

基于全生命周期的私募投资基金 风险管理探析

杨文军 赵团结

摘要：本文基于全生命周期理论，围绕私募投资基金募资、投资、投后管理及退出四个环节分析了基金全过程管理的主要风险点，并提出应对措施：募资阶段关注基金定位、合格投资者和决策机制；投资阶段通过尽调选择合适项目，合理估值前提下签署严谨的投资协议并及时交割；通过积极的投后管理为项目赋能并按既定目标及时退出。

关键词：私募投资基金；全生命周期；投资风险管理

中图分类号：F275.5 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2024)04-0045-03

根据中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）发布的《私募投资基金管理人登记及私募基金产品备案月报（2023年第10期）》，截至2023年10月末，私募投资基金（以下简称私募基金）管理人21720家，管理基金数量153387只，管理基金规模20.59万亿元。私募基金管理人中，私募股权、创业投资基金管理人占比近60%（12970家），具有一定的代表性。本文以私募股权、创业投资业务为主要研究对象，分析私募基金募资、投资、投后管理、退出各阶段的主要风险点并提出风险管理建议。

一、募资阶段

私募基金以非公开方式募集资金并进行投资活动，募资是首要环节，

直接影响着后续投资活动。募资环节的主要目标是以非公开方式向合格投资者募集投资所需资金。根据《私募投资基金监督管理条例》，合格投资者是指达到规定的资产规模或收入水平，并且具备相应的风险识别能力和风险承担能力，认购金额不低于规定限额的单位和个人。

募资阶段的主要风险在于无法按时募集到合适的资金以及无法按照基金业协会要求完成备案。主要体现在：一是向非合格投资者募集资金，导致无法完成基金业协会的备案。二是募集资金时限与拟投资项目期间错配，影响后期项目投资。三是投资者资金来源过于分散，部分投资者出资较多，在按照投资金额比例投票的制度下，会影响后期投资人会议的决策

效率。

基于上述主要风险点，笔者建议可采取以下风险防范措施：一是有效识别合格投资者。根据基金业协会发布的《私募投资基金登记备案办法》，投资者涉及合伙企业等非法人形式的，需要关注穿透后各层级是否均符合合格投资者要求，并合并计算投资者人数。因此，在向合格投资者募集时，应注意保证单只私募基金的投资者累计不得超过法律规定的人数。二是向合格投资者说明私募基金的投资策略以及期限要求，必要时清楚约定私募基金到期后延期的办理程序。三是制定投资人会议决策机制，明确私募基金管理人、投资人的权利和义务，以提升私募基金的决策效率。四是私募基金募集完毕时，基金管理人根据

作者简介：杨文军，山西省交通开发投资集团有限公司党委委员、总会计师，高级会计师，高级审计师；赵团结，武汉晴川学院会计学院特聘教授，正高级会计师，全国高端会计人才（企业类五期），通讯作者。

基金业协会的现行相关规定,及时办理基金备案手续。

二、投资阶段

私募基金的投资通常包括初次拜访目标公司(即被投资公司,实务中也常称为项目公司或项目,以下不作严格区分)、与目标公司签署保密协议、项目资料对接、初步尽职调查、签署投资条款清单、委托第三方尽职调查、对目标公司上下游公司访谈、私募基金上会表决、与目标公司签署投资协议、投资交割等多个环节。实践中,需要重点关注其中项目初筛、项目立项、项目尽调、项目估值、投资合同签订、交割等环节。

1. 项目初筛。项目初筛的目标在于寻找适合的项目,其主要风险点体现在:项目不符合基金定位;项目预期盈利不乐观;项目资料不完整,投资决策所需关键数据缺失。对此,笔者建议可采用SAFE模型综合评判,即从战略适配性(Suitability)、可接受性(Acceptability)、可行性(Feasibility)、商业伦理(Ethical)四个维度进行评价进而选择合适的投资标的。

具体而言,适配性侧重从私募基金的发展定位出发,判断拟投资项目是否符合私募基金的战略发展方向;可接受性从私募基金、被投资方、参与项目尽职调查的中介机构(如会计师事务所和律师事务所)等角度评判项目能否为各方所接受;可行性从项目估值、未来发展规划、资金安排、风险及防范措施等视角评估项目是否具有商业可行性;商业伦理重点评判投资项目是否符合商业通行规范,也包括投资过程中是否存在商业贿赂行为。

2. 项目立项。符合基金投资方向的项目立项时,常见的风险点包括:

立项委员会对项目的评价结果不一致、项目资料不全甚至错误、项目风险提示不完整。对此,笔者建议:一是组织立项委员及外部评审专家进行会审;二是核实资料的准确性、完整性和及时性;三是风控部门给出具体风险提示,提请投资团队关注并补充材料。

3. 项目尽调。项目尽调的目的在于全面了解项目的业务、财务、法律、税务等情况。其中,业务尽调旨在了解相关行业发展趋势并判断目标公司在产业链中的发展地位;财务尽调旨在验证目标公司业务的增长性及其管理层的财务预测是否准确;法律尽调重点关注目标公司的合规性,包括其历史沿革与现行业务的合规性;税务尽调主要了解项目过往税务申报的合规性以及今后税务对业绩的影响。在此过程中可能存在尽调不完整导致判断出现偏差以及全部委托第三方机构而尽调资料却获取不充分的风险。故此,笔者建议:一是要确保尽调的全面性,必要时可委托专业机构联合自有团队共同开展工作,以便全面熟悉情况。二是对于重大项目可委托更多团队共同参与以全面评判项目的优缺点。

4. 项目估值。合理的项目估值可为后期价格谈判做准备。此阶段的主要风险点包括:估值不合乎逻辑,无法通过其他渠道验证;误把估值和交易价格混同。对此,笔者建议:一是采用2~3种适用的估值方法进行估值,并对不同估值结果赋予不同权重,进而测算出估值区间并形成估值报告。二是参考估值进行谈判,确定最终交易价格。实务中常常将估值和交易价格混同,估值是在遵循现行法律法规和资产评估准则的前提下,对

目标公司的投资价值进行评定和估算,通常由资产评估机构实施并出具专项评估报告。而投资交易价格则是基于投资方和被投资方的谈判地位,通过商业谈判达成的成交价格。当然,对于国资背景的目标公司,成交价格通常会参考资产评估报告而定,同时还需要向国有资产管理部门报备,以获取国有资产管理部门的审批或备案。

5. 投资协议签署。投资协议作为私募基金和被投资公司及相关方(如原投资人)之间的契约,对于保护私募基金的合法权益起着至关重要的作用。通过谈判或磋商等方式,签署规范的投资协议是本阶段的目标。主要风险点包括:一是投资协议不完备、重要条款有疏漏;二是重大投资协议未经法律部门、风控部门、公司管理层、董事会、党委(国有企业适用)等审议。对此,笔者建议:一是对合同条款逐项审查,包括是否符合公司的主要投资条件,尤其是知情权、回购权(又称赎回权)、共同出售权、反稀释权等关键条款。二是增加必要的专业人士作为投资决策委员会委员。三是履行内部必要的审核程序,征求多方意见和建议。四是根据“三重一大”要求,党委(支部)实行前置审核。

另外,根据北京市汉坤律师事务所于2023年7月发布的《汉坤2022年度VC/PE项目数据分析报告》,2017年至2022年度,私募基金投资协议中的法律条款较以前年度呈现出明显变化,主要体现在回购权和共同出售权。其中:回购权作为投资人退出机制的一种重要方式,在投资协议中运用较多,回购义务主体通常由被投资公司或其创始股东承担,回购价格为:(1)原始投资额的一定倍数(通常为1.2

倍)；(2)原始投资(包括一定倍数)加上相应的单利(国内常见的利率为年化10%)或复利；以前述(1)或(2)的计算方式，与其他价值(如市场公允价值、经审计的净资产等)相比，取其中较高者。而共同出售权是指在创始股东转让其股权时，私募基金可按照约定比例参与股份转让。共同出售权是私募基金中常见的优先权安排，其目的主要是限制创始股东转让股权的自由度，同时保证投资人共同退出的权利。因此，笔者认为，私募基金可根据项目实际情况适当引入回购权和共同出售权以及其他必要的措施(如清算优先权、优先认购权、领售权、优先分红权、对赌机制等)保护其合法权益。

6. 交割。交割是投资阶段最后一个环节，其主要风险点包括：一是未及时支付投资款，导致纷争；二是未及时进行工商变更，影响私募基金通过合法渠道参与公司经营。对此，笔者建议：一是可提前准备项目款，按照合同条款及时付款；二是按照投资协议督促对方及时变更投资人等工商信息，从法律上维护公司利益。

三、投后管理阶段

私募基金的投后管理对于投资成败有着重要影响。私募基金通过跟踪被投资公司的业务及财务绩效，除给予对方相关支持外，还可及时发现潜在风险。实务中部分私募基金尤其是定位于天使及风险投资阶段的基金经常出现“投而不管”的现象。其主要原因有二：一是由于投资项目较多，对金额较小的投资项目未予重视；二是认为投资主要取决于被投资公司的创始人团队及其技术发展状况，出于信任原因并未持续跟踪。对此，笔者认为，投后管理阶段的关键风险控制点

主要在于按照投资协议要求，定期收集整理相关项目资料。同时，通过各种渠道关注项目重大事项，不定期走访和实地调研项目公司，以获取被投资公司充分且必要的经营、财务及其他信息。投后管理阶段所形成的资料成果主要体现为项目投后报告和项目重大事项报告。需要注意的是，对于首次公开募股(IPO)阶段的投资项目，出于信息披露监管要求，私募基金需要按照IPO规范要求通过正常渠道获取，不得利用投资人身份违反监管要求提前获取被投资公司的相关信息。

四、退出阶段

私募基金的及时退出既可保证项目投资收益，又可维护私募基金管理人在其投资人心目中诚实守信的形象。但是由于被投资公司自身及其所处外部环境的变化，投资项目可能无法按照投资协议的约定按时退出。故此，私募基金退出可分为按期退出和延期退出两种方式，但无论哪种方式，其目标都在于保证投资人的既定利益或将投资损失控制在最小范围内。实务中，该阶段的主要风险包括：一是退出估值不合理。一家成长型公司的估值往往越来越高，但一些业绩波动较大的公司的估值却常常不稳定，退出时的估值也会发生变化。相应地，基于估值的成交价也会发生变化，投资人的收益因此会受到较大影响。二是退出后留下税费等隐患。由于投资机构的不同以及被投资公司税收管理不善，可能会为投资人留下税费未完全、及时缴纳的风险。三是退出时和其他投资人产生争议。对于投资人众多的被投资公司，当其中一个投资人在项目估值大幅波动的情况下退出时，由于对项目公司前景判断出现分

歧，拥有优先购买权或随售权的投资人很可能与其他投资人产生争议。如果不能有效解决，被投资公司的持续发展会受到影响。

为避免上述风险，笔者建议，对于正常退出的项目而言，可采取至少以下三种措施：一是对退出项目出具相关方认可的评估报告或参考项目公司最近一期融资的估值，通过与股权受让方洽谈，以合理的价格退出。二是除在投资协议中约定被投资公司按照税法规范纳税外，私募基金也要按照现行税法要求办理必要的相关手续。三是严格按照民法典、公司法等现行法律法规办理退出时的相关手续。当然，对于延期退出项目，私募基金为了维护投资人利益，必要时可请律师事务所、会计师事务所等相关机构协助，以及时解决退出时关于估值及相关税费的争议。□

责任编辑 李卓

主要参考文献

[1] 罗伯特·R·穆勒.COSO内部控制实施指南(2013版)[M].秦荣生,张庆龙,韩菲,译.北京:电子工业出版社,2015.

[2] 刘全山,赵团结.基于ERM框架的风险投资基金投后管理体系构建[J].财务与会计,2019,(15):46-49.

[3] 大卫·F·史文森.机构投资的创新之路(修订版)[M].张磊,杨巧智,梁宇峰,译.北京:中国人民大学出版社,2021.

[4] 黄希.基于私募股权投资基金风险及控制措施的思考[J].时代金融,2020,(8):3-4+9.