



合规资讯解读

湖北省鄂旅投资本控股有限公司

2022年

第3期

本期精彩内容

管理天地

打造一体化股权投资投后管理框架——郭兆灵

法律法规

从案例角度看私募基金保底协议的效力认定——严培玉

对赌触发行权影响因素之投资人参与经营——姚子君

私募基金法律纠纷审判实务解读——王晨星

行业前沿

克服供应链压力，特斯拉一季度净利润暴增——王华爽

打造一体化股权投资投后管理框架

作者：郭兆灵

【前言】

打造一体化投后管理框架，是验证投资逻辑、实现投资目标、创造投资价值的有效途径。投后管理应贯穿于投资业务全过程，项目尽调及决策阶段识别的项目关键成功因素及风险因素是投后管理跟踪的主线，商务谈判阶段确定的核心条款是投后管理措施落地的抓手，投后管理环节的定期跟踪是对上述投资理念及合同条款的执行落实。因此从项目的尽调、决策以及商务谈判阶段即需要开始考虑投后管理的核心要素，而非仅仅是投资完成后才开始予以关注。

一、「一体化投后管理框架」

1、项目尽调与决策阶段

- ◆ **【投资逻辑】** 识别投资项目所涉领域（行业）关键成功因素及风险因素、投资项目核心优势与风险点。
- ◆ **【监控指标】** 设计投后管理关键指标体系，保证投前与投后思路一致性。

2、投资协议商务谈判阶段

- ◆ **【权利条款】** 为公司争取核心投后权力，并在投资协议中予以体现，如：董监高席位、特殊权力条款、定期信息披露条款等，从而保证投后管理的顺利实现。

3、项目投后及退出阶段

- ◆ **【风险监控】** 定期收集外部环境变动信息、投资项目财务及经营数据，了解其重大决策的变动情况，对投资项目的运营情况和风险进行跟踪监控和评估，从而在风险发生前提前获得预警。
- ◆ **【公司治理】** 经公司审议确定的外派到投资项目的股东代表、董事、监事、投决会委员等代表公司的人员，参与投资项目的股东会、董事会、合伙人大会、投资决策委员会等，代表公司行使有关权利，确保投资项目经营发展、战略规划符合预期。
- ◆ **【估值跟踪】** 定期对投资项目进行重新估值，跟踪其估值变动趋势，提早发现减值风险采取相应措施。
- ◆ **【增值服务】** 根据投资项目价值增值需要以及标的企业需求，为投资项目提供多样化的投后增值服务。
- ◆ **【应急处置】** 针对发现的风险，及时进行风险应急处置，防止风险蔓延。
- ◆ **【及时退出】** 时刻保持对项目退出方案的跟进与调整：项目发展符合预期时，选择最佳退出路径，实现项目收益最

大化；项目发展不符合预期时，及时调整退出路径以及投资期，降低投资损失风险。

二、「投后管理重点监控指标体系」

投后重点监控指标的收集与建立应贯穿项目投资的全流程：

- ◆ **一是**，尽职调查过程中通过行业研究、现场访谈、资料收集、项目风险评价等工作，识别投资项目所涉领域（行业）关键成功因素及风险因素、投资项目核心优势与风险点。
- ◆ **二是**，决策过程中各层级决策机构（如风险控制委员会、投资决策委员会等）提出的重点关注问题或有条件通过时的实施条件。
- ◆ **三是**，根据风险分析报告中的风险提示及风控建议、投资协议中的核心交易条款及风控保障条款。
- ◆ **四是**，投后过程中识别的新增风险或投资项目发生的重大事项及其应对措施实施情况。

应综合包括但不限于以上四个方面形成投后管理重点事项及监控指标，保证投前与投后思路一致性。投后管理重点监控指标举例如下：

阶段	关键要素	投后管理重点事项	重点监控指标
投前 及尽	投资逻辑验	市场地位：细分行业龙头企业	市场占有率
	证关键要素	发展增速：较高的收入增长率	营收增长率

阶段	关键要素	投后管理重点事项	重点监控指标
调阶段		IPO 预期：已进入 IPO 辅导	IPO 进展情况（材料申报日）
		投资估值与套利空间	最新估值（PE 倍数、净利润）
	尽调阶段识别关键风险要素	股权历史变动合规问题	合规整改进展情况
		核心技术知识产权归属问题	知识产权争议进展情况
		业务拓展及客户稳定性问题	客户结构及新客户拓展情况
		商业盈利模式未有业绩印证	盈亏平衡点实现
	资产负债率超过 70%	资产负债率	
决策阶段	决策阶段关键问题跟踪	基金无托管风险	银行对账单余额及明细
		股权确权风险	工商变更登记办理
	风控意见跟踪落实情况	风控意见书中重点内容	逐一落实
		总经办会、专业委员会提出的风控要点	逐一落实
投后阶段	合同协议重要条款落实情况	业绩补偿	对赌业绩目标实现情况
		抵押担保	抵押、担保内部程序及外部登记程序办理
		对赌回购	回购触发业绩实现情况
	投后阶段识别关键风险要素	业绩发生大幅下滑，未达预期	履约人回购或业绩补偿能力
		行业政策出现重大不利变化	行业政策

三、「日常定期跟踪」

日常定期跟踪是指投资方定期对投资项目进行非现场核查和现场核查，从而对投资项目运行情况进行评估，发现不利变化时，及时调整投资策略。

1.非现场核查

通过电话、邮件、传真、报告审阅等形式定期跟踪投资项目的重大事项和关键数据，包括投资项目所处的宏观环境、行业发展、投资标的的运营状况、财务状况和发展趋势等。

主要跟踪要点：

- ◆ **【宏观及行业数据】** 宏观数据如 GDP 增速、PPI 和 CPI 变化情况、M2 增速等预示宏观经济整体运行情况，周期性行业的公司应充分重视宏观数据的变化情况；行业数据包括上下游产品的产销量、产能利用率、产品价格、行业利润率、行业集中度等。分析投资项目受上述因素的影响程度，以及应对措施。
- ◆ **【政策变化】** 分析投资项目所属行业和区域的有关政策对其影响，上述政策调整是否需调整投资假设和预测，并采取合理应对措施。
- ◆ **【财务数据】** 通过如营业收入、净利润、毛利率、三项费用率、资产负债率、存货周转天数等相关指标迅速了解公司的盈利、偿债、营运和成长等能力及其变化，充分关注相关指标的纵向及横向对比情况，合理预判企业发展前景。

- ◆ **【项目退出路径的变更】** 关注投资标的最新估值情况，并结合内外部信息合理评估预定退出路径的可行性并进行必要的优化或调整。比如 IPO 暂停会导致原本预计 IPO 退出的项目将转而寻求借壳、并购、新三板挂牌等途径退出。

2. 现场核查

对投资项目进行现场访问和实地调研，对项目运行现状及投后监管措施落实情况进行现场核查，对关键性信息进行现场核验。现场核查的关键点包括两个方面，一是深入了解非现场核查无法体现的信息和细节；二是多角度验证非现场核查信息的准确性和逻辑的自洽性。

主要核查要点：

- ◆ **【重要监管措施落实】** 投资方具有较强控制力的项目可能会通过共管标的企业的证、章、账户，监督或控制企业的资金流向等方式开展现场监控。控制力较弱的项目也会通过定期跟进企业生产和销售的各环节的数据与指标，掌握第一手资料。
- ◆ **【派驻人员履职情况】** 现场监控中应当充分重视投资方派驻的董监事等人员是否享有约定的相关权利，关注标的公司的决策流程是否存在重大瑕疵。
- ◆ **【经营数据真实性验证】** 通过走访生产现场、走访上下游企业和目标客户群体，印证企业经营数据、财务数据的真实性和经营计划的可行性。

- ◆ **【与其他股东方及管理层访谈】** 一方面就非现场和现场监控过程中的问题或疑点展开讨论，能够更好地了解公司的经营和发展情况，从而做出合理决策；另一方面与相关方在发展思路和合作模式等方面保持步调一致，避免较大分歧的存在。

四、「突发风险事项处理」

- ◆ **【突发风险识别】** 突发风险识别是指对投资业务产生不利影响的 风险事件，按照风险的可控性、严重程度和影响范围可将其划分为一般风险、较大风险和重大风险，并建立相应标准进行日常评估与监控。
- ◆ **【突发风险应对】** 发生风险时，投资方应根据风险类型以及风险等级的不同，采取对应的风险控制措施。包括但不限于以下方式：
 - **发送公函**，要求被投资企业、相关股东或高管予以解释说明并限期纠正违约行为，或提请召开董事会或股东大会对风险事项解决方案形成决议。
 - **商务谈判**，增加风控保障措施，如补充抵押物、账户监管、增加其他约束条款、补偿条款等。
 - **发送律师函**，启动投资保障条款，如业绩补偿、回购等；通过司法程序处置担保资产优先保证投资项目可回收价值。

➤ 启动退出，寻找意向受让方，对外转让所持股权。

五、结语

可能有种观点会认为“好项目是投出来的不是管出来的”，也许这个说法在成熟期企业的投资案例中准确率可以在 80% 以上，但当投资阶段前移，所投企业为初创期甚至是种子期时，需要投资机构更多的资源支持与管理服务，才能够提高成功的概率，而不仅仅是在投资时播好“种子”靠天收了。

本文所谈到的“投后管理”对于股权投资而言只是狭义的投后管理概念，广义的投后管理还包括对所投企业的资源对接、人才引荐、管理咨询等等，从这个角度来看，称之为“投后管理服务”更为准确。

从案例角度看私募基金保底协议的效力认定

作者：严培玉

【前言】

为有效防范投资风险，实务中私募基金（以有限合伙型基金为例）投资者往往会要求管理人、普通合伙人、劣后级合伙人或外部第三方中的一方或多方对其投资本金及投资收益的安全性做出保底承诺。司法实践对合伙型私募基金中保底安排的效力认定一直备受瞩目，本文将结合相关实务案例分析各种形式下的保底协议效力认定依据及结果，为后续签订相关协议提供一定借鉴。

一、私募基金保底协议主要形式

目前保底协议常见的形式主要有份额回购和差额补足。份额回购是指投资者（即份额被回购方）与回购方签订的，在触发约定的回购条件的时，由回购方按照事先约定的价格（一般为投资本金加收益）回购被回购方所持有的基金份额，从而保证投资者顺利退出并实现投资收益。差额补足一般是指差额补足权利人在未实现投资预期收益或者未完成投资退出等目标时，针对预期目标与实际获得的投资收益之间的差额部分，要求差额补足义务人按照差额补足协议的约定补足差额的交易安排。实践中提供回购义务和差额补足义务的一方可能是管理人、普通合伙人/劣后级合伙人或外部第三方。

二、私募基金保底协议涉及的主要法律规定

私募基金保底约定涉及的相关规定主要如下：

1、《私募投资基金监督管理暂行办法》（以下简称“《暂行办法》”）第十五条规定私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。

2、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“《资管新规》”）第二条规定金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益。第十三条规定金融机构不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺。

3、《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）第92条规定信托公司、商业银行等金融机构作为资产管理产品的受托人与受益人订立的含有保证本息固定回报、保证本金不受损失等保底或者刚兑条款的合同，人民法院应当认定该条款无效。

4、《合伙企业法》第三十三条第二款规定合伙协议不得约定将全部利润分配给部分合伙人或者由部分合伙人承担全部亏损。

5、《中华人民共和国民法典》（以下简称“《民法典》”）第一百五十三条的规定违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。但是，该强制性规定不导致该民事法律行为

无效的除外。同时《九民纪要》第30条指出，不能不当扩大无效合同范围，“强制性规定”应当限于“效力性强制性规定”，并指出强制性规定涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定为“效力性强制性规定”。

总体而言，目前对私募基金行业保底协议的监管缺少法律级别的上位法规定，现行规定多数为行政或行业的管理型监管措施，且效力级别多为部门规章，效力等级较低。现有规定明确禁止提供保底承诺的主体为基金管理人、基金募集机构、销售机构及其从业人员，但并未明确禁止其他投资人或基金委托/投资关系之外的外部第三方向投资者提供保底协议。

三、私募基金保底协议效力的实务认定

根据保本保收益承诺的提供主体不同，可以将针对有限合伙人的保底协议分为两类：一类是内部保底，即由合伙企业的管理人、普通合伙人或劣后级有限合伙人作出保底承诺；一类是外部保底，即由合伙企业的外部第三方作出保底承诺。针对不同类型的保底协议效力认定的部分实务案例裁判如下：

提供主体	认定结果	裁判理由	参考案例
管理人	有效	<p>1.《资管新规》已明确规定禁止刚性兑付，但该规定系管理性规范，不是效力性强制规范，且该规定约束的系金融机构，私募基金管理人并非金融机构，故以此规定为由要求确认相关协议无效的法院不能采纳。</p> <p>2.刚性兑付协议系金融机构作为受托人在合同缔约过程中对投资者作出明确固定回报承诺的协议，在基</p>	朱亚珍与励琛（上海）投资管理有限责任公司证券投资基金回购合同纠纷（2019）沪0104民初14390号、新疆峰石盛茂股权投资管理有限公司与朱萍证券投资基金回购合同纠纷二审民事判决书（2021）沪74民终544号、深圳崇融资产管理有限公司、赵亮与张玉蓉****合同

		金赎回阶段签署，并非在合同缔约过程中签署，可以视为在被上诉人客观上无法实现投资目的时，上诉人与被上诉人就相关补偿事项达成了一致意思表示，应属合法有效。	纠纷二审民事判决书(2021)沪74民终635号
	无效	《暂行办法》第十五条规定：“私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”。虽然违反规范性文件一般情况下不影响合同效力，但该规范性文件的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效。	中天钢铁集团有限公司与三度星和（北京）投资有限公司证券投资基金交易纠纷二审民事判决书(2021)京民终59号
	按民间借贷处理	相关协议内容对投资认购款、利息等，作出了明确固定回报的承诺以及连带责任保证，已不构成证券投资基金法律关系，实为借贷。根据《中华人民共和国民法典》第146条的规定，行为人与相对人以虚假的意思表示实施的民事法律行为无效。以虚假的意思表示隐藏的民事法律行为的效力，依照有关法律规定处理。	上海马洲股权投资基金管理有限公司与吕学端证券投资基金回购合同纠纷民事二审案件民事判决书（2021）沪74民终663号、张旭红与合益资产管理有限公司等其他合同纠纷民事一审案件民事判决书（2021）沪0115民初24875号
普通合伙人、劣后级合伙人	无效	违反了《合伙企业法》第三十三条第二款的效力性强制性规定，有悖于合伙企业“利益共享、风险共担”的基本原则以及公平原则，应认定为无效。	浙江彝宝实业投资有限公司、长沙泽洛创业投资合伙企业合伙协议纠纷二审民事判决书(2019)最高法民终1574号
	有效	1.关于合伙份额回购的约定，合伙企业的优先级有限合伙人、劣后级有限合伙人，就合伙企业的投资保障所达成的协议，并非属于合伙企业利润分配约定，未违反《合伙企业法》第三十三条第二款的规定。 2.根据《合伙企业法》的规定，法律并未禁止合伙人之间的合伙财产份额转让，对赌内容未违反《合伙企业法》规定的利润和亏损分配原则，也未违反《暂行办法》第十五条私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益的监管规定，未存在《合同法》第五十	湖南卓越投资有限公司、万向信托股份公司合伙企业财产份额转让纠纷二审民事(2020)浙民终548号、长安财富资产管理有限公司诉长城影视文化企业集团有限公司、赵某勇、陈某美其他合同纠纷案(2020)沪74民终289号

		二条规定的无效之情形，故该合同应为有效合同。	
其他第三方	有效	<p>1.金融机构作为受托管理人所作出的刚性兑付承诺当然无效。但法律并未禁止第三方对投资人作出兑付承诺。</p> <p>2.第三方在基金投资收益权确定回收的情况下签署承诺函，自愿承担差额补足责任，系其对自己权利的处分，也未损害他人合法权益，并未违背法律的规定，应属有效。</p>	<p>上海新未股权投资基金管理有限公司、上海通则久文化发展有限公司等与刘晓生其他合同纠纷二审民事判决书(2020)沪74民终289号、上海腾云资产管理有限公司与宴翥飞其他合同纠纷民事二审案件民事判决书(2021)沪01民终11778号、中能源电力燃料有限公司、祝锡芳合同纠纷二审民事判决书(2020)浙01民终2954号、深圳市金色木棉资产管理有限公司、凌梅合同纠纷二审民事判决书(2020)浙01民终1958号</p>

经梳理相关法律规定及部分实务案例，当前管理人、普通合伙人/劣后级合伙人提供的保底约定效力认定在实务中尚存在差异，外部第三方提供的保底约定一般认定为有效，后续需进一步关注相关法律规定对私募基金构成刚性兑付情形的认定及相应的法律效果的判定，在相关交易架构设计及协议签订时优先选择外部第三方作为保底措施的提供方，以提高预期收益的可实现性。

对赌触发行权影响因素之投资人参与经营

作者：姚子君

1、对赌触发认定：无审计报告情形下能否认定触发业绩对赌

1.1 未经审计的财务报告能否作为行权依据

审计报告是确认“业绩对赌”触发条件的常用依据和基础，但是创始人团队在纠纷之中或者明知业绩无法达标的情况下，可能通过拒绝配合审计的方式，阻碍审计报告的出具，从而导致投资人无法完成举证义务。

如果尚未出具审计报告，且无法确定是因投资人还是融资人的原因造成时，有裁判案例¹认可依据财务报告出具的时间来确定一个合理的业绩补偿起算时间，或者在进入诉讼后由法院委托审计机构进行审计。

1.2 实务建议

在目标公司及创始人拒绝配合审计导致无法出具审计报告的情况下，投资人依然可以通过财务报表以及其他财务数据进行“作证”，并且法院对于本应形成审计报告的原因也会进行考量。因此，在应对可能出现审计报告无法出具的极

¹ 黄严、武汉三特索道集团股份有限公司股权转让纠纷再审查与审判监督民事裁定书 (2019)浙民申 5051 号 浙江省高级人民法院：虽然隐居公司于 2017 年 1 月 11 日、12 月 13 日、12 月 21 日先后三次向三特公司发送了财务材料，但均为未经审计的财务报告，根据一般公司上年度经审计的财务报告形成于第一季度的普遍情况，三特公司不认可 2017 年 1 月 11 日的财务报告而继续等待符合要求的经审计的财务报告并无不妥。最后，根据 2017 年 12 月隐居公司发送的财务报告，从时间上看，此时应当可以形成经审计的财务报告，但因隐居公司迟迟未按协议约定提供经审计的财务报告，三特公司从自身利益出发，根据该报告内容并结合其通过其他渠道对公司经营状况的了解，其认为公司经营效益未达预期，故按协议约定于 2017 年 12 月 26 日发函黄严要求回购股权，应属合理。

端情形，投资人在投后管理中应当注重季度/年度的信息收集及汇总工作，定期了解被投资企业的运营情况，并设定每年审计的要求，以期判断目标公司的业绩履行情况。同时，对于估计隐藏、毁坏、篡改会计账簿的行为，也可以寻求行政以及刑事责任的多元救济方式。

2、投资人参与经营管理是否会影响业绩对赌触发后权利的行使

2.1 风险

若投资人过多的介入目标公司管理，可能会发生融资方将投资人介入管理作为业绩承诺未达成的抗辩事由，从而主张减轻或免除业绩补偿责任/不承担回购责任。

2.2 司法实践

投资人作为目标公司股东参与经营管理的行为和程度多样，目前法院对投资人参与公司经营的行为大致分为“一般性地参与公司经营”与“一定程度上实际控制公司经营”。

2.2.1 按照相关法规和章程/投资协议约定行使股东权利一般性地参与公司经营除非被证明有恶意管理行为不正当促成对赌条件成就的行为，通常不影响业绩对赌触发后权利的行使。相关裁判²不支持投资者介入目标公司经营管理导致对赌失

² 陈芸芸等与北京四方继保自动化股份有限公司合同纠纷案 北京市高级人民法院（2019）京民终 252 号民事判决书

江苏中赛环境科技有限公司与金鸿控股集团股份有限公司股权转让纠纷案 北京市高级人民法院（2019）京民终 124 号民事判决

深圳市创新投资集团有限公司诉王晓峰其他合同纠纷一案 上海市第一中级人民法院（2016）沪 01 民终 2416

败的抗辩理由所参考因素包括：


- 投资文件对于投资者能否参与经营以及投资者介入经营将导致目标公司/创始股东不承担对赌责任是否有明确的约定；
- 投资者参与经营是否有不当目的或者不当行为，如是否存在使目标公司经营状况恶化的动机，是否存在违规操作、阻碍交易、损害公司利益等妨碍目标公司正常经营的行为，是否存在为自身利益不正当地促成对赌条件成就的情形；（由对赌方承担举证责任）
- 投资者介入公司经营，进而干扰原股东经营管理与目标公司亏损之间是否存在因果关系。

2.2.2 对于“投资人过多介入经营管理是否必然影响业绩对赌触发后的权利行使”思路不一，但是可以确定的是，投资人是否存在过多介入经营行为/实际控制是法院认定的重要考量因素，有相关案例³依据“权利义务对等原则”“公平原则”等法律原则认为投资者参与经营管理/存在实际控制事实应作为业绩补偿的分摊因素，判决减轻了业绩对赌方的部分责任或认定其完全不承担责任。





2.3 实务建议

号民事判决书

³ 山东新华医疗器械股份有限公司与成都英德生物医药装备技术有限公司业绩补偿纠纷案：山东高院认为，公司业绩下滑是因外部所处市场竞争的变化及内部管理经营的变化而导致公司未完成盈利预测，从各方提交的现有证据分析，无法判断市场因素在成都英德业绩下滑中所起到的比重，也无法判断更换不同管理者而对成都英德业绩所产生的后果程度，双方对因内部经营管理而造成业绩下滑均负有责任。法院酌定创始股东不需要承担二倍的业绩补偿，而仅需负担一倍业绩补偿 70% 的责任。



综上所述，对于投资人而言合法合规地正常行使股东权利适度参与公司经营通常不会影响业绩对赌触发后权利的行使，但是若投资人参与经营历与对赌条件成就具有直接关联，且被证明存在恶意促成，或形成对目标公司的实际控制，在业绩对赌触发后投资人要求行使的相关权利比如回购价款或业绩补偿可能会被予以酌减。

- 
- 
- 投资人参与目标公司经营应当符合投资协议/公司章程的约定；
 - 尊重原始股东对目标公司的经营管理，在决策机制上明确原始股东/创始人对经营管理的控制；
 - 完善内部决策程序，行使投票权特别是一票否决权时合理有据；
 - 为目标公司介绍业务、提供经营发展的建议以及参与新一轮的融资谈判等行为时保留沟通证据，明确介绍并非强制要求。
- 
- 

私募基金法律纠纷审判实务解读

作者：王晨星

【前言】

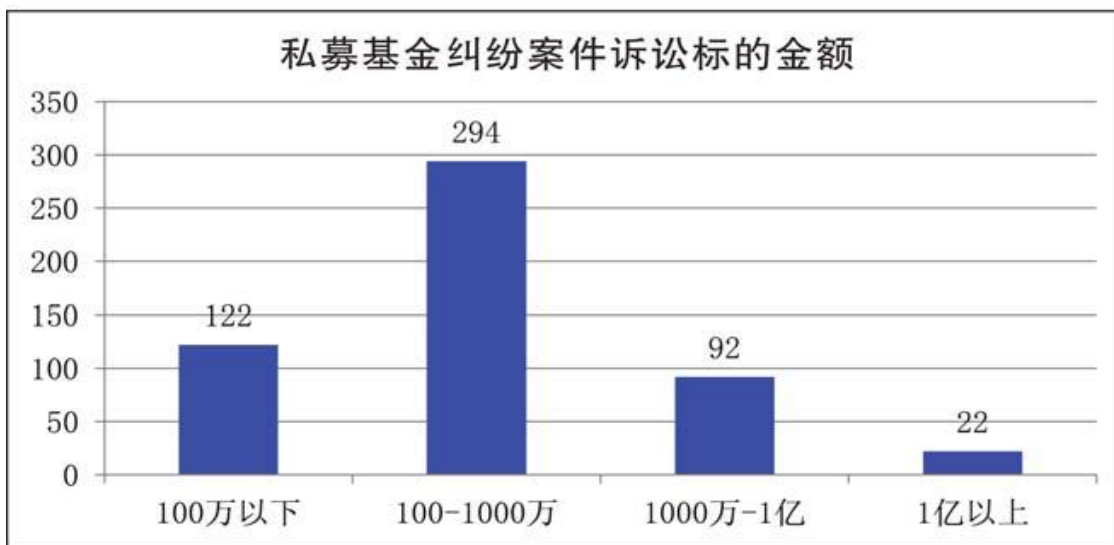
近年来，迅猛发展的私募基金为公众拓宽了投资渠道，成长为我国资本市场的重要力量。与此同时，诉讼领域的私募基金纠纷逐步增多，该类纠纷专业性强，涉及的法律关系较复杂，事实认定困难，而相关法律及制度供给相对不足，导致审判实践普遍面临诸多疑难问题。

本文以上海法院 2016 年至 2021 年审结的 542 件涉私募基金类案件为样本，对该类案件的呈现特点、审理难点进行了梳理、探究，并对国有企业参与基金提出了相应的建议，以期在私募基金募、投、管、退过程中精准防范风险，妥善化解纠纷。

一、法律纠纷统计

(一) 涉诉案件标的额

私募基金案件总标的额超过人民币 140 亿元，平均诉讼标的额超过 2600 万元，远高于一般金融案件。私募基金诉讼案件诉讼标的金额如下图所示：



(二) 涉诉案件数量

2016年至2021年私募基金案件的数量逐渐呈现出上升趋势，尤其在2017年至2018年间呈现出快速增长态势。以案件审结日期作为标准，2016年至2021年上海私募基金纠纷案件数量变化趋势如下图所示：



二、呈现特点

(一) 案由类型差异化

一旦发生私募基金纠纷，如何界定基金合同的性质将直接

影响当事人权利义务关系的认定。由于《民事案件案由规定》并无与私募基金纠纷确切对应的案由，根据投资者起诉时主张权利的角度，法官据以审理的基础法律关系亦不同，导致案件确定的案由有差异。样本案件涉及的案由主要包括民间委托理财合同纠纷、金融委托理财合同纠纷、侵权责任纠纷和财产损害赔偿纠纷，其中委托理财合同纠纷的案由占九成以上，仅有9个案件当事人从侵权角度主张权利，而最终确定案由为侵权责任纠纷和财产损害赔偿纠纷。

司法实践中对基金合同性质认识不统一，从当事人权利义务的本质看，基金合同的本质是在投资者与管理人之间设立信托法律关系，包含代客理财的投资管理目的，将其归入委托理财合同纠纷既能全面反映其法律属性，又能在运用合同法一般规定的基础上，借鉴证券业等金融领域相关规定和监管规则，在司法视域内推动私募基金纠纷的横向规制。

(二) 诉讼主体多元化

根据私募基金在募、投、管、退阶段的不同参与主体，该类案件的被告主体类型涉及管理人、托管人、外包服务机构、代销机构及其他主体等多方主体，具体被告种类在个案中不尽相同，投资者为了最大可能实现其诉求，往往将所有产生关联的主体列为被告，产生多数当事人诉讼，统计样本中仅有6起案件投资者单独诉托管人或代销机构，其他投资人在起诉管理人的同时，均要求托管人等其他主体承担连带赔偿责任。

三、审理难点

(一) 缺乏可适用的裁判依据

截至 2021 年底，部门规章方面，《私募投资基金监督管理暂行办法》和《证券期货投资者适当性管理办法》构成了私募基金行政监管可适用的具体依据。司法实践中，多数法官选择通过适用《证券投资基金法》较为原则性规定和援引部门规章进行裁判。

在立法难以完全涵盖基金纠纷的情况下，案例是呈现基金纠纷裁判现状的有效载体，法官往往去找寻具有指导或者参照意义的案例作为裁判依据。目前最高院发布的指导性案例未涉及私募基金，而公报案例或以各种方式公布的典型案例中有关私募基金的数量也稀缺，因此，投资者和管理人、托管人签订的基金合同是司法裁判的主要依据，但裁判者对具体履行合同义务的尺度无统一认识，如何借助现有的一般规范获得正当的个案判决，是司法实践中的难题。

(二) 新型业务需要更精准的裁判规则

随着私募行业的蓬勃发展，对赌协议、返售条款、领售权条款等诸多创新行为层出不穷，托管、代销、服务等多种复合业务关系也相继出现，这对法官在理解现实交易习惯、行为动因等方面存在的障碍。私募基金投资者作为合格投资者，对基金产品的风险等级有相应辨识力，对签署合同等法律文件具有注意义务，应自行承担一定的市场投资风险，其将投资损失归

鉴于案涉各被告的主张能否成立需要根据案件事实进行具体判断。

由于不同种类基金的损失原因大相径庭，法官难以判断投资失利是由市场本身和基金领域固有的投资风险造成，还是管理人等主体未履行约定义务所致。如何掌握其履行职责是否到位的尺度，法官有较大的自由裁量权，得出的结论不统一，故要准确界定管理人及相关主体的责任是否成立及其范围，需更加精细的规则和裁判考量。

四、国有企业参与私募基金的建议

国有企业资本是私募基金市场的重要资金来源，国有企业在参与私募基金过程中存在的问题不利于国有企业的良性运营。能否实现国有资本的安全退出，关系着我国多层次资本市场的发展。

（一）明确管理任务，加强市场化考核

结合现阶段国有企业设立私募基金现实问题，要明确私募基金的管理主角，明确国有企业的管理自主权，以便于国有企业开展各项市场化考核，制定有效的自查保护机制。同时，现有政策也需要国有企业严格遵循《公司法》各项规定，遵循国资管理的有关规定，履行国有资产评估程序，分析国有资产与市场化公司价值估值之间的差距，在退出阶段进行资产评估与进场挂牌交易。

国有企业要明确现阶段私募基金形式特点，建立健全投资

考核体系，细化周期性投资评估与投资决策，在全面掌握管理人团队过往投资经历的情况下判断是否参与投资，加强标的企业市场前景评估、资产评估，以此强化私募基金的运营稳定性，保证自身主动地位的同时参与对私募基金的管理与控制，从而实现国有企业资产的保值管理，获取更多的管理收益，维护国有企业的稳定发展状态。

(二) 构建资本纽带，规范合规性流程

结合现阶段国有企业参与私募基金现实问题，要构建良好的资本纽带，加强私募基金与资金端之间的管控关系，还需优化操作流程，提升私募基金设立的安全性。一方面要结合不同的基金类型提出相应的母基金管控策略，提出不同管控类型，履行国资监管责任；另一方面在国有企业作为 LP 的情况下，建立健全的国有企业管控程序，突出强调国资监管责任、国有企业资产安全维护责任，提出管理人考核机制、退出机制、补偿机制等，从而保障国有企业资本安全。

此外，国有企业作为 GP 时，需要综合考虑私募基金的产品周期，尽可能选择风险较小、退出渠道通畅、收益较高的退出方式；还需要考虑目标企业的投资业务预期标准达成情况，关注目标企业的经营状况、估值金额，制定完善退出计划，明确退出的观望周期，在最大程度上保障国有资本安全稳定。

五、结语

私募股权投资是一种重要的资本投资模式，在推动我国市场经济健康发展、助力产业转型升级方面具有重要作用。优化私募基金的投资与建设流程，加强风险管控力度，优化退出时的资产评估及进场交易的流程，对实现资本的安全退出、提升私募基金的整体发展水平有着重要意义。

参考文献：

1. 肖凯，沈竹莺，杨惠，徐佳云.私募基金纠纷法律风险防范报告.上海金融法院.
2. 潘娟，刘欢.私募基金类案件的审理难点和裁判思路.山东法官培训学院学报.
3. 苏盼.司法对金融监管的介入及其权力边界—以金融贷款利率规范为例.上海财经大学学报.
4. 刘燕.“对赌协议”的裁判路径及政策选择—基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析.法学研究.
5. 宋安琪.私募合同纠纷司法裁判问题研究及其对私募监管的启示.金融法苑.
6. 王家樑.国有企业发展私募股权基金业务的回顾及思考.大众投资指南.

克服供应链压力，特斯拉一季度净利润暴增

作者：王华爽

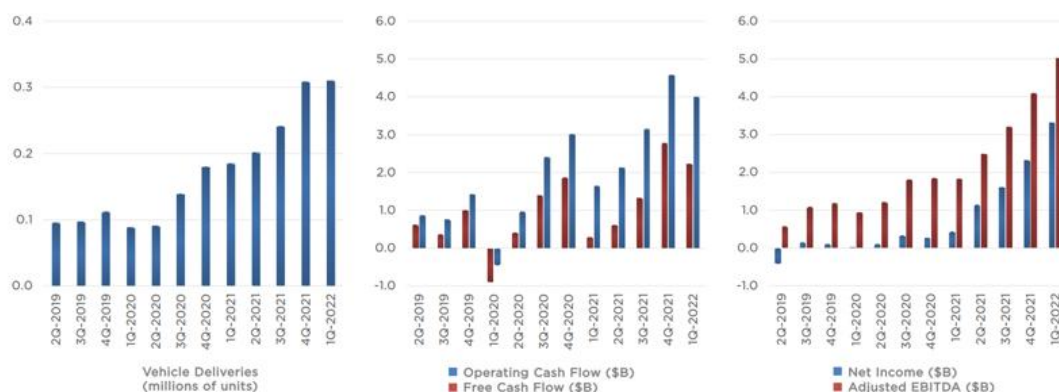
【前言】

近日，特斯拉正式发布了第一季度财报。数据显示，特斯拉第一季度总营收为 187.56 亿美元（1216 亿人民币），其中来自于汽车业务的总营收为 168.61 亿美元（1094 亿人民币），同比增长 87%；归属于股东净利润为 33.18 亿美元（215 亿人民币），创下历史纪录，较上年同期增长 658%。其中，美国依然是特斯拉最主要的市场，一季度来自美国市场的收入达 87.34 亿美元，占总营收比例 46.56%。中国则是特斯拉第二大市场，在中国市场收入达 46.5 亿美元，占营收比例达 24.8%，同比增长 52.8%，主要得益于上海超级工厂的增产和交付量上升。

一、财报概况

今年第一季度，尽管半导体和其他零部件短缺阻碍了汽车行业的发展，但特斯拉仍然交付了创纪录的销量，凭借更高的车辆定价，该公司第一季度净利和营收仍然实现大幅增长。

KEY METRICS QUARTERLY (Unaudited)



图片来源：特斯拉第一季度财报数据

具体来看，在供应链瓶颈的背景下，特斯拉第一季度仍然生产了逾 30.5 万辆汽车，交付了超过 31 万辆汽车。得益于强劲的汽车销量，特斯拉汽车业务的营收同比攀升 87% 至 168.6 亿美元；汽车业务的毛利润为 55.4 亿美元，同比涨幅为 132%，毛利率高达 32.9%。其中，出售监管积分 (regulatory credits) 为特斯拉贡献了 6.8 亿美元的营收，较去年同期上涨 31%。

另外，特斯拉的流动性不断增加。今年前三个月，该公司现金和现金等价物实现 175 亿美元，与此同时，该公司还在继续削减债务负担，截至本季度末，不包括汽车和能源产品融资在内的债务不足 1 亿美元。

二、运营概况

自疫情爆发以来，在竞争对手陷入全球供应链混乱、频繁停产的情况下，特斯拉却保持着较好的经营状况，连续几个季

度发布创纪录的交付量和收益，这不仅得益于交付量的持续增长，还由于特斯拉适时提高了车辆的平均售价，同时削减了每辆车的平均成本。一季度汽车业务毛利率高达 32.9%，单车净利润达到了夸张的 1.07 万美元，特斯拉单车均价也不过 5.62 万美元。对比国内新能源的领头羊比亚迪，最近公布了一季度业绩预告，公司 22Q1 燃油车及新能源车总销量为 29.1 万辆，对应的单车净利润在 480-1,510 元。

当前阶段，产能扩张仍然是特斯拉决策的核心。过去两个月，特斯拉位于德国柏林和得州奥斯汀的超级工厂先后开启投产和交付，为特斯拉的产线带来新的活力，产能进一步提升，全球交付速度持续提速。而上海疫情的反复，也让特斯拉二季度产销遇到较大挑战。如今，特斯拉上海超级工厂顶住供应链挑战等多重压力，经历短暂停工之后已经复工复产，但要达到满负荷生产还需一定时日，预计奥斯汀和柏林工厂将努力弥补上海工厂停产带来的损失。

随着两家新工厂的投产，特斯拉将能满足不断增长的汽车需求。但现阶段，三家工厂都在努力实现产能爬坡，而这需要时间，且爬坡的速度将由新产品的引入速度、工厂生产技术和持续的供应链瓶颈息息相关。

Installed Annual Capacity		Current	Status
California	Model S / Model X	100,000	Production
	Model 3 / Model Y	500,000	Production
Shanghai	Model 3 / Model Y	>450,000	Production
Berlin	Model Y	Early ramp	Production
Texas	Model Y	Early ramp	Production
	Cybertruck	-	In development
TBD	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Future Product	-	In development

图片来源：特斯拉

三、业绩展望

交付量方面，2022年一季度特斯拉共交付310048辆汽车，其中Model 3和Model Y共交付295324辆，Model X和Model S共交付14724辆。而在产能上，特斯拉今年前三个月全球总产量为30.5万辆，较上年同期增长69%。除了上海超级工厂提供了强大保障外，随着柏林、得州两座全新超级工厂的投产，使特斯拉的产能得到进一步提升，也加快了全球交付速度。据特斯拉透露，2022年的目标就是生产150万辆汽车。

现金流方面，特斯拉预计有足够的流动资金来支持其产品路线图、长期的产能扩张计划和其他开支。随着特斯拉继续削减生产和运营成本，该公司预计其软件带来的相关利润将持续快速增加，同时硬件也将带来一定利润，因此公司营业利润率将持续提高，达到行业领先水平。

自动驾驶汽车方面，马斯克透露，2024年将量产没有方

方向盘和踏板的完全自动驾驶汽车。这是一款全新设计的车型，使用成本预计会低于公交车票。新车会在 2023 年对外发布。马斯克预计，这款完全自动驾驶的出租车会成为特斯拉增长的主要动力。

四、结语

综上，可以看出，特斯拉一季度的营业收入同比增长主要受到交付量增加、单车成本降低等因素影响。然而，一季度较好的业绩情况并不能保证二季度有同样良好的势头。特斯拉将要面临的不利因素并不少。除了疫情反复，全球供应链受阻、芯片短缺、原材料涨价这些问题，都将使每家车企的产能受限，特斯拉也不例外。马斯克曾对外宣称，在没有新车推出的 2022 年，特斯拉重点就在于扩大产能。一季度，特斯拉销量增长了 68%，二季度却面临考验。年产能达 75 万辆的上海超级工厂已占特斯拉全球产能半壁江山，但却受疫情所累，在 3 月底停产，即使 4 月 19 日已经复产，预计产能也要到 5 月才能恢复。占据特斯拉全球产能一半的上海超级工厂，能否从疫情拖累中快速赶追，也成为接下来该品牌解决产能的关键。



旅投资本

ECOTIC CAPITAL

