

杨春宝 孙 瑱 / 著

Private Equity  
Fund

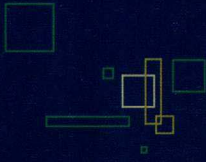
私募股权投资基金

风险防控操作实务

Practices  
on Risk  
Management

十大风控制度，十项风控条款  
构建一套完美私募基金风控系统  
从法律角度对私募基金的募、投、管、退提供风险控制方案

中国法制出版社  
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE



# Practices on Risk Management of Private Equity Fund

严格的风控体系，铸造坚固的私募帝国！

运营风险控制制度 投资者风险揭示制度  
合格投资者内部审核制度 私募基金宣传推介制度  
私募基金募集制度 信息披露制度

.....  
知情权条款 一票否决权条款  
竞业禁止条款 优先股条款  
反稀释条款 对赌条款  
.....



中国法制出版社  
官方微信



法律阅读  
从未如此有趣

上架建议 **私募·法律实务**

ISBN 978-7-5093-9316-1



9 787509 393161 >

定价：59.00元

杨春宝 孙 瑱 / 著

Private Equity  
Fund

私募股权投资基金

常州大学图书馆藏  
风险防控操作实务

Practices  
on Risk  
Management

中国法制出版社  
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

私募股权投资基金风险控制操作实务 / 杨春宝, 孙瑛著.

—北京: 中国法制出版社, 2018. 3

ISBN 978 - 7 - 5093 - 9316 - 1

I. ①私… II. ①杨…②孙… III. ①股权 - 投资基金 - 风险管理 - 研究 IV. ①F830. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 042121 号

策划/责任编辑: 任乐乐 (lele\_juris@163.com)

封面设计: 杨泽江

---

私募股权投资基金风险控制操作实务

SIMU GUQUAN TOUZI JIJIN FENGXIAN FANGKONG CAOZUO SHIWU

著者/杨春宝 孙瑛

经销/新华书店

印刷/三河市国英印务有限公司

开本/710 毫米×1000 毫米 16 开

版次/2018 年 3 月第 1 版

印张/17.5 字数/204 千

2018 年 3 月第 1 次印刷

---

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 9316 - 1

定价: 59.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

传真: 010 - 66031119

网址: <http://www.zgfzs.com>

编辑部电话: 010 - 66071862

市场营销部电话: 010 - 66033393

邮购部电话: 010 - 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010 - 66032926)

# 前 言

私募股权投资基金（业内称之为PE，即英文Private Equity）堪称20世纪经济领域的一项伟大发明，有力推动了科技企业乃至世界经济的发展。而私募股权基金行业在我国的发展仅有十几年的时间，可谓尚处于初始阶段，无论是市场对私募股权基金的认可度，还是私募股权基金自身的发展均处于较低水平。而近年来，随着国内企业融资需求和投资者投资需求的快速增长，私募股权基金的规模也得到快速扩张。根据中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）数据显示，截至2017年6月底，私募基金认缴规模为13.59万亿元，实缴规模9.46万亿元，其中股权类私募实缴规模5.83万亿元，较2016年增幅达34.8%。而截至本书截稿之日，总计9588<sup>①</sup>家<sup>②</sup>股权基金管理机构已向基金业协会登记为股权基金管理人。

然而，正是由于还处在发展初期，我国并没有太多针对私募股权基金或与之相关的法律法规，一方面，私募股权基金的运营缺少法律支持，另一方面，政府对私募股权基金的监管力度较弱，因而导致十几年来股权基金行业野蛮生长，股权基金管理机构良莠不齐，不少机构甚至从事公开募集、内幕交易、以私募股权基金为名的非法集资等违法违规活动。私募股权基金市场风险凸显。

监管层和相关行业自律组织也意识到了这一点，基金业协会于2014年2月发布了《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》，随后，中国证监

---

① 截至2018年2月28日协会官网的数据。

② 数据来源于基金业协会官网。

会于2014年8月出台了《私募投资基金监督管理暂行办法》，正式开始对股权基金管理机构在内的私募基金管理人进行登记，并对其管理的私募基金开展备案和自律管理工作。

为了进一步规范包括股权基金管理人在内的私募基金管理人及其管理的私募基金的各项活动，基金业协会于2016年2月发布了《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》（以下简称《公告》），要求新申请私募基金管理人进行登记、已登记的私募基金管理人发生重大事项变更，需通过私募基金登记备案系统提交中国律师事务所出具的法律意见书。此后，基金业协会陆续发布了《私募投资基金管理人内部控制指引》《私募投资基金信息披露管理办法》《私募投资基金募集行为管理办法》等私募行业自律规则，旨在督促私募基金管理人履行诚实信用、谨慎勤勉的受托人义务，在管理私募基金的过程中进行切实有效的风险控制，以保护投资者合法权益，促进私募基金行业规范健康发展。

自《公告》发布以来，凭借多年来为私募行业客户提供相关法律服务的丰富经验，笔者已为众多股权基金管理机构登记为股权基金管理人以及进行重大事项变更出具了初始登记法律意见书和专项法律意见书，并在出具法律意见书的过程中为该等机构建立或完善了相应的风控体系，包括为其制订全套风控制度等。在提供服务的过程中，笔者深切感受到，建立健全的风险控制制度并有效运行，不仅仅是满足监管部门的监管要求，更是私募股权基金管理人自身健康发展的迫切需求。

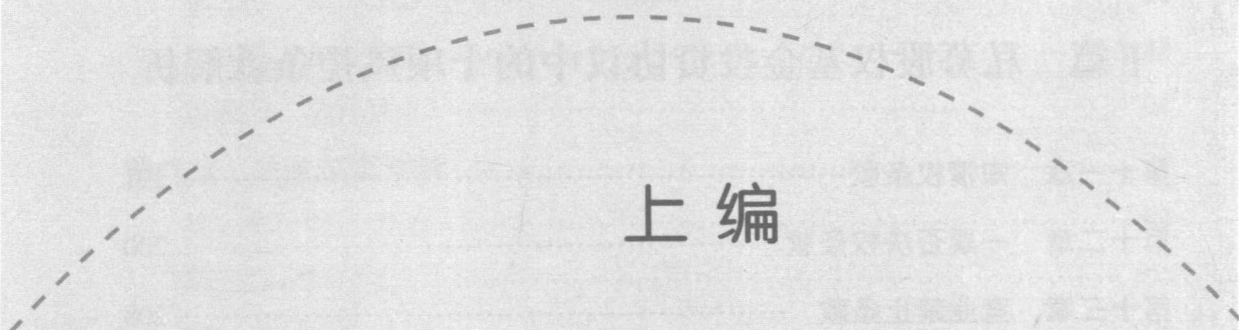
高风险总是与高收益如影随形。就私募股权基金而言，风险存在于基金募集、投资、管理、退出的每个环节，且风险不仅来自外部环境，也存在于基金管理人与基金自身。只有有效地识别、控制及规避风险，才能保证投资收益的实现，因此，私募股权基金管理人必须防患于未然，做好风险控制。所谓风险控制，是指基金管理人通过建立严谨、有效、可行的制度，采取各种措施和方法，消灭或减少风险事件发生的各种可能性，或者减少风险事件发生时造成的损失。

鉴于目前已出版的私募股权基金法律专业书籍，大多是对私募股权基金的

筹备、运营和管理的整体介绍和分析，尚无专门针对私募股权基金风险控制方面的作品。因此，笔者希望通过对于风险控制制度和股权投资风控条款的详细介绍、分析，为广大私募股权基金管理人以及有志于从事私募股权基金运营的人士提供有益参考。本书上篇根据监管层的监管要求和基金管理人自身经营发展的需求，对监管层要求私募股权基金管理人必备的以及股权基金管理人在实践中所必需的十大风控制度从制订目的、制订依据、制度要点和执行要点等多个角度进行详细介绍，并附上相关参考模板和案例。本书下篇则结合私募股权基金行业的惯例和笔者的法律服务经验，对私募股权投资协议中的十大常用风险控制条款进行具体剖析，并提供了各种参考条款。

需要说明的是，风险控制是个系统工程，本书着重从法律角度对私募基金的募、投、管、退过程中的风险控制为私募股权基金管理人提供方案，而企业运营的其他法律风险控制则可参考杨春宝律师与程强律师合著的《公司全程法律风险防控实务操作与案例评析》。

杨春宝 孙瑛  
二〇一八年春



# 上编



# 目 录

## Contents

### 上篇 私募股权基金管理人十大必备风险控制制度

第一章 运营风险控制制度 .....	3
第一节 制订依据 .....	4
第二节 制订要点 .....	4
第三节 参考模板 .....	14
第四节 执行要点 .....	17
第二章 投资者风险揭示制度 .....	20
第一节 制订依据 .....	22
第二节 制订要点 .....	25
第三节 参考模板 .....	30
第四节 案例解读 .....	35
第三章 合格投资者内部审核制度 .....	41
第一节 制订依据 .....	43
第二节 制订要点 .....	49
第三节 参考模板 .....	54
第四节 执行要点 .....	59
第四章 私募基金宣传推介制度 .....	65
第一节 制订依据 .....	66

第二节	制订要点 .....	69
第三节	参考模板 .....	72
第四节	执行要点 .....	76
<b>第五章</b>	<b>私募基金募集制度 .....</b>	<b>79</b>
第一节	制订依据 .....	80
第二节	制订要点 .....	84
第三节	参考模板 .....	88
第四节	执行要点 .....	94
<b>第六章</b>	<b>信息披露制度 .....</b>	<b>97</b>
第一节	制订依据 .....	98
第二节	制订要点 .....	100
第三节	格式指引 .....	104
第四节	参考模板 .....	107
第五节	执行要点 .....	113
<b>第七章</b>	<b>防范内幕交易、利益冲突的投资交易制度 .....</b>	<b>116</b>
第一节	制订依据 .....	118
第二节	制订要点 .....	122
第三节	参考模板 .....	124
第四节	案例解读 .....	130
<b>第八章</b>	<b>投资决策委员会议事规则 .....</b>	<b>133</b>
第一节	制订依据 .....	134
第二节	制订要点 .....	134
第三节	参考模板 .....	137
第四节	执行要点 .....	145
<b>第九章</b>	<b>投后管理办法 .....</b>	<b>148</b>
第一节	制订依据 .....	149
第二节	制订要点 .....	150
第三节	参考模板 .....	153
第四节	执行要点 .....	161

第十章 机构内部交易记录和档案管理制度 .....	163
第一节 制订依据 .....	165
第二节 制订要点 .....	169
第三节 参考模板 .....	172
第四节 执行要点 .....	186

## 下篇 私募股权基金投资协议中的十项风控条款解析

第十一章 知情权条款 .....	191
第十二章 一票否决权条款 .....	200
第十三章 竞业禁止条款 .....	208
第十四章 创始人股权转让限制及股权兑现条款 .....	216
第十五章 优先股条款和优先权条款 .....	223
第十六章 反稀释条款 .....	234
第十七章 对赌条款 .....	242
第十八章 创始人股权回购条款 .....	251
第十九章 共同出售权条款 .....	258
第二十章 强制出售权条款 .....	264

# 私募股权基金管理人十大 必备风险控制制度



## 第一章 运营风险控制制度

作为基金业协会要求私募基金管理人必须具备的各项风控制度之一,运营风险控制制度贯穿股权基金整个投资和运作过程的始末,旨在控制股权基金投资运作过程中的整体风险,内容涵盖股权基金的组织架构、防火墙机制、分工与授权制度、风险监控与追责机制等。因此,其重要性不言而喻。

我们理解,要制定一项完善的《运营风险控制制度》,必须把握以下五项原则:

全面性,即应全面覆盖基金运营的各项工作和各级人员和各个环节;

审慎性,即应以审慎经营为目的建立相应的组织架构和内部控制制度;

独立性,即应保持风险控制的独立性和权威性;

有效性,即应符合国家相关法律法规并须全员严格遵守;

适时性,即应根据国家政策法规的变化、公司内部环境的改变以及业务的发展和调整适时进行修改和完善。

## 第一节 制订依据

运营风险控制制度的主要制订依据为基金业协会发布的《私募投资基金管理人内部控制指引》(以下简称“《内控指引》”),具体规定如下:

**第十条** 私募基金管理人组织结构应当体现职责明确、相互制约的原则,建立必要的防火墙制度与业务隔离制度,各部门有合理及明确的授权分工,操作相互独立。

**第十五条** 授权控制应当贯穿于私募基金管理人资金募集、投资研究、投资运作、运营保障和信息披露等主要环节的始终。私募基金管理人应当建立健全授权标准和程序,确保授权制度的贯彻执行。

## 第二节 制订要点

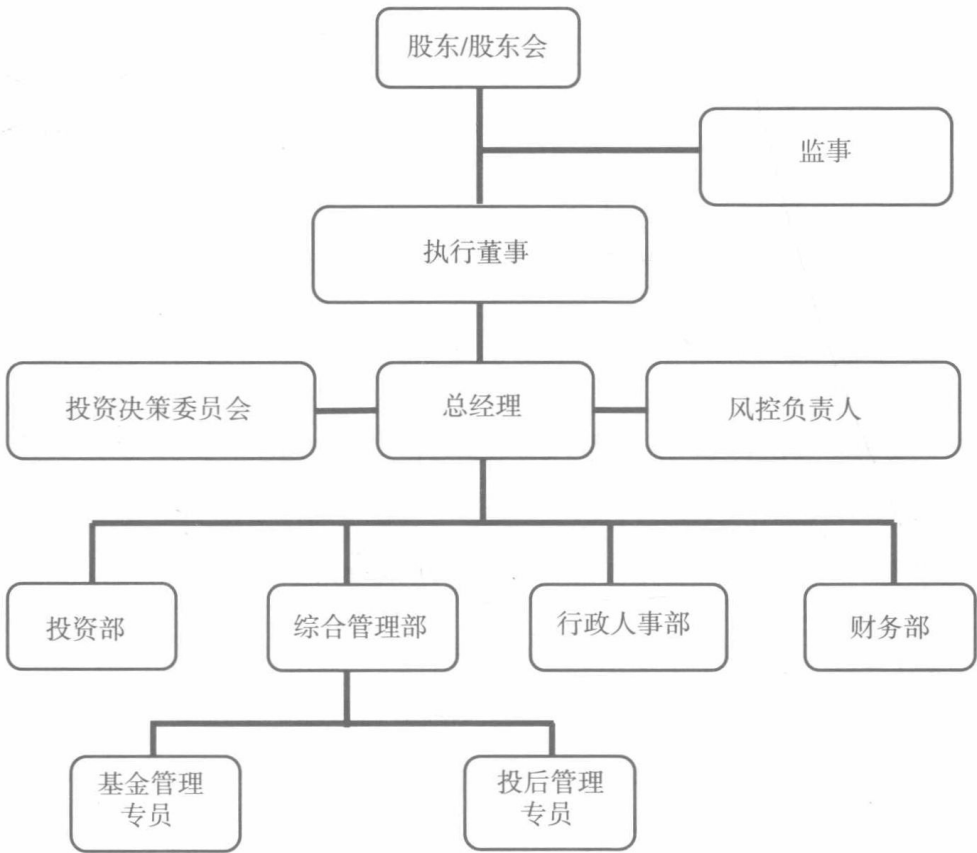
根据《内控指引》的要求,运营风险控制制度的制订要点应当包括:

1. 职责明确、相互制约的组织架构;
2. 必要的防火墙与业务隔离制度;
3. 贯穿于资金募集、投资研究、投资运作、运营保障和信息披露等环节的授权控制制度(包括授权标准和程序)。

此外,既然有分工和授权,那么相应的风险监控与责任追究机制也是必不可少的。

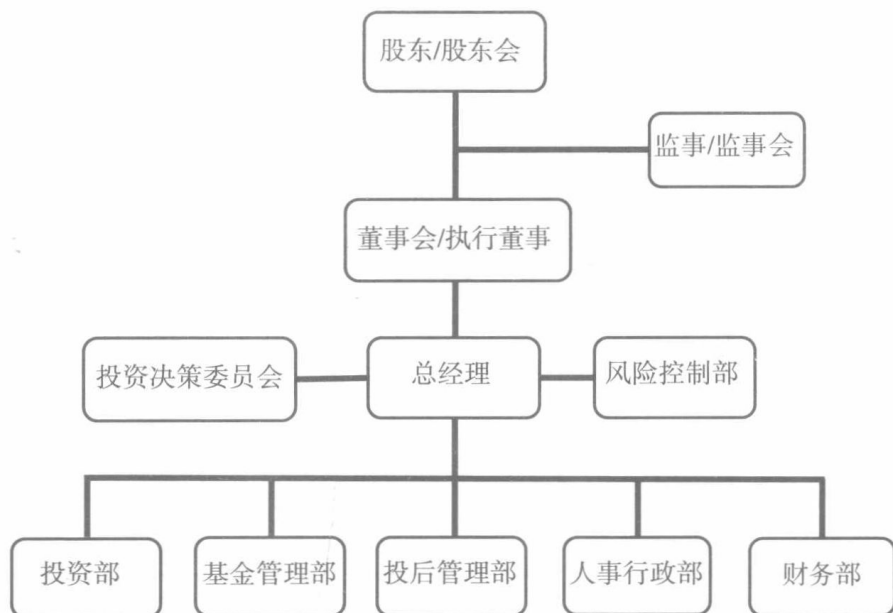
下面我们就对前述要点进行具体说明。

一、职责明确、相互制约的组织架构



(成立初期的公司制股权基金管理人的组织架构图)





(成熟期的公司制股权基金管理人的组织架构图)

我们理解,“一步到位”的理想架构对于一个成立初期的股权基金管理人而言很难达成。因此,协会对股权基金管理人内部组织架构的要求是一个循序渐进、不断完善的过程。

我们以公司制股权基金管理人为例,上图是我们为一个新设立的公司制股权基金管理人设计的成立初期和成熟期的组织架构。并且,我们根据相关法律法规和协会相关自律规则的要求,对前述两个阶段的人员配置提出如下建议:

管理人内部机构	成立初期	成熟期	主要职责
投资决策委员会	3名委员,由总经理和综合管理部的相关人员组成	3~7名委员,由执行董事、总经理和投资部、基金管理部和投后管理部的相关人员组成	负责对基金投资项目的投资和退出作出决策

续表

管理人内部机构	成立初期	成熟期	主要职责
风险控制负责人/部	1名风控负责人,可以由母公司委派	2~3人组成风险控制部,设1名负责人	负责制定、审查与基金募、投、管、退相关的管理制度和业务流程以及相关合同、协议等法律文件;监督基金各项业务和流程执行情况;跟踪基金和投资项目的实施情况,及时进行数据分析并作出风险提示
投资部	2~3人组成,设1名负责人	同成立初期,可随着管理的基金数量和规模的增加相应增加人员数量,甚至分设多个专业投资部门	负责考察、选择拟投资项目并对拟投资项目进行初步研究和调查,对拟投资项目提出立项建议;组织、协调专业机构对拟投资项目进行全面尽职调查,投资协议谈判及签署,完成投资并对相关执行事项进行审议和执行
基金管理部			负责基金的设立工作,提出基金募集方案、基金解散及清算方案,并在批准后负责实施
投后管理部	初期在业务量不多的情况下,可暂缓设立这两个部门,但需设置至少1名综合管理专员,可以由母公司委派,负责基金管理、项目管理和投后管理	随着业务量增加,适时撤销综合管理部,并正式设立基金管理部和投后管理部,同时根据实际情况进行人员配置	负责投资项目的投后管理,包括:在完成对项目的投资后,跟踪了解被投企业的发展情况,及时向风险控制部和投委会披露被投企业相关信息及项目进展情况,识别、评估基金运营过程中的风险隐患和风险,进行投资项目开发、执行、退出过程中的风险控制,协调处理与被投企业管理层的关系,以及与各业务部门共同制定基金退出方案
人事行政部	2人组成,设1名负责人,初期可以由母公司委派	同成立初期,可随着业务量增加相应增加人员数量	负责人力资源管理、印章管理、投资项目的文档管理、相关会议资料的管理以及不属于其他部门职责范围的任何事项

续表

管理人 内部机构	成立初期	成熟期	主要职责
财务部	2人,出纳和会计各1名,可以由母公司委派	同成立初期,可随着业务量增加相应增加人员数量	负责投资业务的财务核算和资金划拨等财务事项,为投资项目分别设置账户、独立核算、分账管理

从以上表格可以看出,股权基金管理人在成立初期和成熟期的组织架构和人员配置存在一些区别,作为新设立的股权基金管理人,可以在某些事项上进行简化。但是,根据相关法律法规和协会的自律规则,以下几条原则和底线,是所有股权基金管理人必须遵守的:

1. 组织架构和相关人员构成必须能够支持私募基金运营的整个过程,即基金募集、基金投资、基金管理和基金退出,以保证内控制度能够有效执行;
2. 所有风险控制(部)人员必须保持独立性,不得兼任投资委员会委员,或在投资部门或其他业务部门兼职从事业务工作;
3. 投资部负责人应尽量为专职人员。

当然,我们也注意到,有些股权基金管理人系专为某个特定基金而设立,有些基金拟投资的项目已经选定(即为某个特定项目而设立基金),在这些特定情形下,股权基金管理人的组织架构和人员配置可以在遵循上述原则的前提下作出必要的调整。

## 二、必要的防火墙和业务隔离制度

根据《内控指引》,管理人应建立必要的防火墙和业务隔离制度,下面我们就此展开说明。

防火墙原为网络术语,指一种位于内部网络与外部网络之间的网络安全系统。那么,一个用于网络安全的术语,与管理人从事基金管理业务有着怎样的联系呢?

根据我们对相关法律法规进行的梳理,中国法目前与基金业相关的法律法规虽然并无对防火墙的明确定义,但是,相关的规定明确要求建立防火墙制度,或提出类似的要求。具体规定如下:

### 1. 明确提出“防火墙”概念的规定：

#### (1)《私募投资基金管理人内部控制指引》

**第十条** 私募基金管理人组织结构应当体现职责明确、相互制约的原则，建立必要的防火墙制度与业务隔离制度，各部门有合理及明确的授权分工，操作相互独立。

#### (2)关于实施《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》有关问题的规定

五、基金管理公司特定客户资产管理业务与公司的其他资产管理业务之间应当建立严格的“防火墙”制度，严格禁止各种形式的利益输送行为。通过建立健全内部控制制度，加强风险管理，防范和化解特定客户资产管理业务试点过程中可能出现的各类风险，保护有关各方的合法权益。

#### (3)《基金管理公司固有资金运用管理暂行规定》

**第十六条** 基金管理公司运用固有资金投资，应当建立防火墙制度，指定专门的部门负责，确保固有资金投资与本公司及子公司的资产管理业务在人员、信息、账户、资金、会计核算上严格分离，投资决策及操作应当独立于本公司及子公司管理的投资组合的投资决策及操作，不得利用本公司及子公司管理的投资组合的未公开信息获取利益。

#### (4)《通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务风险专项整治工作实施方案》

二、(三)具有多项金融业务资质，综合经营特征明显的互联网企业。重点查处各业务板块之间未建立防火墙制度，未遵循禁止关联交易和利益输送等方面的监管规定，账户管理混乱，客户资金保障措施不到位等问题。

#### (5)《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》

**第十一条第一款** 资产管理机构开展基金管理业务，应当设立专门的基金业务部门，建立独立的基金投资决策流程及相关防火墙制度，有效防范利益输送和利益冲突。

2. 可引申出“防火墙”概念的规定主要包括：

**(1)《中华人民共和国证券投资基金法》**

**第七十三条** 基金财产不得用于下列投资或者活动：

……

(五)向基金管理人、基金托管人出资；

(六)从事内幕交易、操纵证券交易价格及其他不正当的证券交易活动；

……

运用基金财产买卖基金管理人、基金托管人及其控股股东、实际控制人或者与其有其他重大利害关系的公司发行的证券或承销期内承销的证券，或者从事其他重大关联交易的，应当遵循基金份额持有人利益优先的原则，防范利益冲突，符合国务院证券监督管理机构的规定，并履行信息披露义务。

**(2)《私募投资基金监督管理暂行办法》**

**第二十二条** 同一私募基金管理人管理不同类别私募基金的，应当坚持专业化原则；管理可能导致利益输送或者利益冲突的不同私募基金的，应当建立防范利益输送和利益冲突的机制。

**(3)《私募投资基金募集行为管理办法》**

**第六条** 募集机构应当恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉，防范利益冲突……

虽然上述各项规定并非完全针对股权基金管理人，但概括起来，这些规定中所提及的“防火墙”，均是针对以基金财产进行投资的行为，主要是指能够有效防范利益输送、利益冲突和内幕交易，并对关联交易进行规范，从而最大限度地确保基金财产安全的一种风险控制机制。

那么如何才能达到这些目的呢？答案是进行有效的业务隔离。业务隔离主要包含资产隔离、业务部门隔离和基金产品隔离三个方面：

第一是资产隔离。通常的做法是将基金管理人的自有资产、受托管理的资产和其他资产的运作进行严格分离，分别设置独立账户并进行独立管理。

第二是业务部门隔离。意指将基金募集、基金投资、基金决策、决策执行、退出和清算、风险控制和评估等部门和岗位在物理上适当隔离，使各部门具有合理明确的职责和分工，并在操作上相互独立。例如，我们在前文中提及的，风险控制

部门人员不得在投资部门或其他业务部门担任兼职,以及投资部门的人员应尽可能为专职人员等。

第三是基金产品隔离。即基金管理人应建立健全相关机制,防范管理的各股权基金之间的利益输送和利益冲突,公平对待管理的各私募基金,保护投资者利益。例如,为旗下管理的各股权基金分别设置独立的募集和投资账户、组建不同的管理团队等。最为典型的利益冲突莫过于在新三板投资热潮中募集的基金无法顺利退出,基金管理人在未经全面、如实披露的情形下发行新的基金去受让老基金持有的新三板企业股份,帮助老基金退出。

因此,我们理解,进行资产、业务部门和基金产品隔离旨在分别从财务、人事和业务三个方面为基金资产建立起稳固的防火墙,确保基金资产的安全,从而最大限度地保护基金投资者的正当权益。

### 三、贯穿始终的授权控制制度

《内控指引》规定,基金管理人应具备贯穿于基金运营各主要环节全流程的授权控制制度,并根据实际情况建立起相应的标准和程序。以下为某基金管理人在基金运营各主要环节的基本授权控制制度(摘要)。

#### 1. 基金募集

基金募集由基金管理部负责。具体的授权控制流程为:

- (1) 募集专员向基金管理部负责人提交书面的《基金募集方案》初稿;
- (2) 基金管理部负责人对初稿进行审核并提出修改意见;
- (3) 募集专员对初稿进行修改后由基金管理部负责人签字,再提交风险控制部复审;
- (4) 风险控制部审核后提出进一步修改意见;
- (5) 募集专员根据风险控制部的意见对初稿进行二次修改并提交风控负责人签字,再将终稿提交执行董事或董事会审批;
- (6) 终稿经执行董事或董事会批准后交基金管理部,正式启动基金募集。

(后续流程略)

#### 2. 投资研究

投资研究由投资部负责。具体的授权控制流程为: