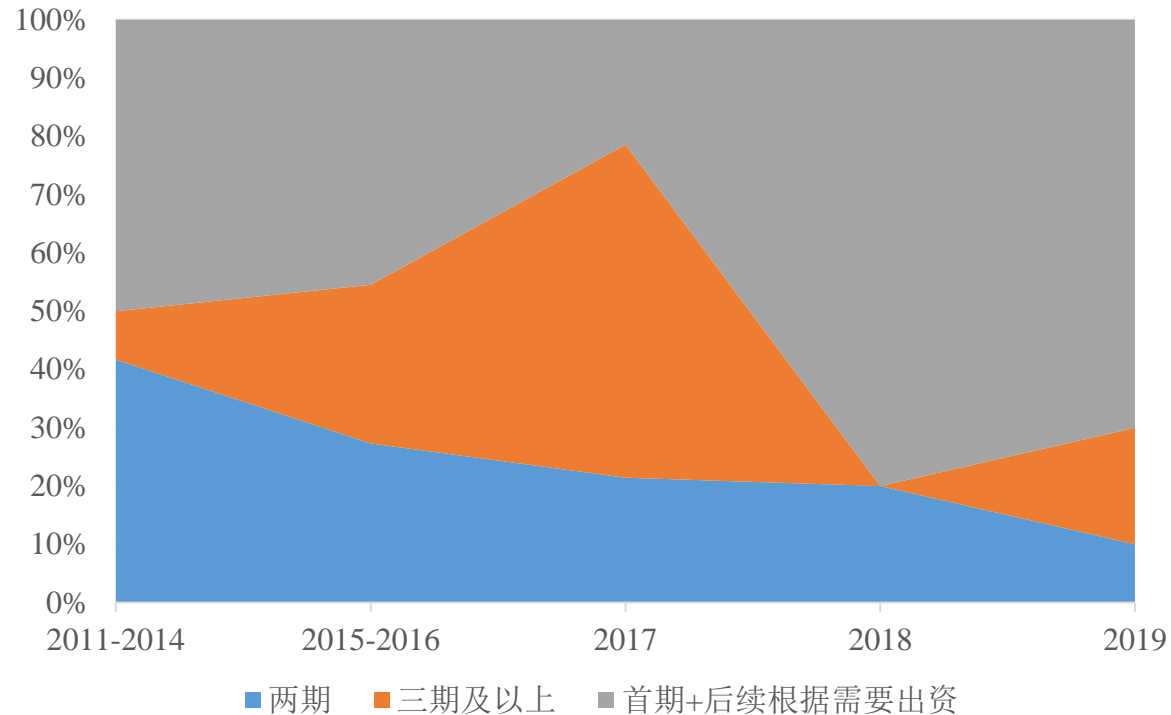
基金出资的缴付机制



- 从基金的出资机制来看，在2011-2017年之间，基金的出资缴付方式基本分为一次性出资和分期出资两种，其中要求一次性缴付出资的基金占比约在20-25%之间浮动。
- 自2018年起，要求一次性缴付出资的基金占比大幅下降为9%以下，大部分基金均采用了分期缴付出资的方式。
- 另外值得注意的是，从左侧图表可以看出，自2017年起，部分基金将出资的决定权交由GP决定，GP可自行要求LP一次性或分期缴付出资。不约定固定的出资时间可能的目的是为了提高资金利用率，而且虽然由GP决定但商业层面一般会有出资的期限安排。

出资机制——分期出资

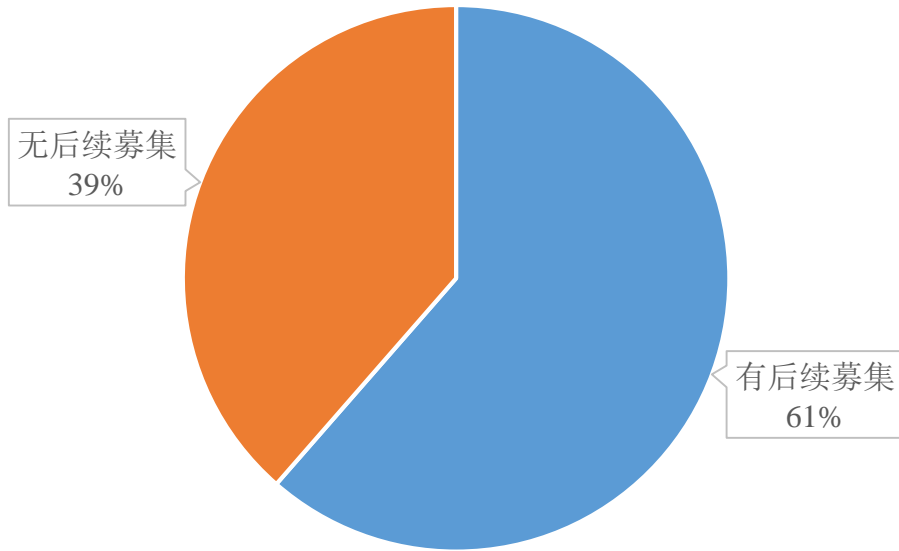
基金分期出资的期数



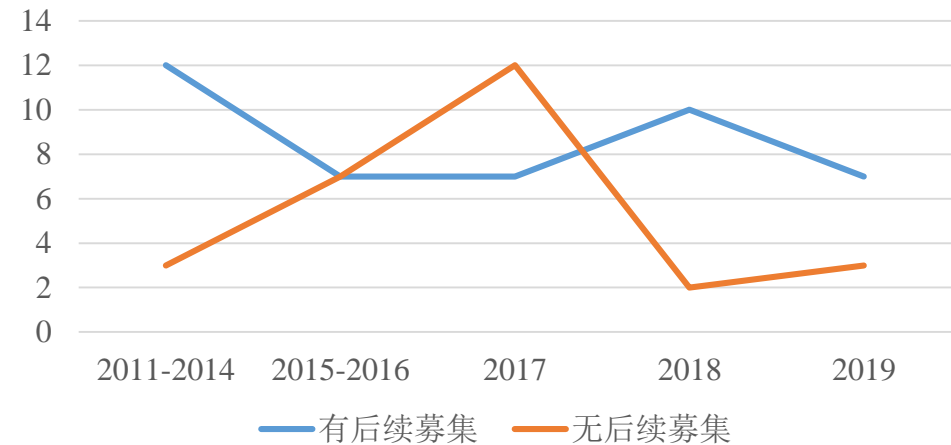
- 从分期出资的基金的期数统计数据来看，分两期出资的基金占比呈现逐年下降趋势，从2011年的40%左右下降到2019年的10%左右。
- 与之相反，采用**首期出资+后续根据项目需要或GP要求出资的基金比例自2017年起开始大幅上升**，最高时一度达到了80%左右。
- 三期及以上期数出资的基金占比自2017年达到顶峰之后呈现下降趋势，2019年总体占比约在20%。

出资机制——后续募集

基金的后续募集安排

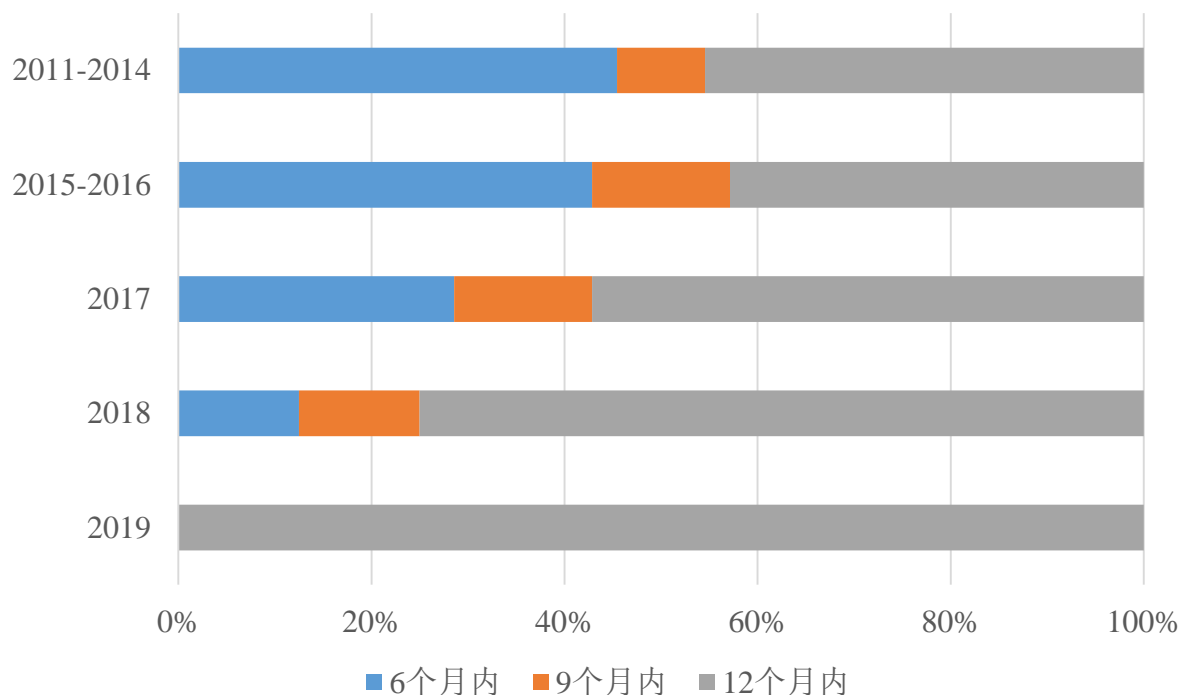


- 从基金的后续募集安排的总体数据来看，存在后续募集安排的基金为主流，占比为61%。而在不存在后续募集机制的基金中，多数为一次性缴付出资的专项基金。
- 自2017年起，不存在后续募集安排的基金数量大幅下降；与之相反，存在后续募集安排的基金呈现增长趋势。



出资机制——后续募集（续）

基金的后续募集期限

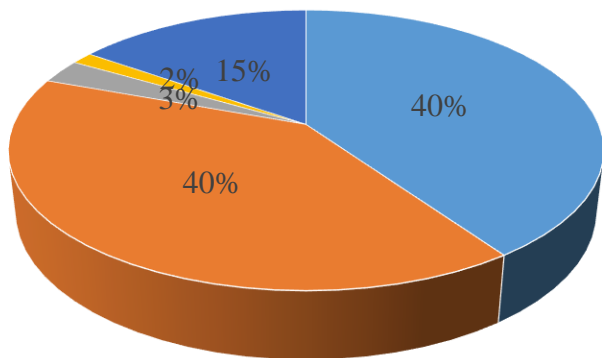


- 从基金的后续募集期限来看，自2011年以来，存在后续募集安排的基金中，**后续募集期限呈现逐年增长的趋势。**
- 其中6个月以内的后续募集期占比从2011年的约45%下降到2018年的12%左右；9个月以内的后续募集期占比在10-15%之间波动；而12个月以内的后续募集期则自2011年起逐年增长，直至2019年所采样的全部基金后续募集期均为12个月以内。
- 后续募集期限的延长显示在目前经济下行的大环境下，基金募资呈现越来越困难的态势，募集周期也逐渐增长。

管理费

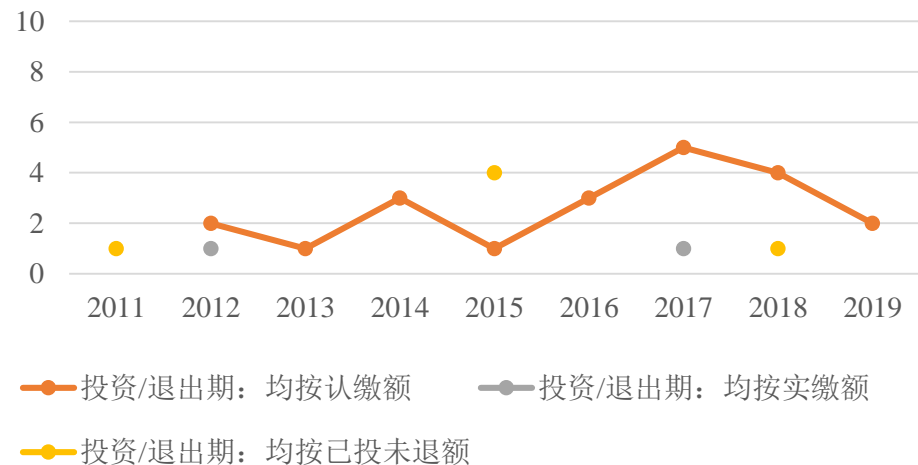
- 基金投资期、退出期内，分别按照“统一基数”与“不同基数”计算管理费的基金占比基本相同，均占总数的40%；
- 在统一基数情形下（右一），“按认缴额”计算管理费是主流趋势（占比29%），且整体浮动趋势较为连贯、平稳。另外，自2015年开始也出现了一定数量按实缴额作为计费基数的基金，这可能和近年来国资LP增多的情况下国资LP的特殊要求有关；
- 在不同基数情形下（右二），“投资期按认缴额、退出期按已投未退金额”是主流趋势（占比38%），且2017年后其出现频率及占比大幅增加（数量约为2015年的4倍）。

管理费基数计算方式

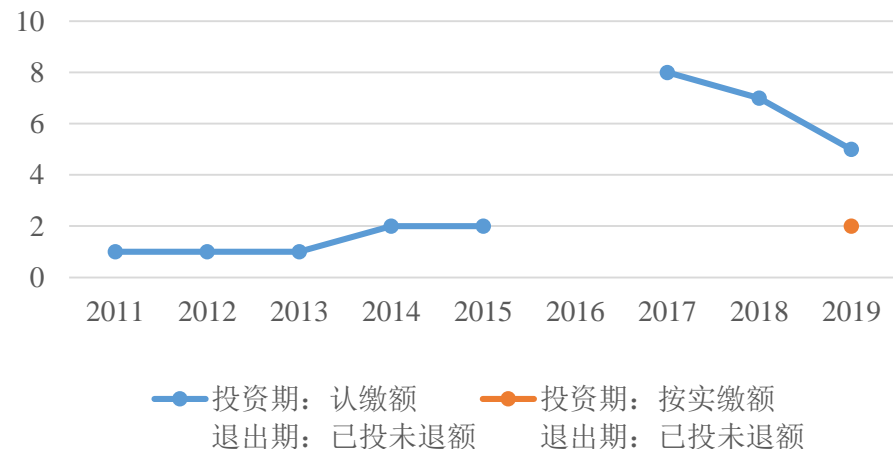


- 投资期、退出期统一基数
- 投资期、退出期不同基数
- 按项目投资额
- 按固定额度
- 无管理费/约定不明

“投资/退出期基数统一”具体情况

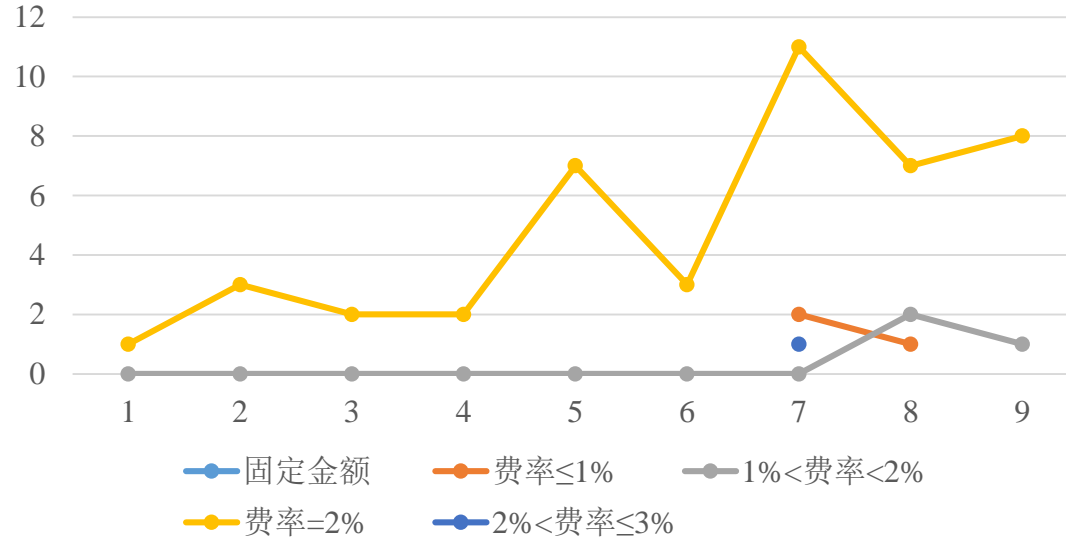


“投资/退出期基数不同”具体情况

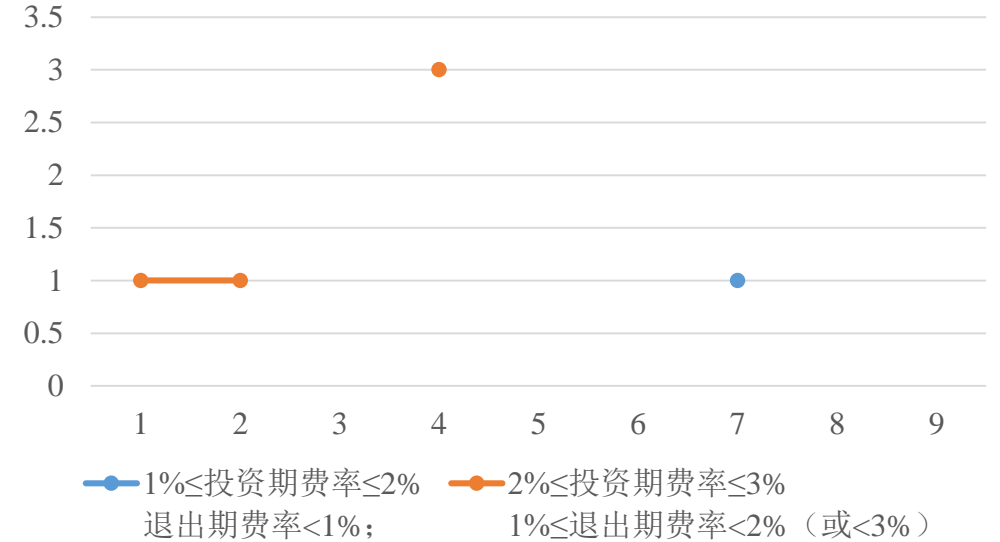


管理费费率

“投资期、退出期统一费率”趋势情况



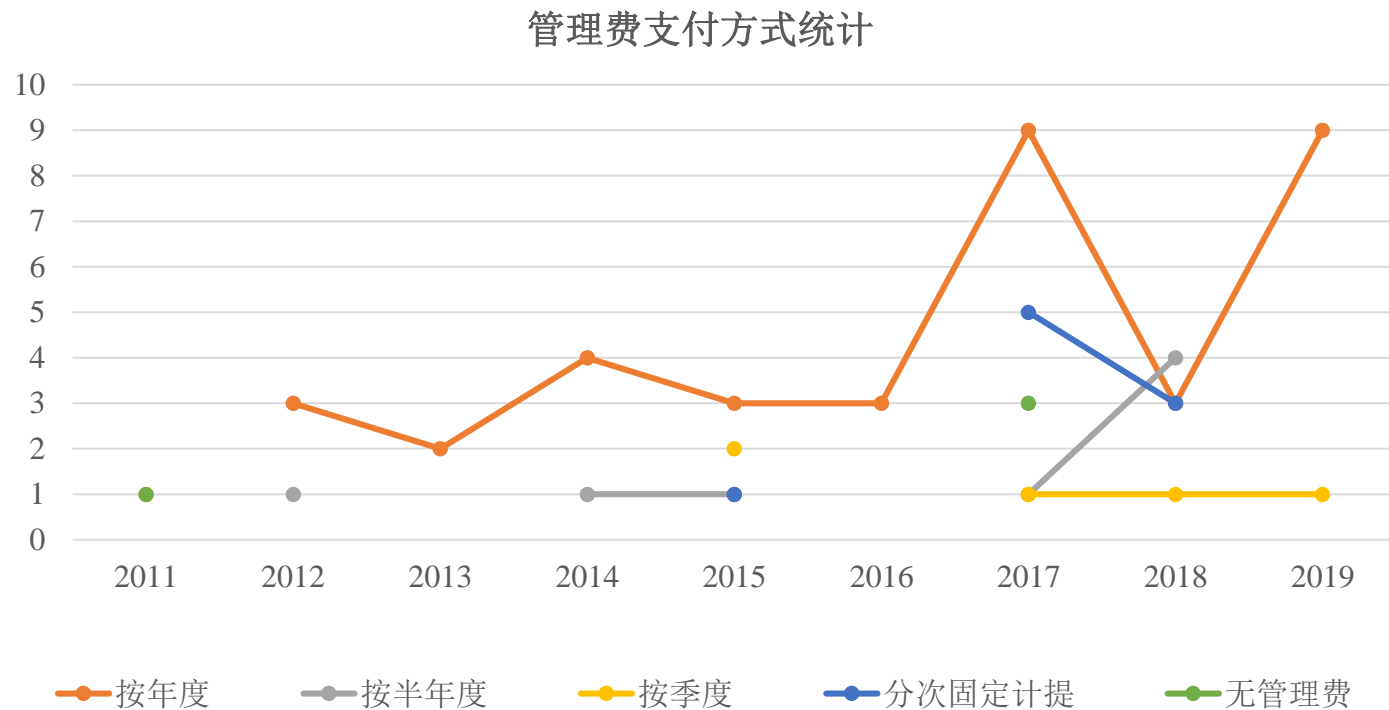
“投资期、退出期费率不同”趋势情况



- 在所有取样的私募基金合同中，**约定管理费在投资期、退出期内统一费率的项目平均占比为71%，是绝大多数基金交易的选择**，而约定投资期、退出期费率不同的基金合同整体占比则比较少，平均约8%。
- 在约定投资期和退出期管理费费率统一的全部项目中，费率主要集中在2%，平均占比约61%，可见**2%的管理费费率是大多数基金项目可接受的选择**；而在投资期、退出期费率不同的项目中，费率主要集中在“2%≤投资期费率≤3%、1%≤退出期费率<2%（或<3%）”这一区间之内。

管理费支付方式

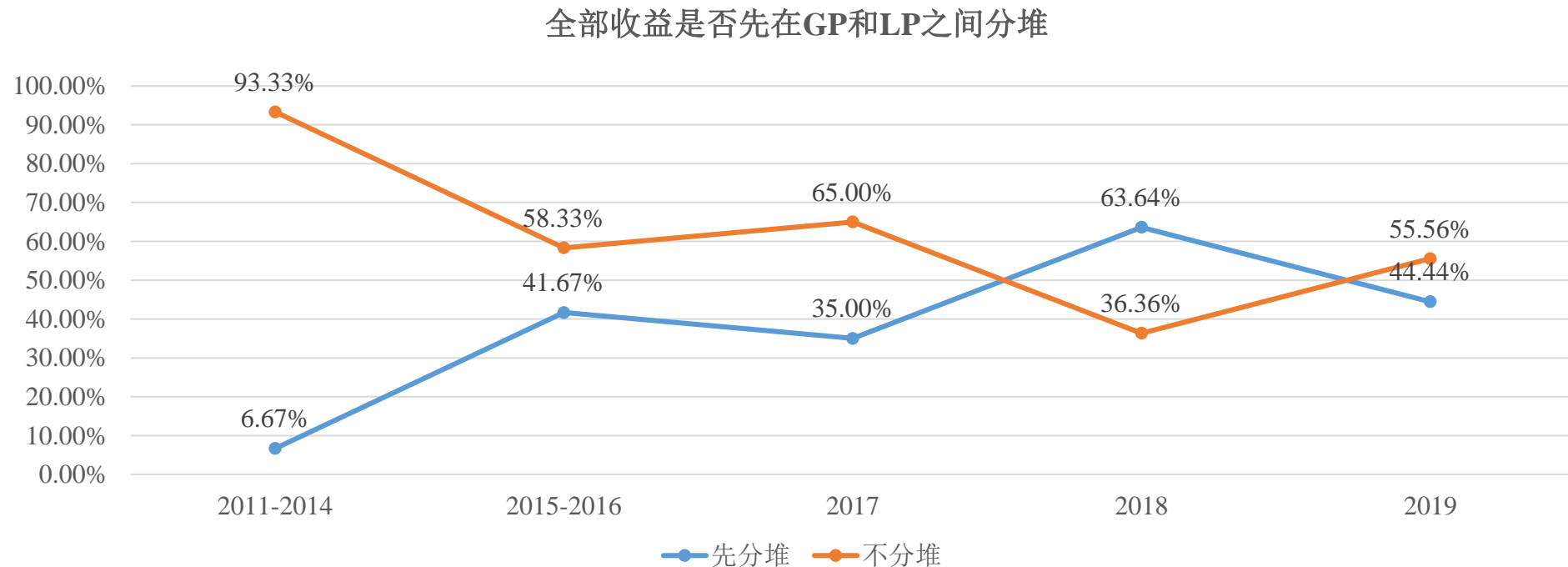
- 在2011年至2019年的基金项目中，**管理费的主流支付方式为按年度支付**（50%），其次分别为分次固定计提（占18%）、按半年支付（占11%）；相反，按季度或月度计提比较少见。
- 另外，可以看出自**2015年后，管理费的支付方式逐渐多样化**，按半年度、季度、固定时点计提等情况的出现频率较之前逐渐增多。



注：分次固定计提包括一次性计提以及在固定时点（如首次交割时、收益分配时等）分2-3次计提的情形。

收益分配——GP出资对应收益分配

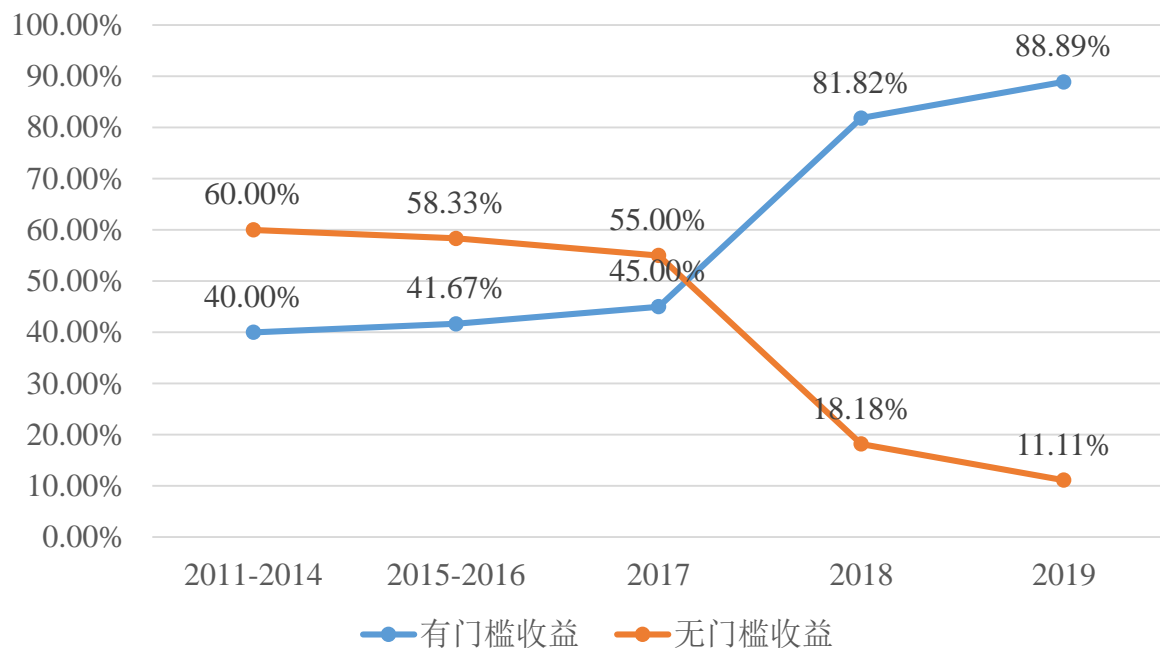
- 因为GP出资部分的收益属于GP自我管理的成果，按照更为符合商业逻辑的分配方式，此部分收益应先直接分配给GP，而不应该放在整个合伙企业的可分配收益中向所有的合伙人进行分配。因此，私募基金实践中有大量项目在进行收益分配时采取“先在GP和LP之间分摊”的方式，即**可分配收益先在GP和LP之间按投资成本分摊比例初步划分，划分给GP的部分直接分配给GP，划分给LP的部分再在GP和LP之间进行分配。**
- 这一分配方式在2011年-2014年只占6.67%，但随着时间的推移，由于其内在逻辑的合理性，市场接受度也越来越高，至2018年已经上升到了63.64%，2019年占比虽略有回落也依旧有44.44%。



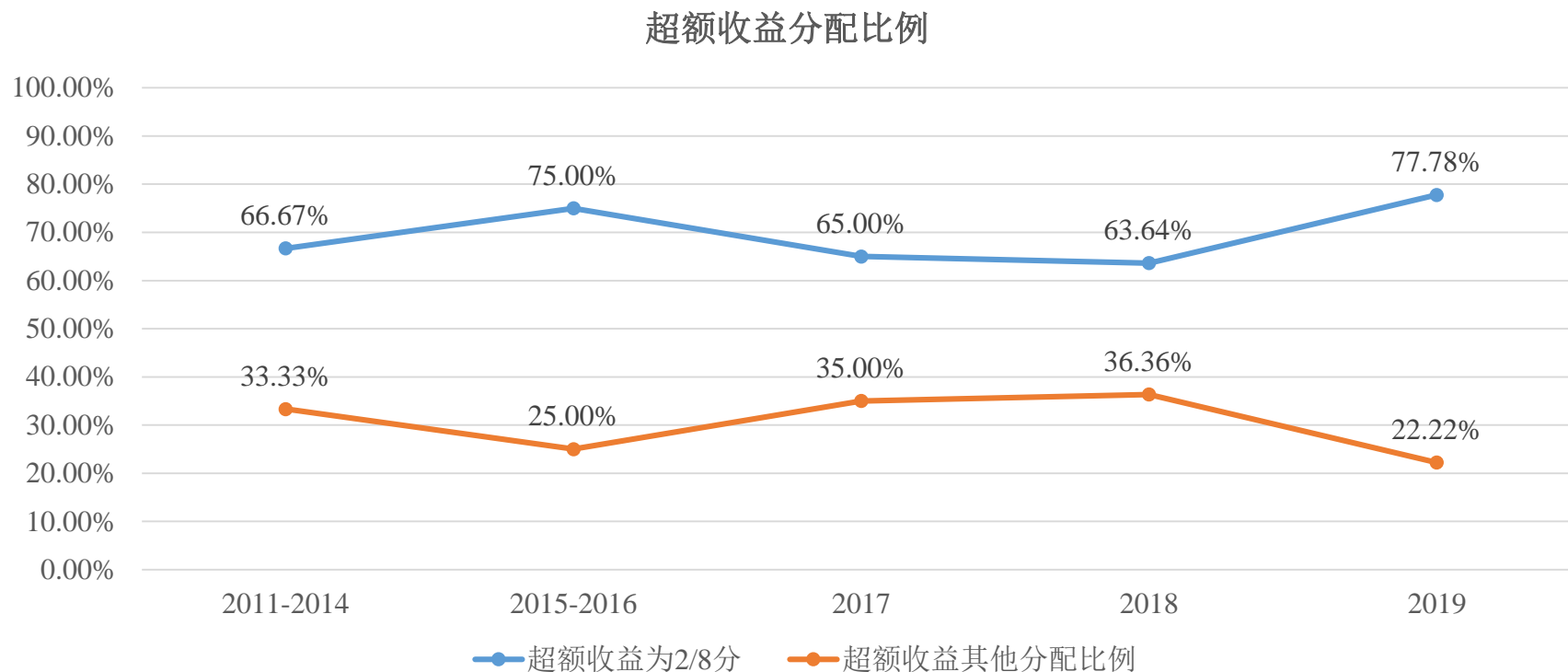
收益分配——LP门槛收益

- LP的门槛收益是指GP在取得绩效分成前，**LP须在收回其投资本金之外优先取得的一定年化比例的收益。**
- 2011年至2014年，只有40%的项目存在这一条款，但随着年份的变化，这一比例逐年提升，2019年已经达到了88.89%，成为市场的绝对主流。

LP有无门槛收益

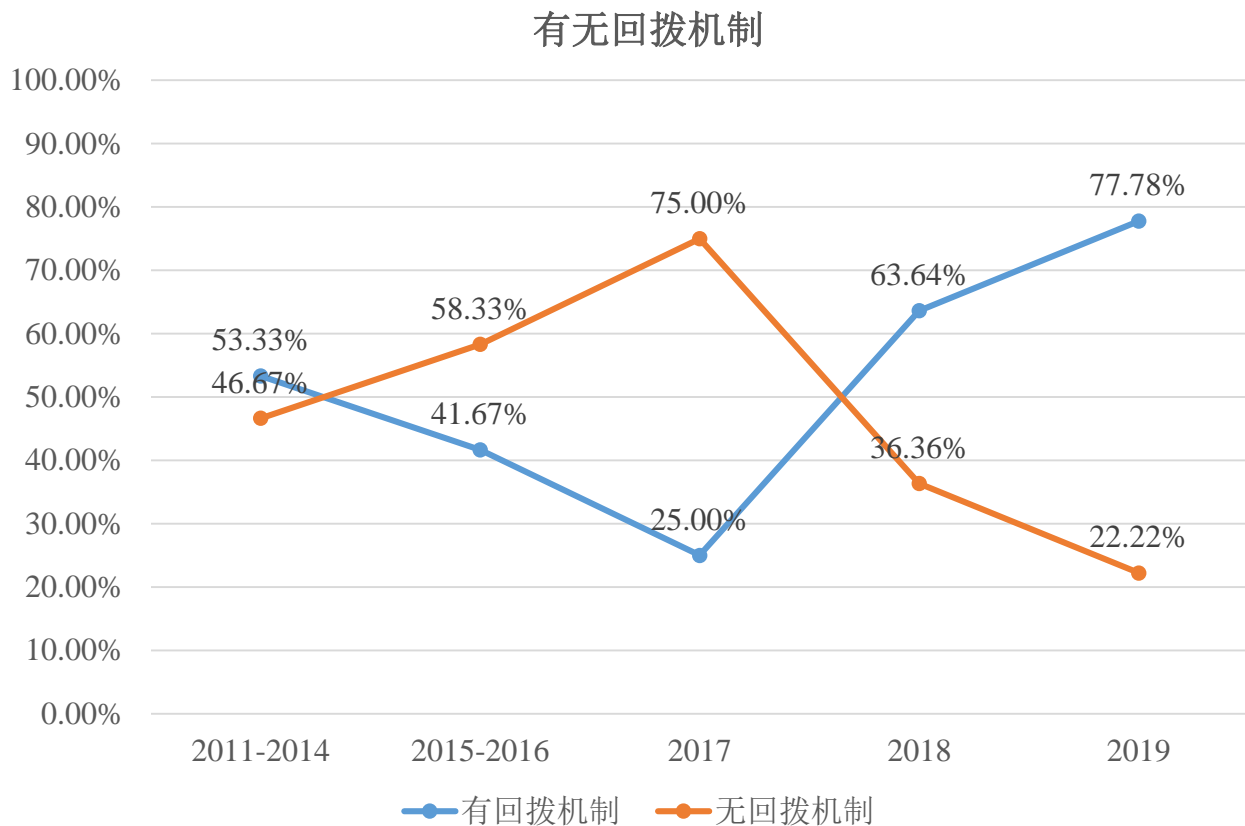


收益分配——超额收益分配



- 从2011年至2019年，在所有取样调研的私募基金合同之中，超额收益分配比例为2/8分的项目最为常见，虽然偶有波动，但占比一直稳定在60%以上，在2019年时最高占比达到了约78%，可以说一直占据着私募基金实践中超额收益分配比例的主流。
- 同时，市场上也一直存在着其他分配比例的约定方式，根据我们的统计数据，采取其他比例约定方式的项目占比约稳定在30%左右，随年份变化不大。

收益分配——回拨机制

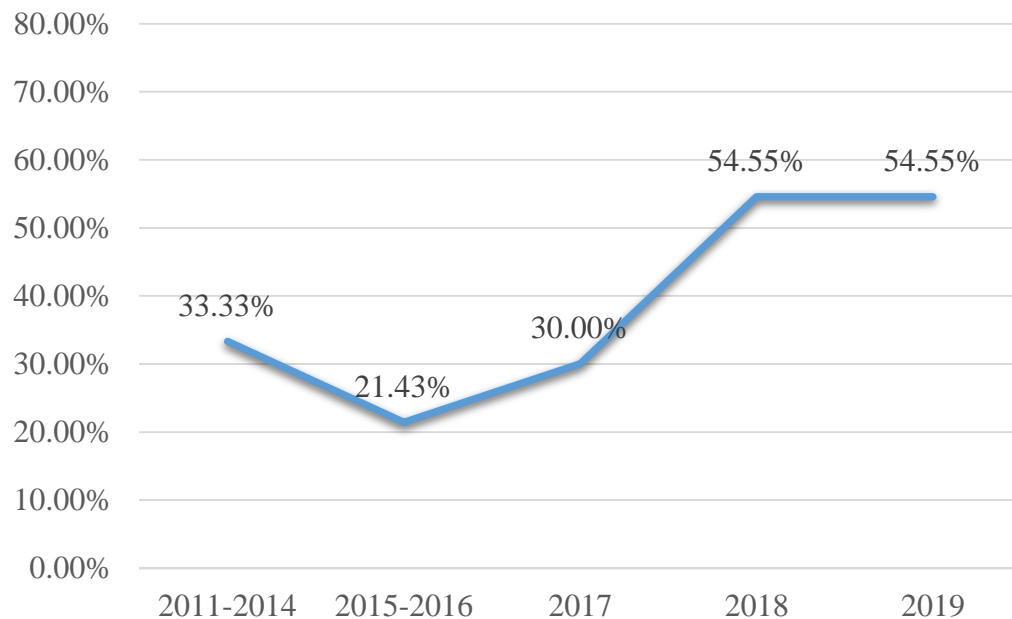


- GP取得超额收益后的回拨机制近年来也逐渐成为私募基金合同的标配条款。
- 整体来看，在2011年至2016年间，是否有回拨机制这一问题在基金实务尚未形成明确的趋势，有/无回拨机制约定的项目基本各占一半；但是自2017年起，存在回拨机制条款的项目占比越来越高，从25.00%上升至2019年的77.78%。

关键人士

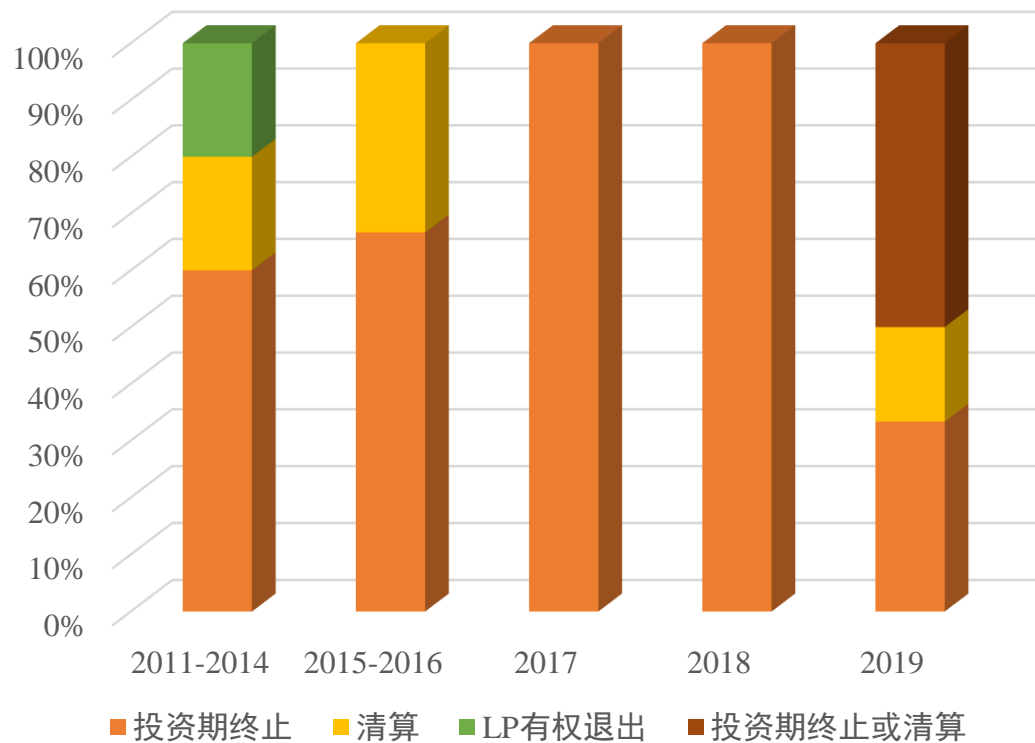
- 在全部抽样样本中，2011年至2017年间，设置有关键人士条款的基金合伙协议占比约在25%左右，虽有波动但整体变化不大；但这一数据从2018年开始显著提高并稳定在了55%左右。
- 可见，随着私募基金市场的逐渐成熟，基金的关键人士（通常为基金发起人、GP的高级管理人员或核心人士）作为LP投资基金的核心动力之一，而关键人士对基金能否投入全部精力、可否遵守竞业禁止承诺等，也成为LP关注的重点事项，近年来已经成为基金的常规条款。

有无关键人士条款



关键人士

发生关键人士事件且无替代人选的后果



若发生关键人士事件，基金应中止投资期并寻找关键人士的替代人选，若无法找到或该等人选没有得到LP的认可，则：

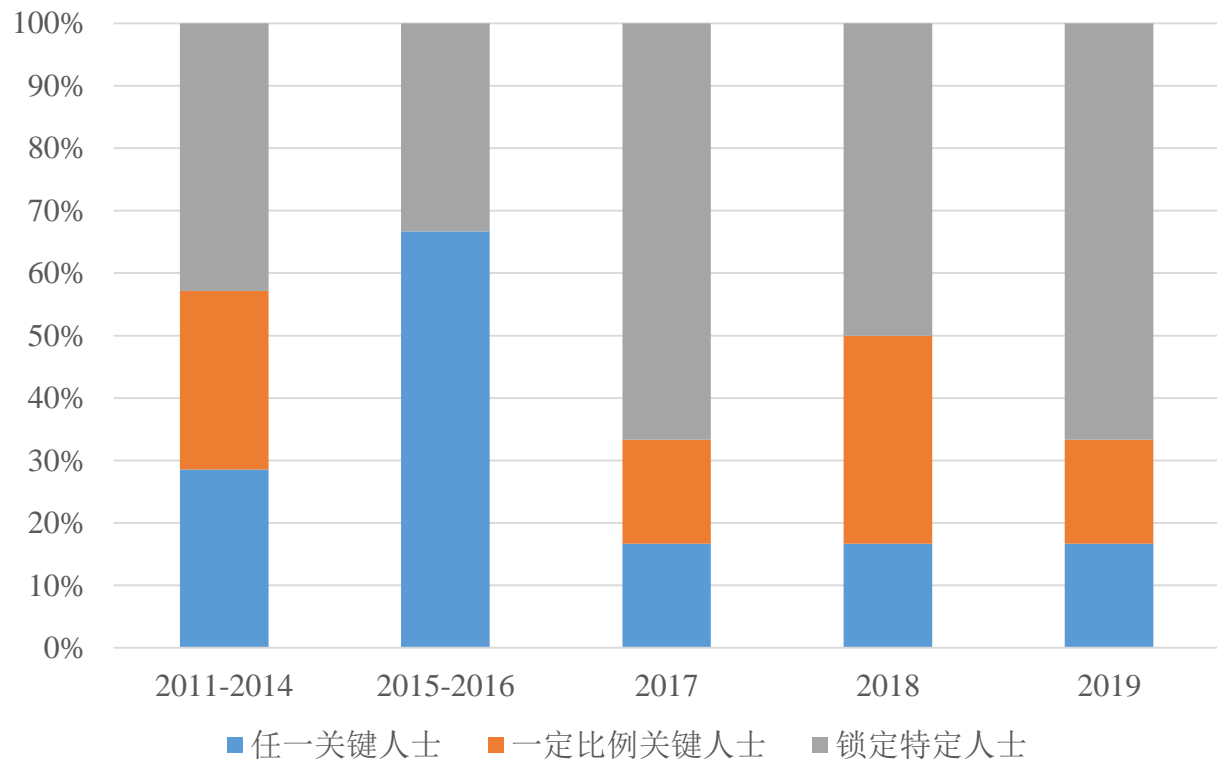
(1) **最为常见的后果是投资期终止**：在全部样本中，约定有投资期终止后果的合伙协议最低也占到了50%以上，甚至在2017年、2018年达到了100%；

(2) 2011年至2016年，少数合伙协议还约定了直接清算或者LP退出的后果，但因实操中的难度，从2016年以后这些特殊处理方案逐渐被主流的“投资期终止”后果所取代；

(3) 从2019年开始，有60%的合伙协议约定了允许合伙人大会届时再决定是直接进行清算基金，还是投资期终止而进入退出期。**这也从侧面反应随着市场的发展，基金投资人也趋向理智和成熟，对于基金清算这类重大事项的决策机制的安排更为灵活，不再简单约定某一事项直接触发清算，而是将其留给合伙人会议按照届时具体情况投票决定。**

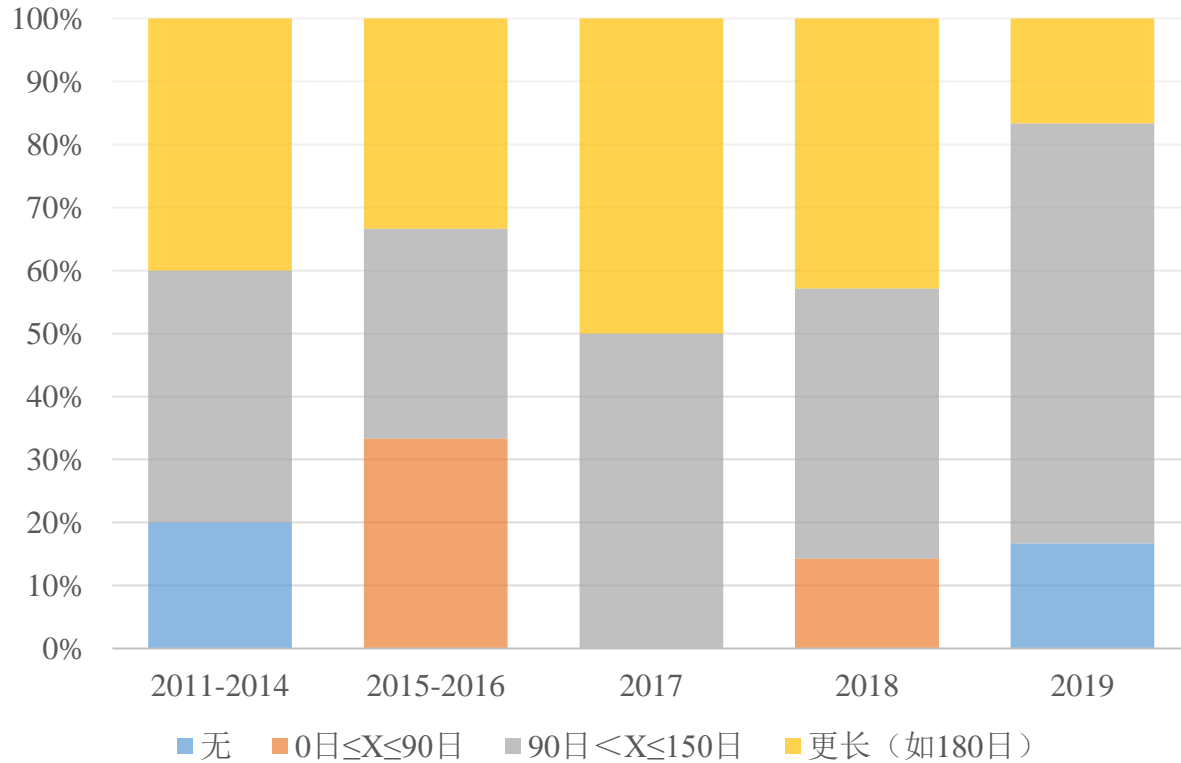
关键人士条款的触发人数

- 实践中，根据基金的实际情况，关键人士事件的触发有“任一关键人士变化即可触发”、“锁定一定比例的关键人士”或“特定关键人士触发”三种约定方式。总体来说，这三种约定都较为常见。
- 2011年至2016年，约有30%-70%的项目要求任一关键人士发生变化即可触发关键人士事件，较为严格。
- 2016年以后，越来越多的基金开始仅锁定特定人士或锁定一定比例的关键人士（如三分之一或三分之二等），2017年至2019年这两项的比例之和均大于80%。**可见LP对基金关键人士的管理和锁定预期趋于灵活，不再一刀切地要求锁定全部关键人士，而是更加关注特定人士和整个团队对基金的作用。**



关键人士条款的替代方案期限

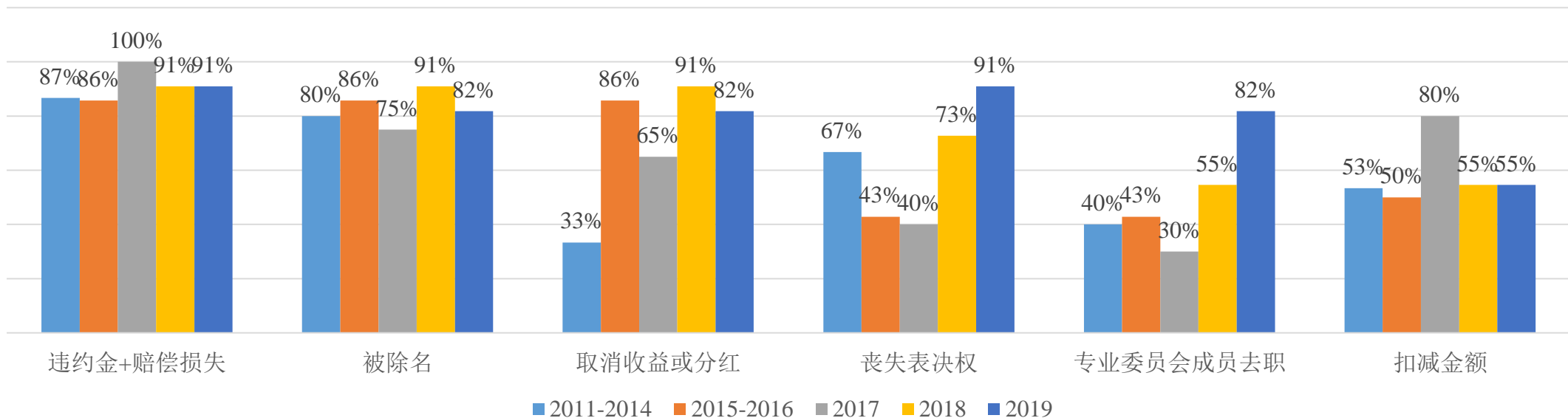
寻找替代方案的期限



- 在关键人士事件发生后，只有极少部分的项目会直接触发后果（如投资期终止、清算等）。主流做法是给予基金一定的限期寻找替代方案，在此期间投资期中止，若替代方案被多数合伙人认可，则投资期恢复。自2011年至2019年，约定了替代方案期限的合伙协议占比平均有80%-100%。
- 而期限上也较为宽松，大部分项目都会约定一个大于90日的期限，约定不超过90日在个别年份仅占到10%-30%左右。
- 可见在替代方案这一问题上，目前普遍会给予基金一个较为宽松的期限，直接触发基金的投资期终止或清算不符合投资者的利益诉求，投资期中止以待替代方案达成后重新开始运作投资更符合投资者的期待。**

违约责任

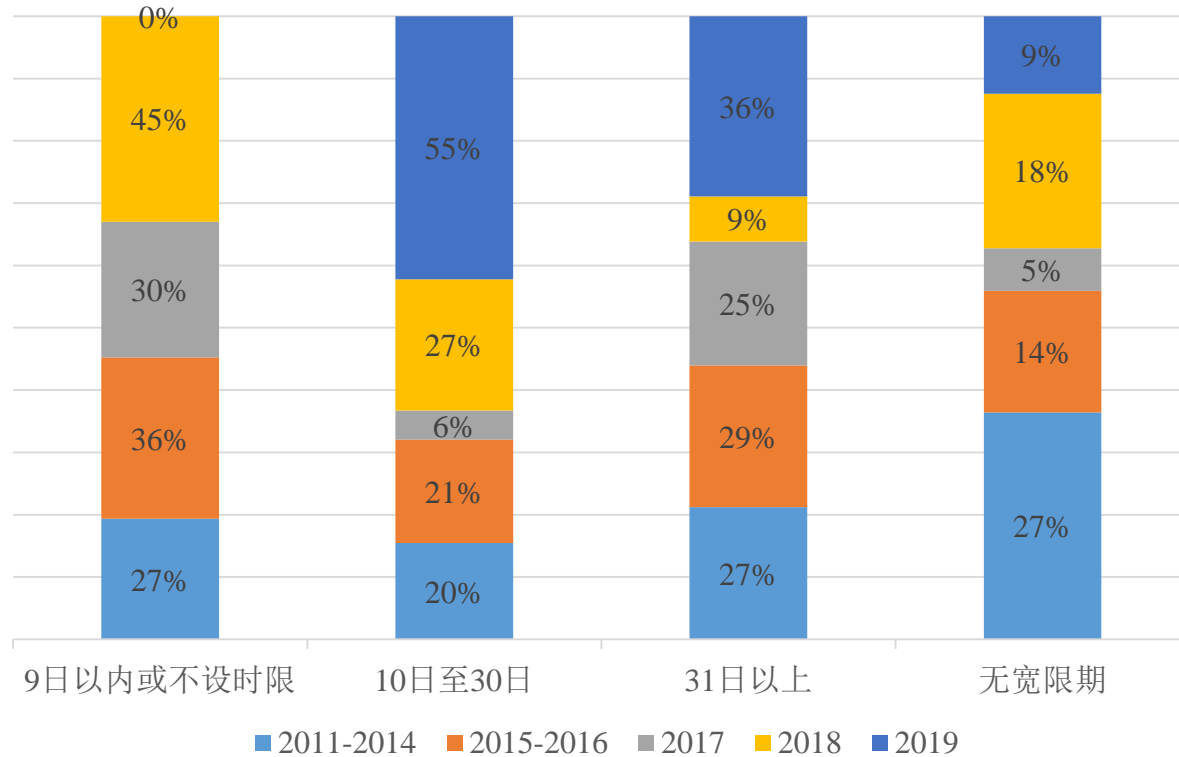
LP出资违约后果统计



- 从全部抽样样本来看，几乎所有的合伙协议都约定了5种以上的LP出资违约后果；其中，支付违约金并赔偿给合伙企业造成的损失、被除名是最为常见的违约后果，平均出现频率分别达到了91%和83%；
- 从2011年至2019年，在LP被认定为出资违约时，“丧失表决权”和“向专业委员会委派的成员自动去职”这两种后果的出现频率不断升高，并于2019年分别达到91%和82%。**可见，LP的表决权和专业委员会委派成员的权利正在逐年受到重视，并同LP的按时缴资义务相挂钩；**
- 除上表所列的违约后果之外，自2017年开始常见的违约后果还有**“没收LP实缴出资对应的全部或部分（50%较为常见）投资收益分配给守约合伙人”等，对于出资违约LP的责任越来越重。**

宽限期条款

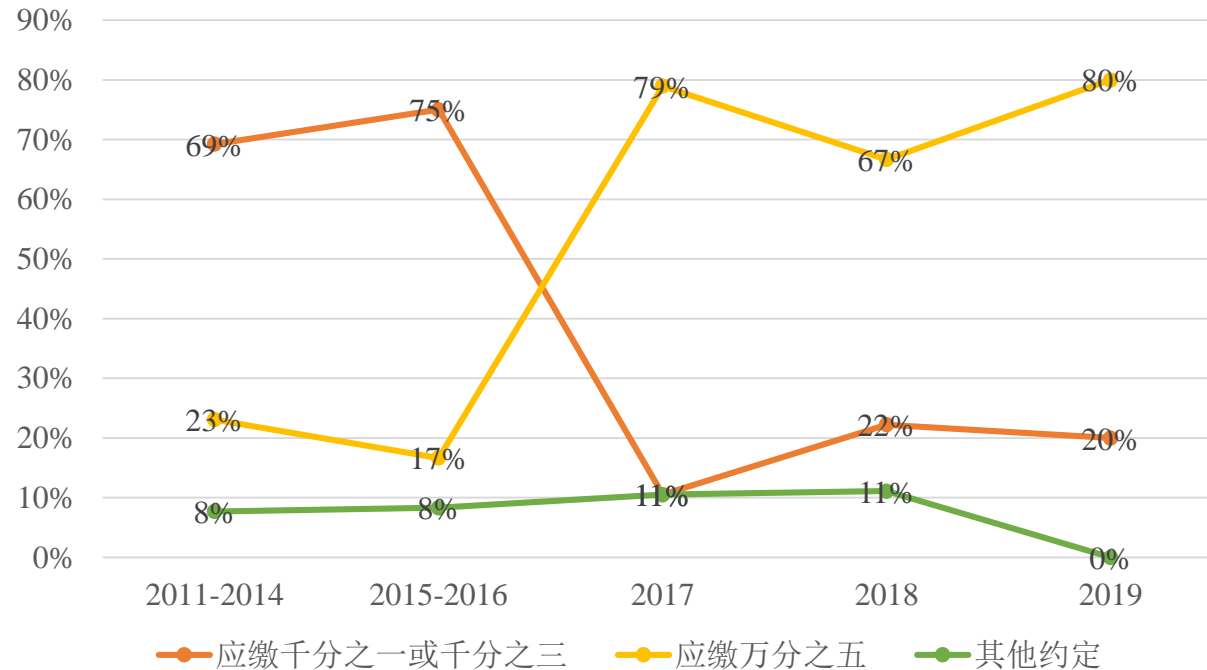
逾期出资的宽限期设置



- 2016年以前，各项目的逾期出资宽限期设置数据呈现出较为分散的状态，**无固定规律，可见彼时私募基金市场尚未就宽限期设置问题形成主流趋势**；自2017年开始，将宽限期约定在10日-30日之间的项目数量开始逐年增多，直到2019年达到**55%**，成为市场上最为常见的宽限期安排，其次是约定31日以上宽限期的项目占比36%；相应地，无宽限期条款、不设时限或者时限较短的项目成为少数案例；
- 在全部项目当中，5日、10日、15日、30日、60日、90日是较为常见的宽限期时间设置。

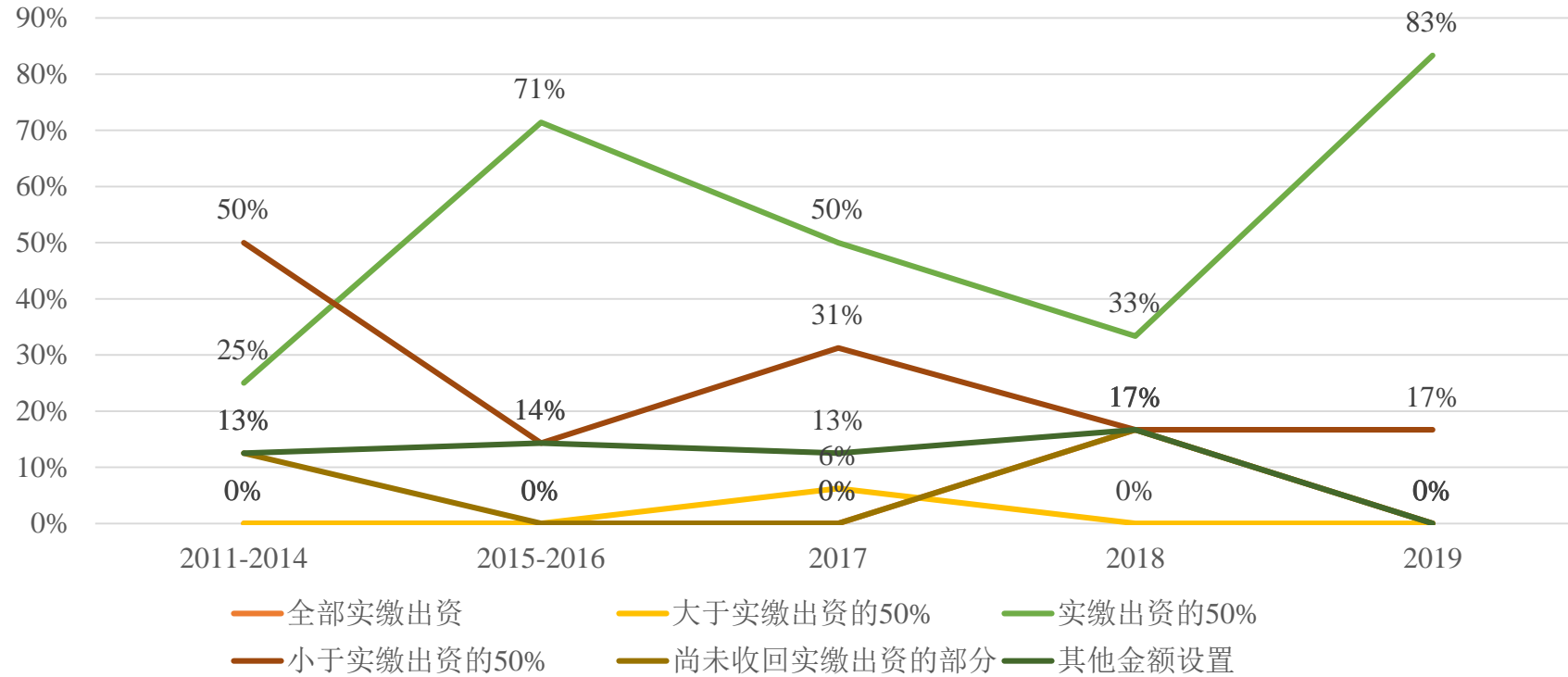
宽限期条款 (续)

宽限期内滞纳金费率统计



- 2011年至2016年，宽限期内滞纳金费率以逾期合伙人当期应缴金额的千分之一/日或千分之三/日为主；但是从2017年开始，应缴金额的万分之五/日成为更多项目的选择，占比分别达到了79%（2017年）、67%（2018年）和80%（2019年）。
- 可见在滞纳金问题上，市场面对逾期出资违约合伙人的态度显现出逐年相对宽松的态势，这可能与LP可承受的预期相关。

扣减金额趋势统计

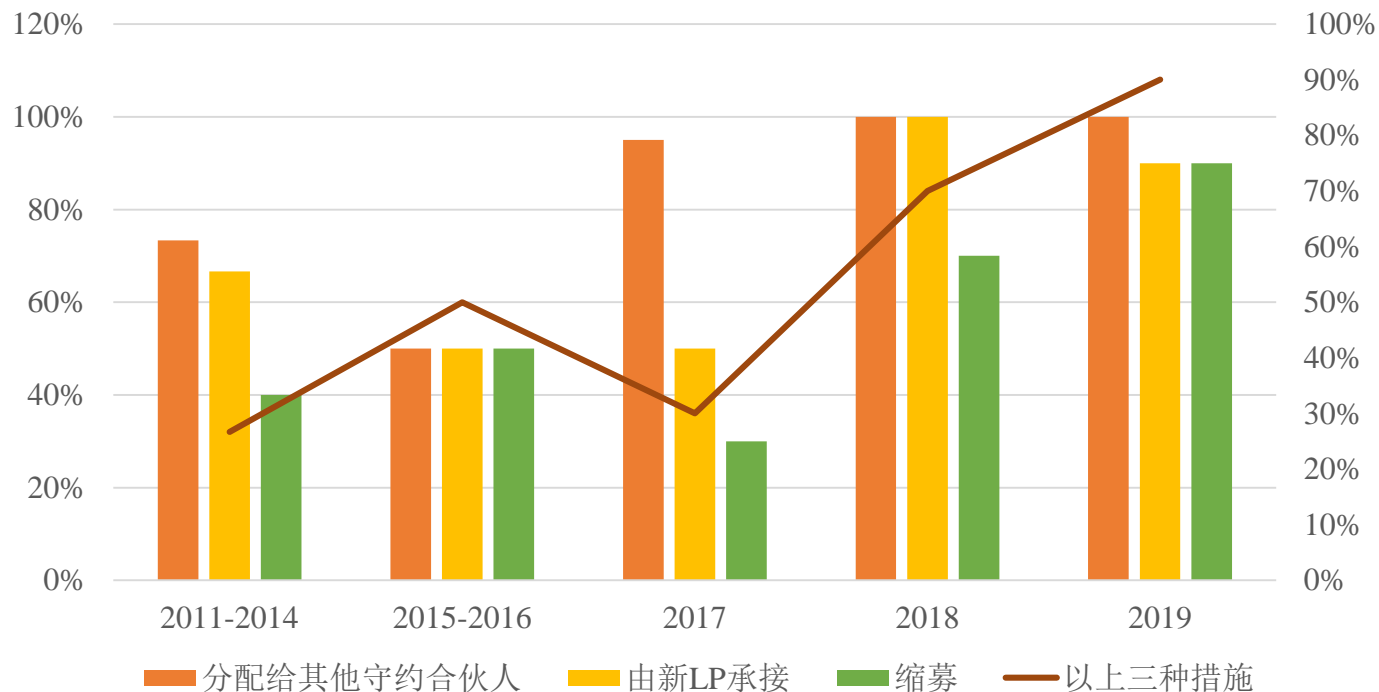


在所有约定了对违约LP的合伙份额进行扣减以分配给守约合伙人的项目中，关于扣减金额的计算问题：

- 从2015年开始，约定扣减违约LP实缴50%的项目占比已达到了71%，并于2019年达到了83%。实际上尽管占比存在波动，但约定扣减实缴50%的项目数量自2015年以后一直处于绝对的领先地位；相反，约定扣减金额小于实缴50%的项目从2011年-2014年的50%下降到了17%，扣减尚未收回实缴出资的部分（如实缴中尚未使用部分的70%等）或者扣缴金额大于实缴的50%等项目占比都出现了不同程度的下降趋势。**可见，中位数的约定方式已逐渐被大部分项目所采纳。**

违约扣减金额（续）

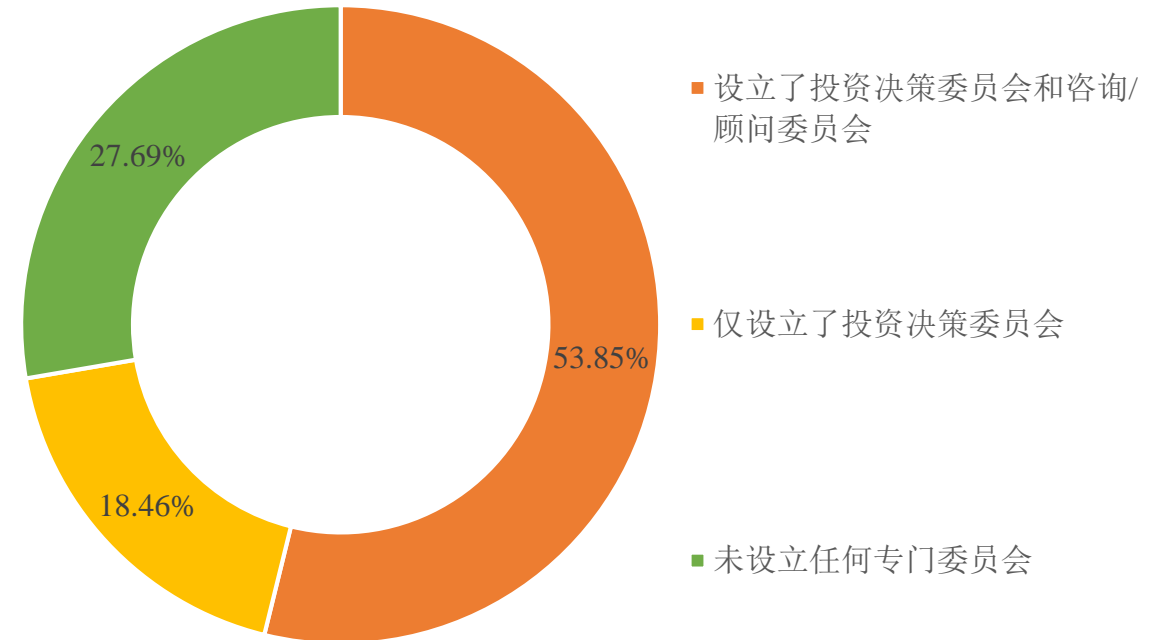
如何处理违约LP未出资份额



- 对于LP被认定为违约合伙人而尚未完成实缴的那部分出资额，实践中有左侧表提及的三种方案。可以看出，随着时间变化，合伙协议同时约定三种措施并由GP根据不同情况选择采取的项目逐年增多，从2011年-2014年的27%，到2018年的70%，再到2019年的90%。
- 可见，私募基金合伙协议的约定正在逐渐完备，面对违约合伙人未能完成实缴的出资，近年来，基金正采取更加开放的态度且赋予了GP更多权力。

专门委员会设置

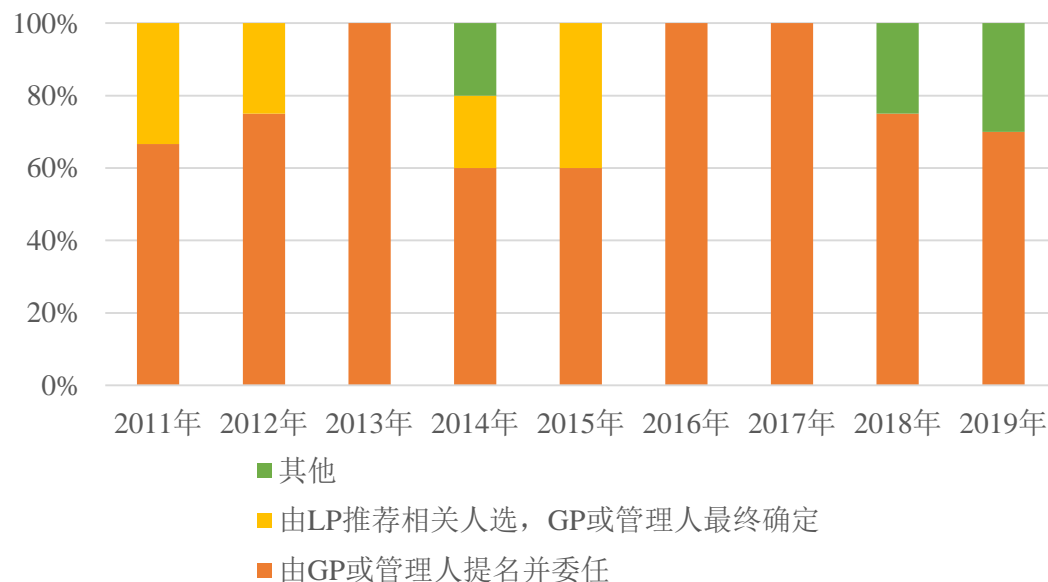
- 整体来看，在我们抽样的全部2011年至2019年的基金合同中，大部分基金均同时设立了投资决策委员会和咨询/顾问委员会，平均占比超过50%。
- 此外，也有部分基金仅设立了投委会，占比约为18.46%；而未设立任何的专门委员会的基金，占比约为27.69%，多为联接基金和专项基金。



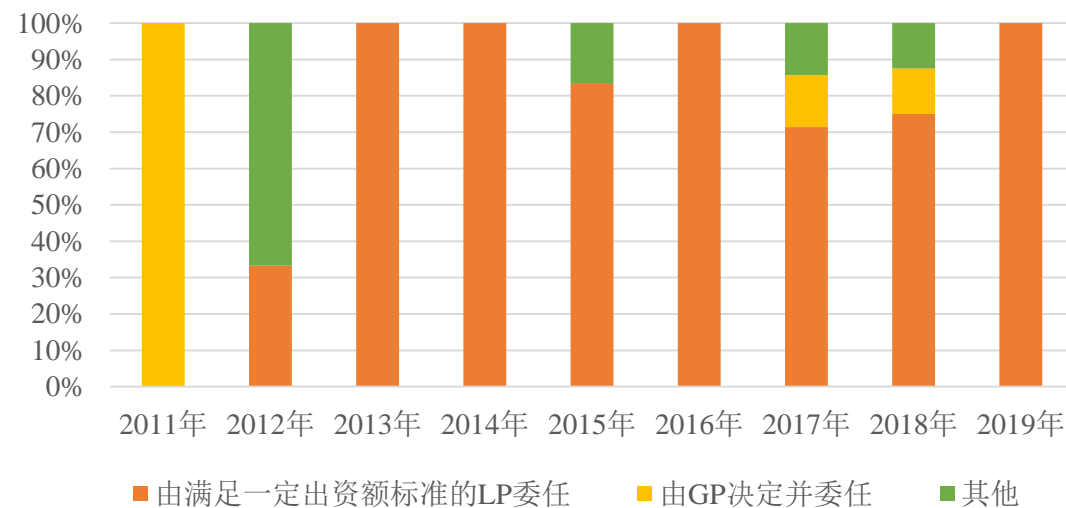
专门委员会的人员任职

- 在设有投资决策委员会的基金中（左图），**大多数基金的投委会成员均由GP或管理人委任，近年来部分基金也出现了LP有权委任投委会成员的约定，但占比不高。**此外，不同基金根据具体情况可能存在一些特殊安排，例如在投委会中设置外部委员并由合伙人会议进行委任等。
- 在设有顾问委员会的基金中（右图），**大多数基金的顾问委员会成员均由满足一定出资额标准的LP委任，**但部分基金中顾问委员会成员则是由经GP认可的LP来委任或是由GP根据LP的认缴出资额以及LP代表的背景、经验等独立决定人选。

投资决策委员会的人员任职情况



咨询/顾问委员会的人员任职情况



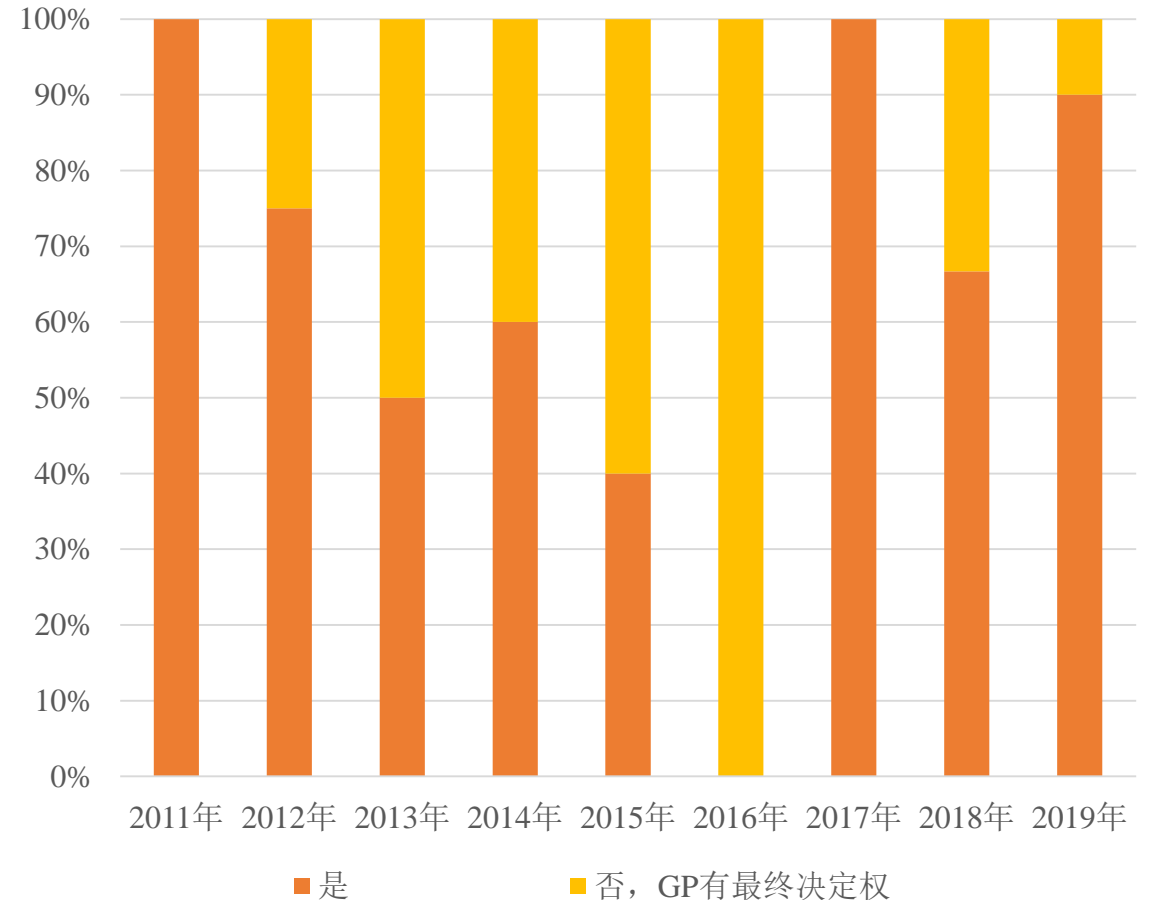
(1) IC中的“其他”包括：全部由LP委派，或是某些特殊安排如：由GP委派1名，每位劣后级LP委派1名，优先级LP共同委派1名等情形。

(2) AC中的“其他”包括：由GP邀请LP代表担任，由经GP认可的LP各自委任一名代表，或是GP根据LP的认缴出资及其对基金的战略意义来决定是否给予LP委派代表的权利等。

专门委员会的决策机制

- 在2011年至2019年间，**大多数基金的投资决策委员会对于投资事项都有最终决策权**，除2016年因为样本选择问题出现例外，其余年份的占比基本都在50%以上；也有部分基金将投资事项的最终决策权赋予GP，而投委会仅享有建议权。
- 另外，根据我们的统计，**投委会和咨询/顾问委员会的表决机制也存在一定的惯常安排**：
 - ✓ **投资决策委员会**：通常对于超出基金认缴总额的投资事项需要全体一致通过，部分未设置顾问委员会的基金对于关联交易也要求全票通过。一般表决事项多为过半数或者2/3以上通过，也有部分基金采用3/5或者3/4等表决通过比例；
 - ✓ **咨询/顾问委员会**：多数基金的顾问委员会采用过半数的表决机制；另外，通常对于关键人士条款的相关事项需要咨询/顾问委员会全体一致通过。

投资决策委员会的投资决定是否为最终决策



若您想获得更多专业资讯，
可关注百宸律师事务所微信
公众号。

百宸律师事务所

参与本次调研的主要合伙人：

创始合伙人 陈亦工律师

合伙人 何欣律师

合伙人 靳志梅律师

