

认缴额信用贷款：信贷融资工具在境外私募基金的广泛应用 – 从工具介绍到视角分析

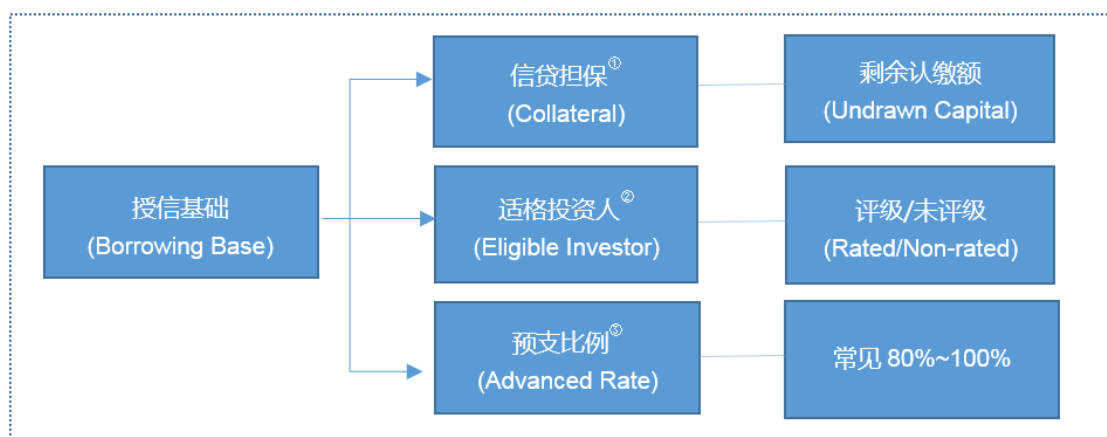
作者：王庆健 李若荻 黄烁尘

前言

私募基金主要通过私募发行基金权益的方式向投资人募集资金，并通过向投资人不时提款以支付项目投资成本及基金费用。近年来，我们注意到由银行等信用机构提供的认缴额信用贷款（Subscription Credit Facilities）在境外私募基金中的应用越来越普遍。本文就该等金融工具在境外私募基金运营中的角色及作用进行简要介绍，并从私募基金管理人与投资人的不同视角，浅析利益相对方就该金融工具进行条款协商时应重点关注的问题。

1. 简要介绍

不同于传统信贷工具，认缴额信用贷款通常以特定适格投资人的剩余认缴额作为信贷担保，以预支比例计算贷款人同意提供的贷款数额。



① 信贷担保：常见认缴额信用贷款以适格投资人的剩余认缴额作为信贷担保，但特定情况下，如基金投资已相对成熟时基金投资资产价值远高于投资人剩余认缴额的情况，贷款人可能要求将基金投资资产也纳入信贷担保范畴。

② 适格投资人：

- 贷款人通常只将符合特定信用评级、信誉良好的投资人、或经贷款人审核批准的未评级投资人认定为适格投资人，从而将其剩余认缴额纳入授信基础的计算基数。
- 适格投资人的认定通常受限于集中度限制、排除出资等情况，即贷款人拟限制个别投资人剩余认缴额在授信基础中的比重以分散风险，或在投资人被排除特定投资项目出资的情况下，将该投资人的剩余认缴额从该项目贷款的授信基础中移除。

③ 预支比例：贷款人通常基于所有合格投资人的信用评级及资金风险决定提供贷款的预支比例，一般未偿贷款的数额不会超过以所有合格投资人剩余认缴额及预支比例计算的贷款数额。

2.优势、潜在风险及条款考量

作为近年来境外私募基金市场上被广泛应用的融资工具，认缴额信用贷款的诸多特性对私募基金管理人有着极大的吸引力，同时也伴随着固有的风险及成本。下表简要总结认缴额信用贷款的诸多优势，也提示就潜在风险进行综合考虑，从基金管理人及投资人视角分析基金文件谈判过程应重点关注的问题。

2.1 优势	
提高流动性	相对于投资人提款，认缴额信用贷款获取资金的效率较快，能够提高资金流动性及运作效率，从而有效降低交易落空的风险，提高基金进行投资及部署的效率（尤其对时间敏感的交易来说非常重要）。
低融资成本	尤其相较于私募基金惯常的优先回报率（如 8%/年单利），认缴额信用贷款的利率显著较低。
提高业绩表现	认缴额信用贷款可以推迟向投资人提款的时间，进而缩短基金持有和利用投资人出资的期间，从而提高基金回报率及业绩表现。
附带权益提前	由于投资人优先回报计算期间缩短（起计时间通常以向投资人的实际提款时间为准），因而同等收益回报下基金管理人可以更早的获得附带权益。
减少行政负担	通过适用认缴额信用贷款而减少对投资人提款的频率，可以有效减少私募基金运营的行政成本。
后续补偿金便利	管理人可考虑在最终交割前通过认缴额信用贷款支付投资成本，而在最终交割后由所有投资人实缴出资偿还贷款的方式，避免后续交割相关的“后续补偿金”、“垫资”等问题。

2.2 潜在风险	
交易成本增加	使用认缴额信用贷款工具本身会产生一定交易费用，如预付费用（Upfront Fee）、担保费用（Commitment Fee）等。
回拨风险	使用认缴额信用贷款可促使基金管理人更早的获得附带权益分配，但如果最终基金表现不佳，可能会在基金生命周期后期触发回拨机制（GP Clawback）。
谈判风险	与贷款人及投资人的条款谈判涉及诸多方面，如果基金管理人在谈判中缺乏经验或者条款设计不当，贷款人可能过分限制管理人对基金的管理决策权限，投资人也可能提出超过市场范围的条款要求，管理人将可能处于非常被动的不利地位（重点条款分析见下表）。
现金流风险	尽管更低的实缴频率可以减轻投资人的行政管理负担，但每次实缴数额预期会相应增大，可能给投资人带来累积的流动性风险。尤其在经济衰退的环境下，在其他投资中收益欠佳的投资人对数额更大的提款通知可能会面临更高的违约风险。
降低业绩可比性	认缴额信用贷款带来的基金业绩（包括内部回报率）的被人为提高，可能降低基金业绩的真实性和可比性。如投资者缺乏相关经验，难以准确判断管理人的真实业绩表现，可能作出错误的投资决策。

贷款人干预	如基金管理人在与贷款人的谈判中能力或经验不足，贷款协议等文件可能允许贷款人在基金管理及运作方面施加过多限制（如对基金权益转让或撤资的限制），从而影响管理人对私募基金的运营弹性。
信息保密	如基金文件条款设计不当，投资人可能被要求提供大量尽调文件（包括身份信息及财务信息等高度保密信息），或需要满足贷款人的其他要求，如投资人出于保密义务无法提供或满足，则可能直接导致违约。
交叉责任	如基金文件条款设计不当，投资人可能需要就其他基金投资人的违约情况承担超出其出资比例的违约责任。
项目信息披露	由于管理人并非通过向投资人提款进行项目投资，项目信息披露可能滞后，投资人难以在投资作出前了解投资项目情况，及时获取投资金额、资金占比、投资领域等重要项目及财务信息。

2.3 条款考量 – 基金条款	
借款权利	通常贷款人要求基金文件中需明确基金有权进行借款，并可直接提取投资人剩余认缴额用于偿还认缴额信用贷款（无论投资期前后），管理人需就该条款与投资人进行谈判。
保留灵活性	就认缴额信用贷款的限制（主要包括期限限制及数额限制等），管理人应通过与投资人谈判争取操作灵活性，避免基金文件对认缴额信用贷款施加过多限制。
第三方权利	管理人可考虑将向投资人提款的权利作为抵押，在基金文件中明确特定情况下贷款人可能替代管理人直接向投资人提款用于返还认缴额信用贷款，或由投资人直接向贷款人支付实缴出资。
保密条款	管理人一方面需确保贷款人需对管理人提供的信息（包括不限于基金信息、投资人身份信息、财务信息等）承担保密义务，另一方面需确保向贷款人披露投资人信息不会违反与投资人的约定。
投资人承诺、信息提供	管理人可考虑在基金文件中要求投资人作出特定保证、承诺（从而使该等投资人可被认定为适格投资人或提高预支比例），要求投资人在贷款人要求时提供特定信息（如剩余认缴额、财务信息等）或签署特定文件（如投资人承诺函）以促使贷款人批准该认缴额信用贷款。
违约救济	管理人需确保基金文件的违约救济条款足以覆盖投资人违约出资的情况下可能遭受的损失救济（如：因投资人违约而导致基金无法返还认缴额信用贷款而需承担的责任）。

2.4 条款考量 – 投资人	
信息提供、保密	投资人应谨慎审阅基金文件中的保密及信息提供条款，避免被要求提供非公开的大量信息或文件，并要求管理人及其他信息接收方（包括贷款人）承担同等保密义务。
过多陈述、保证	就认缴额信用贷款条款，投资人应谨慎审阅相关陈述、保证条款，确保仅在必要合理范围内作出相关承诺。另外，贷款人可能要求投资人签署额外的承诺函或其他文件，投资人需对类似条款特别注意。
第三方权利	贷款人可能要求其有权代替管理人直接向投资人提款，要求投资人将剩余认缴出资支付至贷款人指定银行账户（而非基金账户）。投资人须考虑该等安排是否符合内控要求。
贷款限制 （期限、数额）	期限限制：投资人通常不希望将贷款期限设置得过长，而是将认缴额信用贷款作为短期过渡性融资，期限限制在 90 到 360 天之内，从而降低贷款风险。 数额限制：另外，投资人考虑对贷款数额进行限制（如不得超过基金剩余认缴出资总额的 15% - 20%）。
披露	投资人可考虑要求管理人及时、定期披露基金的认缴额信用贷款情况（包括提供贷款文件副本、贷款资金数额及使用情况、预期使用目的等）。

3.更好地利用认缴额信用贷款

机构有限合伙人协会（ILPA）认为，信贷额度的使用应有利于投资人，应向投资人提供更大的透明度。具体建议主要包括：

- （1）基金文件中收益分配条款应规定，优先回报起算日期应以提取认缴额信用贷款时间为准，而非向投资人提款的时间；
- （2）使用认缴额信用贷款的管理人应在季度报告中向投资人披露（i）剩余认缴出资余额及比例，（ii）提款的未偿付天数，（iii）认缴额信用贷款具体目的，（iv）使用以及不使用认缴额信用贷款基金分别的净内部回报率，（v）认缴额信用贷款相关条款，以及（vi）相关费用等；
- （3）不应在处置投资项目之前使用认缴额信用贷款进行收益分配；
- （4）有限合伙人咨询委员会（LPAC）应考虑将认缴额信用贷款纳入会议议程；
- （5）对项目投资详情的披露不应滞后于交易的执行。无论提款的时间如何，报告均应基于双方同意及合理的基础进行；
- （6）尽职调查期间，投资人应要求管理人提供认缴额信用贷款对过往业绩的影响以及任何税务影响；
- （7）投资人应考虑认缴额信用贷款工具对管理人的影响，应认识到市场上机构提供的收益率可能用到或者没有用到该项金融工具；
- （8）基金文件中应规定认缴额信用贷款的适用门槛；以及
- （9）管理人应向投资人披露认缴额信用贷款本身条款。

4.结语

总而言之，在境外私募基金中使用认缴额信用贷款是风险与机遇并存的。私募基金管理人及投资人都应充分了解该项金融工具的基本运作及商业逻辑，在谈判过程中重点关注相应的问题及条款，更好地了解各方对于使用该项金融工具的预期，在设计认缴额信用贷款时兼顾各方的利益。

2023-05-25