

第09-10讲 基金内部治理和不同组织形式优劣比较

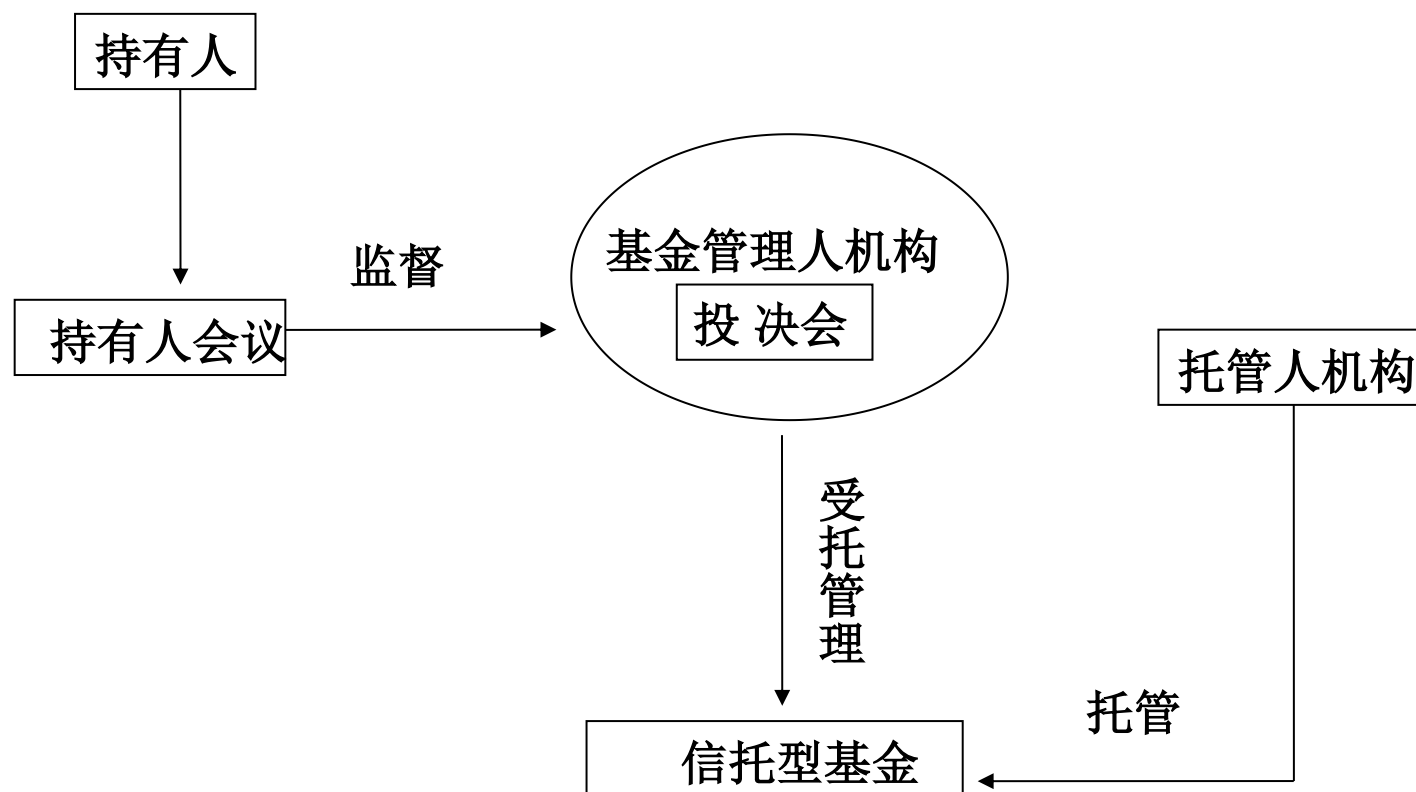
- 一、不同组织形式投资基金的不同内部治理机制
- 二、境外投资基金组织形式选择的演变
- 三、选择基金组织形式需要考量的因素
- 四、信托制度对创投基金的局限性
- 五、普通合伙对创投基金的不适应性
- 六、有限合伙对创投基金的适应性与不足
- 七、有限合伙对公司机制的借鉴
- 八、公司制度对创投基金的优势与成本
- 九、公司的自我完善：放权简政降成本

附：中国合伙型基金快速发展的原因与合伙迷信

一、不同组织形式投资基金的不同内部治理机制

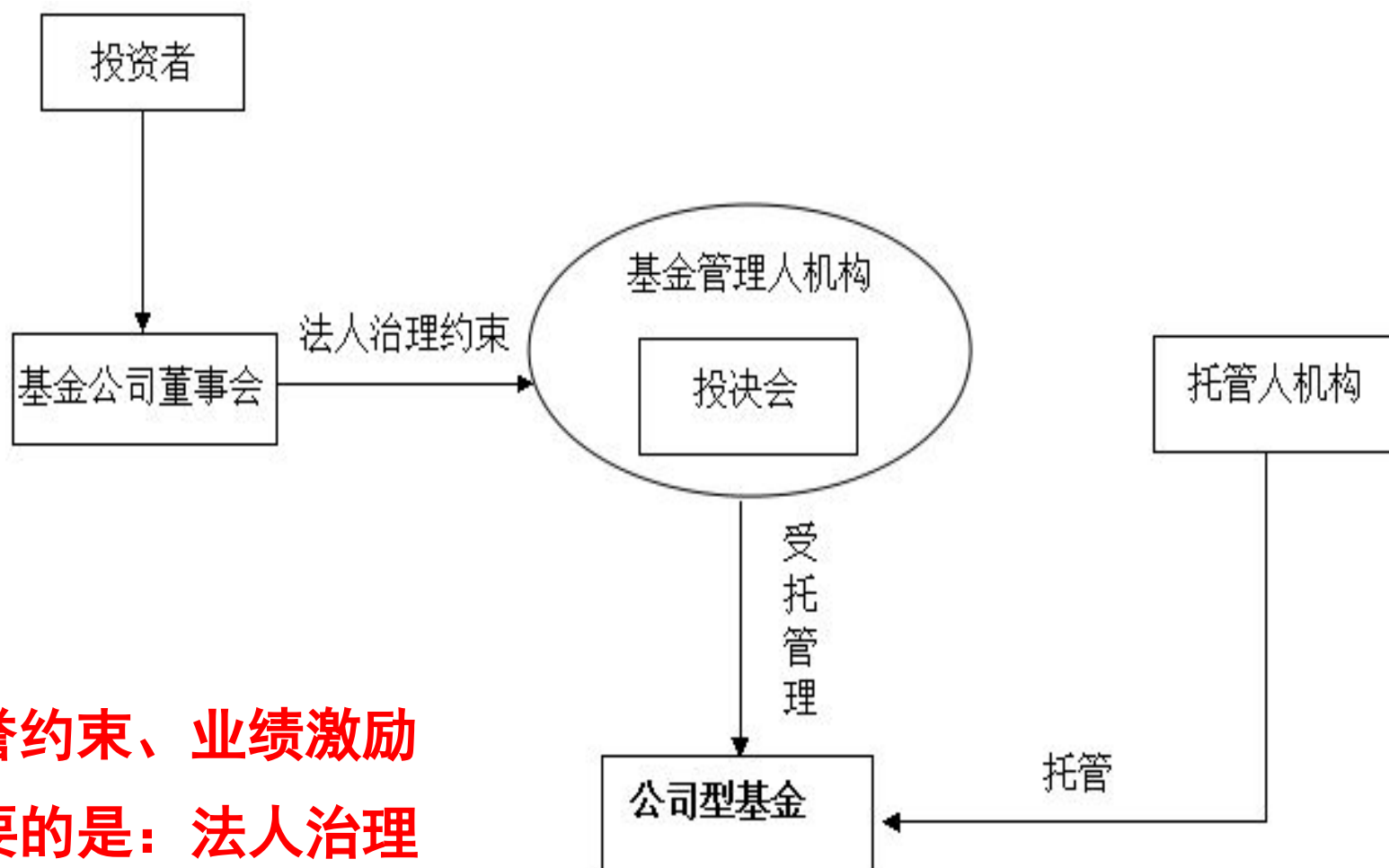
- 1、信托型投资基金的治理机制
- 2、公司型投资基金的治理机制
- 3、合伙型投资基金的治理机制

1、信托型投资基金的治理机制



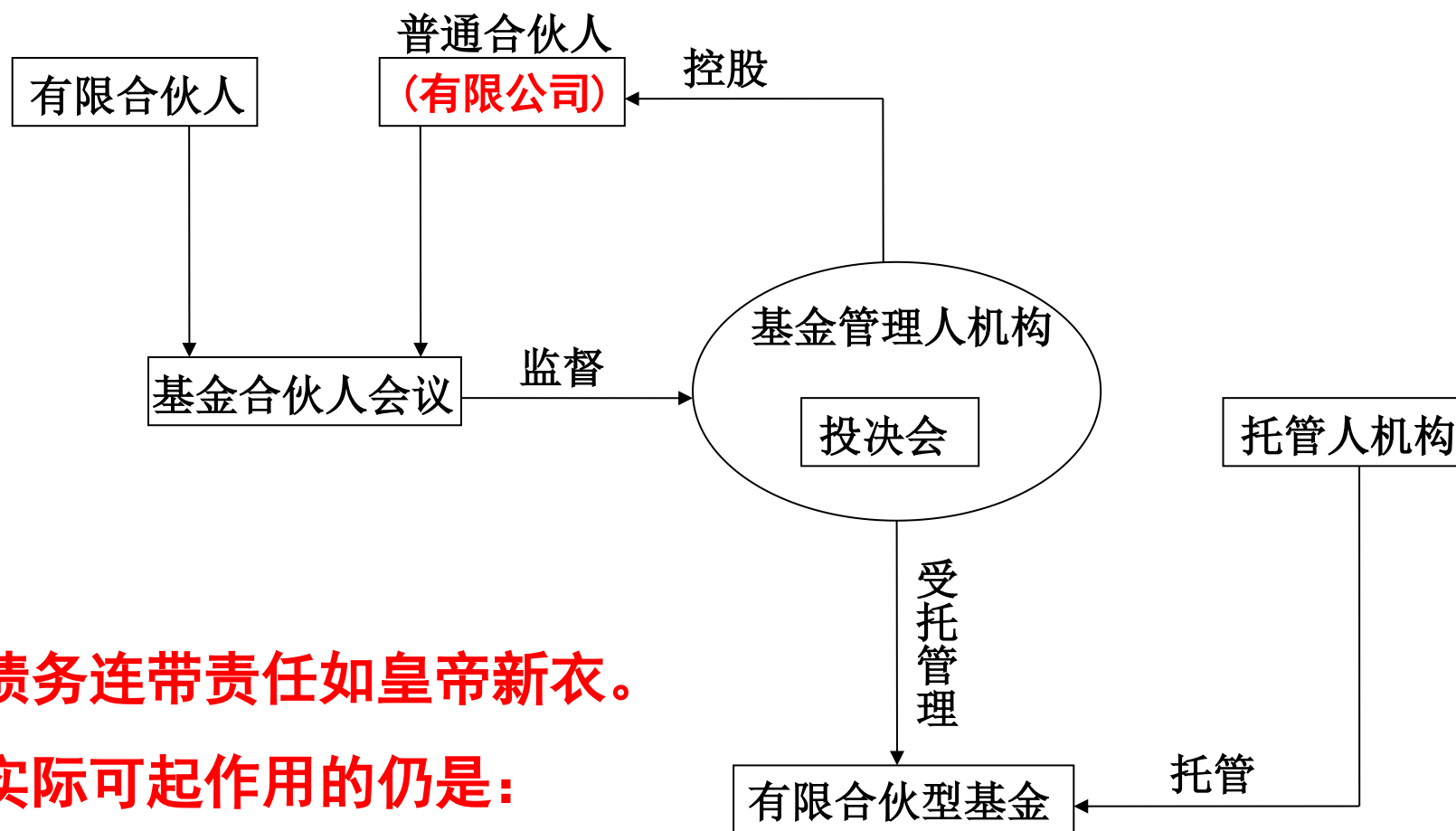
对PE基金而言，投资人单纯的外部监督只不过聋子耳朵。
实际可起作用的：声誉约束、业绩激励。

2、公司型投资基金的治理机制



除声誉约束、业绩激励
更重要的是：法人治理

3、有限合伙型投资基金的治理机制



债务连带责任如皇帝新衣。

实际可起作用的仍是：

声誉约束、业绩激励。

二、国际社会投资基金组织形式的演变

1、在英国起源阶段：19世纪中叶在英起步时，主要是证券投资基金。由于英是信托发源地，故当时证券投资基金自然地选择以信托型设立。

2、在美国发展阶段：20世纪，由于信托形式存在道德风险，美创新出公司型投资基金。为避免双重征税，将公募类“受监管投资公司”视为“投资管道”，直接在投资者环节课税。此后，公募类基金主要按公司型设立。由于私募基金享受不了此待遇，从避税考虑，多采取有限合伙型。

3、在全球多元发展阶段：证券基金既有英国为代表的信托型模式，也有美国为代表的公司型模式；但是，PE/VC基金均不采取信托形式，而是采取公司型，或从避税考虑采取有限合伙型。

附：创投基金组织形式的选择

1、美国：1822年就出台了有限合伙法，可是120多年后的上世纪40-70年代，创投起步并快速发展时却主要采取公司型。原因何在？典型有限合伙相对公司言，对创投基金有局限性。

后来转以合伙型为主，有没有外在原因？

经考查，有多方面外在原因：1) 公司型面临双重征税，且高税率；合伙型不作为纳税主体，且因所得性质可穿透，在个人投资者环节还可享受长期投资优惠。2) 美国是非成文法系国家，基金在以合伙名义避税同时，还可私下借鉴公司机制，后来甚至通过推动修法，合伙法律也引入了公司机制。3)

2、英国：一开始，创投也以公司型为主流；后因和美国同为非成文法系，合伙有避税优势，故逐步增多。但因有政策特别鼓励公司型，故公司型仍占有相当比重。

3、不少成文法系国家和台湾等：迄今仍以公司型为主流。

三、选择组织形式需考量的因素

- 1、基金参与经济社会活动的法律地位
- 2、“委托—代理”带来的道德风险
- 3、确保运作效率切实提高需解决的问题
集体决策下可能出现的低效率
分工合作关系下的权利义务相对性
- 4、债务连带责任的承担问题
- 5、基金组织的稳定性
- 6、制度成本（包括管理费、税负）问题

四、信托制度对创投基金的局限性

1、投资于非公开交易的私人股权，资产不具有流动性，投资主体无法采取“以脚投票”方式控制风险，需要诉诸“以手投票”方式行使股东权力。然而，在信托关系下，基金必须将资产经营权、所有权和处置权全部转移到基金管理人，基金本身不具有法律主体地位，故必然面临基金无法直接对被投资企业行使股东权益，而只能由基金管理人代持等问题。

2、投资标的和资产的信息无法公开披露，在基金管理人不受约束地集三权于一身的情况下，极易出现道德风险。

3、决策速度上的优势在创投中难体现。

4、由受托人承担连带责任对创投的影响。

5、基金稳定性较差。

6、制度形成成本大。

五、原始普通合伙对创投的不适用性

- 1、原始的普通合伙企业，既非独立工商主体，更非法人主体；只是伙伴关系、“人的聚合”，故主要适合“人合企业”。
- 2、靠私人关系和事前协议维系，未形成制度化的选择代理人和防范委托代理风险的机制，更没有建立起法人治理机制，故主要适合信息不对称低的简单合作关系。
- 3、由所有普通合伙人共同管理，存在责权利的相对性，容易形成“群龙无首、悬而难决”局面，无人真正对合伙企业承担责任，故主要适合家族企业。
- 4、合伙人都承担连带责任，影响投资积极性。
- 5、组织稳定性较差，任何合伙人退伙即意味着散伙。
- 6、制度成本：当用于简单合作关系，运作成本低；当用于向广泛范围募集资本的资合性组织，签约成本就大。

六、典型有限合伙对VC的适用性与不足

通过对普通合伙的创新，为小型加工贸易企业提供了有效的组织形式。在一定程度上也适用创投基金，但仍存在局限性：

1、仍不具法人主体地位。与普通合伙企业相比，其创新在于对两类不同合伙人之间作了分工：参与经营事务的合伙人，依然充当普通合伙人角色，因而需对债务承担连带责任；不参与经营事务的合伙人，只需以投资额为限承担有限责任，因而成为有限合伙人。已具有一定资合性质，但主要是人合性。

2、在LP和GP之间，形成了事实上的委托代理关系。但是，主要靠私人关系基础上的市场声誉机制，来解决委托代理问题。

3、在GP间仍存在权责利相对性问题，影响投资运作效率。

4、各GP仍需承担债务连带责任，故债务承担机制仍有不足。

5、稳定性较差，投资套现即清盘，投资过程中还较易断供。

6、在市场不成熟的情况下，签约成本较大。

七、美国有限合伙对公司机制的借鉴

1、通过非法定的制度安排，引入公司机制

1) 赋予合伙人会议类似股东会、董事会职能，并引入顾问委员会、评估委员会。

2) 在所有普通合伙人中选举产生“首席合伙人”，使之类似总裁角色。1994年《统一有限责任法》出台后，甚至直接由有限责任公司任普通合伙人，或者基金管理人。

2、通过立法和修法，为引进公司机制提供法律保障

1) 承诺合伙为法人实体，激励机制和派生诉讼变得可行。

2) 1916年统一有限合伙法：即使LP掌握一定控制权，但如对债务没有直接责任，即无需对债务负责；76年修改时，明确LP可参与重大决策，只有参与具体事务时才失去有限责任保护；85年再修订时，进一步明确可从七个方面参与合伙事务范围。

3) 全面引进有限责任制度。

4) 不再限制合伙人人数。

八、公司的制度优势与制度成本

1、公司本身具有独立法人地位，能够十分便利地参与各类经济社会活动，并独立行使权利、承担责任。

2、以法人治理和更多种类激励机制，解决委托代理问题。

3、通过分工克服相对性问题，且可实行灵活组织结构。

4、由于公司本身只承担有限责任，故所有股东都可享受有限责任保护。

5、由于可对代理人实施有力的法人治理约束，且可随时通过董事会等组织程序解决问题，所以，股东的信任度高，极少发生“断供”问题，组织稳定性好。由于法人财产独立于公司股东，故也不会因某个股东的退出而影响组织的稳定。

6、制度成本较大，尤其是有可能双重征税。

九、公司的自我完善：放权简政降成本

1、下放公司决策权：

- 1) 股东大会中心主义
- 2) 董事会中心主义
- 3) 董事与经理分权

2、精简不必要的公司机关：

- 1) 精简决策机关：如有限责任公司可不设董事会。
- 2) 精简执行机关：如业务外包，甚至不设管理团队，而是委托第三方管理。
- 3) 适应投资性公司特点，作出灵活增减资安排、以及提取法定公积金。

附：中国合伙型基金快速发展的原因与合伙迷信

- 一、合伙型基金在我国快速起步的两方面理性因素
- 二、助推合伙型基金大跃进的十方面非理性因素
- 三、十大合伙迷信与现实的差距

一、合伙型基金在我国快速起步的 两方面理性因素（上）

1) 治理机制方面，对基金确实具有一定程度适用性

对重视声誉的基金经理，声誉约束就能发挥约束功能；

对有长远打算特别是有事业心的基金经理，业绩报酬就能发挥激励功能。

尽管我国信用环境欠佳，行业规范水平不高，“声誉约束”和“业绩激励”尚难以对所有的基金经理起作用，但是，为那些重视声誉而且有长远打算和事业心的基金经理提供以有限合伙型运作PE基金的法律空间是完全必要的。

所以，本人早在1999年参与起草基金法时，即倡导在合伙法未修订前，可考虑在基金法中借鉴国外有限合伙的一些机制。

一、合伙型基金在我国快速起步的 两方面理性因素（下）

2) 宏观环境方面，通过多方面努力，解决了合伙型基金的主要政策障碍

2007年合伙企业法修订案刚实施时，确实存在着诸多的政策法规障碍。为给有限合伙型基金营造良好环境，本人一方面对各类“合伙迷信”尽可能地予以提醒，另一方面又默默推动有关部门加快修改相关政策法规，为合伙型基金运作扫除了主要障碍。

例如，2007年《合伙企业法》修订案刚开始实施时，按《公司登记条例》，合伙企业不能作为未上市企业的股东。后来，经本人在发展改革委时期的多方协调，工商部门最终同意合伙企业可以作为未上市企业的股东。

再如，最早按照《证券法》，只有自然人和法人才能开立证券账户。后来，经本人在发展改革委时期的极力推动，证监会出台特别规定，允许合伙企业也可开立证券账户。

二、助推合伙型基金大跃进的十方面非理性因素

- 1) 权威人士作出的与事实并不相符的解释，使各界对VC采取有限合伙形成了高度预期；
- 2) 基于某国某时期的表象，即形成对合伙的十大迷信。
- 3) 早期本土从业人员主要供职于国有公司型VC，国有产权带来的困境被普遍误解为公司制度的问题，因而寄希望于有限合伙能助其走出困境；
- 4) 海归从业人员主要来自英美，所以难免片面于推崇英美非成文法系框架下的合伙模式；
- 5) 将作为俗称的“合伙人制度”混同于“合伙企业制度”，使得并不准确的“合伙”概念更快地流行成为时尚，各种假合伙泛滥成灾；
- 6) 基金管理人从便于操控基金考虑，倾向选择合伙形式；
- 7) 中介机构从利于招揽业务考虑，倾向推荐合伙形式；
- 8) 税收工商国资管理等各类政策均倾向合伙型却歧视公司型基金；
- 9) 不公平税负逼迫社保基金优先投资合伙型基金，各级引导基金甚至要求子基金原则上以合伙型设立；
- 10) 合伙型基金可随意避税，进而无需任何成本搞层层嵌套规避监管。

1) 权威人士作出的与事实并不相符的解释，使各界对VC采取有限合伙形成了高度预期。

人大在修订《合伙企业法》时曾遇强烈反对。为确保通过，权威人士称“我国迫切需要发展VC，而有限合伙才是合适的组织形式，国外就是为了发展VC才创设出有限合伙”。**而事实是：**

A、境外VC基金主流形式其实因法律体系不同而炯然相异

在一些成文法系国家和地区：迄今公司仍是主流组织形式；我国台湾作为亚洲VC最发达地区，VC基金一直以公司形式设立。

在作为非成文法系国家的美国，VC基金在上世纪40—70年代起步时也是以公司形式为主，主要因为两方面原因，后来才逐步转为合伙型为主流：一方面公司型面临双重征税，合伙则无需作为纳税主体；另一方面在非成文法体系下，市场主体无需遵守严格的成文法律，而是可以在民事契约中自主引进公司的治理机制。

B、最早有限合伙并非为VC特设

早在中世纪就出现了有限合伙，却是为了适应麦田收割等简单合作业务的需要；美国早在1822年就颁布了有限合伙专门法律，主要是为了简单的融资安排。

2) 基于某国某时期的表象，即形成对合伙的十大迷信

对上世纪80年代以后“美国VC基金转以合伙型为主流”现象，国外学术界主要是将之归结为：有限合伙型基金具有避税优势。有学者指出，如公司也能避免双重征税，或许更适合VC基金。

在解释“为何有限合伙这种偏人合的企业组织形式居然适合VC基金这种资合性投资主体”时，也主要是认为，通过种种改良，较好地克服传统有限合伙的局限性。其中，最主要的改良恰恰是借鉴了公司的机制。

在笔者看来，基金组织形式选择不仅要考虑基金治理的有效性，而且要考虑基金的运作成本，特别是税收成本。由于无论是基金治理，还是税收，又与成文法、非成文法两大法律体系直接关联，所以，只有对两大法律体系下基金组织形式的不同演变历史进行比较研究，才能深入理解基金组织形式选择的深层次根源。

（接后页分析）

可是，国内学者由于普遍习惯于对权威观点进行解释，在没有对不同法律体系下税收制度和基金治理机制的不同演变历史进行比较研究的情况下，就先入为主地基于“美国VC基金转以合伙型为主流”表象，断定“有限合伙是VC基金的最佳组织形式”！然后，再为着这个结论去寻找原因。

有些学者为使自己的结论显得更有学术依据，还诉诸一大堆数理模型加以论证。但由于数理模型的逻辑前提是人为设定的，也就只能是沙滩上建塔。例如，某学者基于“合伙型可建立激励机制而公司型没法建立业绩激励”的所谓“前提”，通过数理模型推演，雄辩地得出“合伙型基金的综合业绩必然优于公司型”的结论。但遗憾的是，其数理模型的前提与事实并不相符。因为，不仅公司型基金也可建立业绩激励，而且正如后面将要揭示的，其实合伙型基金的业绩激励恰恰是从公司制度借鉴而来的。

于是，美国为避免传统有限合伙局限性，通过借鉴公司机制而进行的种种“改良”竟然被国人误解为有限合伙所特有的“优势”，并被神化为十大迷信。（后面将具体分析）

3) 早期本土从业人员主要供职于国有公司型VC，国有产权带来的困境被普遍误解为公司制度的问题，因而寄希望于新的有限合伙能助其走出困境。

如前所述，公司型基金除可建立声誉约束和业绩激励机制外，还可建立法人治理机制，治理机制更为完善。《公司法》历经2006年、2010年两次修订后已变得较适合于VC；对一些不适应性，也可根据2005年11月出台《创业投资企业管理暂行办法》所提出的十大制度创新加以解决。但是，由于我国早期的公司型基金主要是国有性质，国有产权所导致的投资决策低效率（如重大决策须报请国资委批准），使得人们往往是恨屋及鸟，而将国有产权带来的困境，误以为是公司制度引起。

对有限合伙，虽然在欧美市场发达国家作为相对古老的企业组织形式，历史比公司要久远得多；但在中国，有限合伙却是新出现的企业组织形式，因而自然对其充满了期盼。特别是在人大常委会的解释材料将有限合伙宣讲成“是适应发展VC的最佳制度创新”以后，各种关于有限合伙的迷信迅速弥漫市场。

4) 海归从业人员主要来自非成文法系国家，天然习惯非成文法系框架下的合伙模式

如前所述，境外因法律体系不同，所选择的基金组织形式也不同。但我国的PE和VC作为舶来品，在行业发展早期，从业人员的中坚力量主要是来自英美等非成文法系国家的海归派人士，他们天然习惯于按英美非成文法系框架下的合伙型组建基金。

5) 将作为俗称的“合伙人制度”混同为“合伙企业制度”，使得并不准确的“合伙”概念很快流行为一种时尚，各种假合伙泛滥成灾。

西方人讲究“概念准确，推理严谨”，中国人更习惯于“基于大概齐的意念，搞中庸的模糊判断”，所以更易于将似是而非的不同事物混为一谈。于是，一部《中国合伙人》影视剧热播之后，便普遍将公司框架下的“管理层持股”误解为“合伙人制度”，并将之与法律意义的合伙企业制度相混淆！

上述模糊认识不仅进一步加深了对合伙企业制度的误解，而且使得这种误解迅速地社会各界流行，并成为一种时尚。在这种背景下，不仅形成了千军万马争当“全国、全省、全市、全县第一家有限合伙”的局面，而且涌现出了种类繁多的借“合伙”之名赶时髦的假合伙！

6) 基金管理人从便于操控基金考虑，倾向选择合伙型

在发展合伙型基金之初，市场普遍以为“基金以合伙型设立，投资人就只是给钱，全部控制权便都交由管理人了”。于是，那些缺乏自我约束意识且对基金治理缺乏深刻理解的基金管理机构，从便于操控基金考虑，自然倾向选择合伙型。

由于投资者从保护自身权益角度考虑更倾向于基金以公司形式设立，有市场人士为剥夺投资者的这种选择权，甚至通过人大代表和政协委员的“两会”建议和提案，“建议废除公司法”！

7) 中介机构从利于招揽业务考虑，倾向推荐合伙型

对专门为基金管理机构提供咨询服务的律师事务所、会计师事务所而言，推荐合伙型不仅更利于迎合基金管理机构的偏好，而且由于基金管理机构对合伙这种新组织形式相对陌生，更需要求助于他们为之提供法律服务。

相反，如果是设立公司型基金，包括基金管理人在内的各类市场机构都已经很熟悉，就不一定需要律师事务所、会计师事务所为之提供咨询服务了。

本人就有一些律师和会计师朋友，他虽然心里明白在中国市场条件下选择有限合伙形式尚面临不少问题，但为了好招揽业务，总是宣传有限合伙如何如何好。

8) 税收工商国资管理等各类政策 均倾向合伙型却歧视公司型基金

在境外，因公司型基金能建立起法人治理机制，更利于保护投资者权益，因投资者更加信任也更利于作长期投资，故在对VC基金给予优惠政策的国家（如英国、法国、卢森堡、荷兰）通常要求享受优惠政策的基金以公司型设立。

在我国，由于各界均误以为“发展有限合伙，才能发展创业投资，才能有效支持创新”，各类优惠性政策均倾向合伙型基金却歧视公司型基金：**一是**在税收政策上，不仅各地方政府竞相为有限合伙出台了众多优惠政策，中央政府的税收优惠政策也更利于合伙型。**二是**在工商管理政策上，地方政府为适应市场机构“合伙型基金在工商登记上应该灵活”的要求，无视国家法律的规定，将合伙型基金的工商登记人为放宽，由于疏于审查，频繁出现非法集资后，又让公司型基金连同吃药。**三是**在国资监管政策上，也仅向合伙型基金豁免或适用宽松政策。

9) 不公平税负逼迫社保基金优先投资合伙型基金， 各级引导基金甚至要求子基金原则上以合伙型设立

《合伙企业法》修订案实施之时，正好全国社保基金开始积极探索通过投资股权和创业投资基金实现保值增，各级政府引导基金也开始积极探索通过参股支持等方式引导社会资金投资设立子基金。因此，它们对基金组织形式的选择成为了当时PE和VC基金组织形式选择的风向标。

由于合伙企业在我国毕竟被作为“非纳税主体”，故社保基金等免税主体如果投资于合伙型基金，即可在基金、投资者两个环节完全避税。如果投资公司型基金，目前基金环节必须作为纳税主体，基金环节缴完税以后，收益分配到社保基金环节时又没法在社保基金环节退税。

各级政府引导基金也属于免税主体，支持合伙型子基金也能在基金、投资者两个环节完全避税，加之政府部门普遍误以为合伙型基金能够建立更有效的约束机制等原因，甚至要求申请参股支持的子基金“原则上以合伙型设立”。

10) 前些年，合伙型基金可随意避税，便于无需任何成本地搞层层嵌套规避监管

例如，基金环节无需纳税，在个人合伙人环节也不报税；

再如，因合伙没有严格的“出资”概念，通常不按年度汇算清缴，而是“等基金整体回本后再计税”。这样，将已实现收益和套现本金再投资，基金本金便可随意增大，以至于长期可借口“基金整体未回本”而避免缴纳所得税。

还如，不少合伙型基金将大部分投资者出资以借贷形式使用，对这大部分借贷性质的出资所获得的所谓“利息”，通常比照银行存款利息，不缴纳所得税。

特别是由于前些年既无需在基金环节纳税，也无需由管理人代扣代缴，所以，市场无需承担任何税负成本，就可设计出一层又一层的嵌套结构，最终实现其规避监管的目的。

三、十大合伙迷信与现实的差距

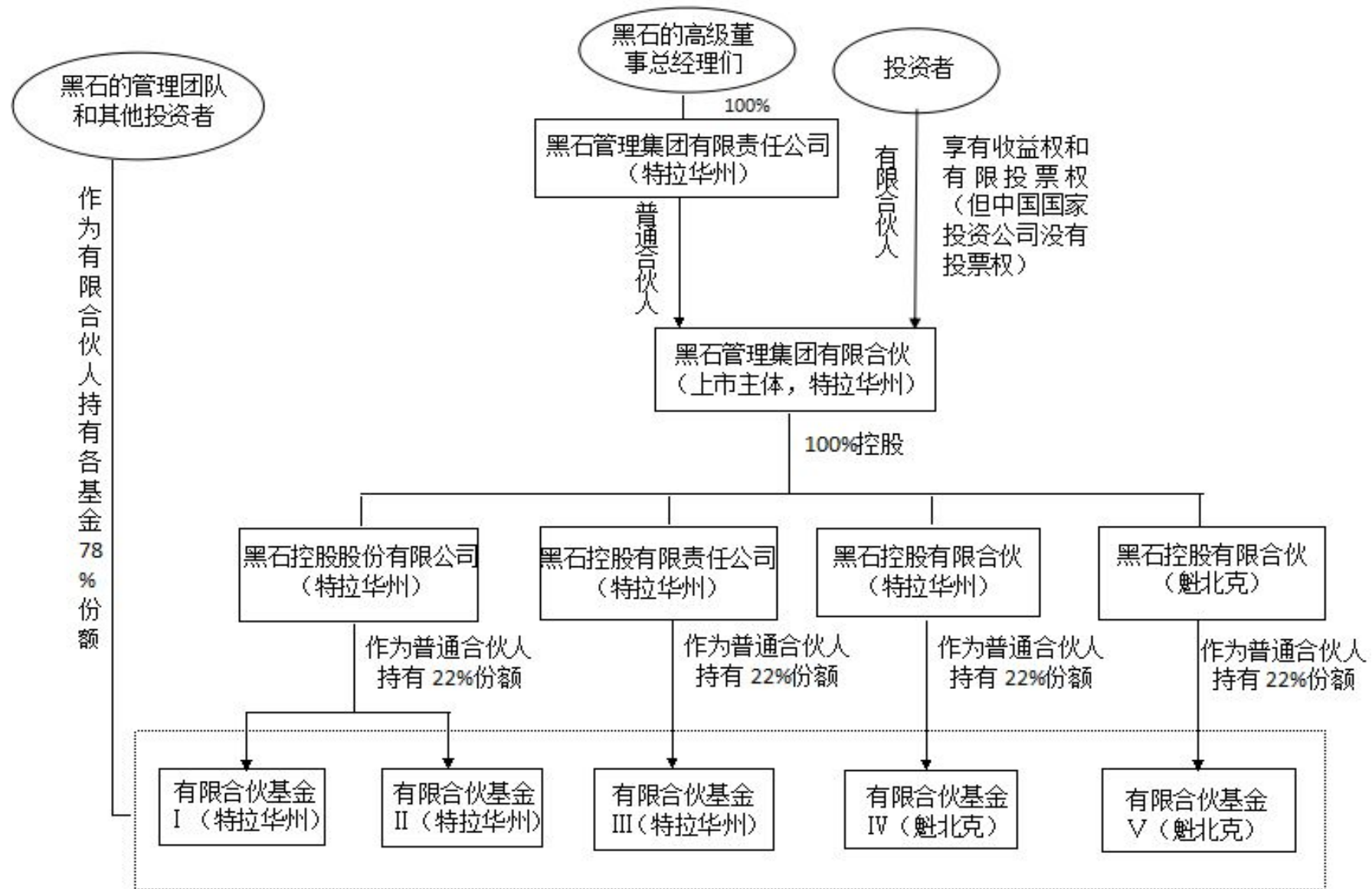
- 1) 迷信“由GP承担债务连带责任就能建立有效约束机制”;
- 2) 迷信“有限合伙契约就能有效约束基金管理人”;
- 3) 迷信“有限存续期限就能防范管理人霸占LP资金”;
- 4) 迷信“业绩激励就能有效激励管理人履行信义义务”;
- 5) 迷信“合伙能保障管理人独立专业管理”，有人甚至认为
“合伙颠覆了委托代理铁律，实现了代理人的翻身得解放”;
- 6) 迷信“合伙型基金的组织结构简单灵活”;
- 7) 迷信“合伙企业文化好，能提高管理效率，保障团队稳定”;
- 8) 迷信“有限合伙才能兼备资合人合优势”;
- 9) 迷信“合伙型基金工商登记便利”;
- 10) 迷信“基金以合伙型设立就可全面避税”。

1) 迷信“债务连带责任就能建立有效约束机制”，但现实是：对可能有债务的简单经营类企业、可能出现或有债务的会计师事务所，承担债务连带责任有意义，但对基金并没有实际意义。

对小型简单经营类企业，若以合伙设立，允许其负债不仅有利于扩大经营，而且债务风险可控。对会计师事务所这类从事特别资信服务的人合性企业，一旦替他人造假就可能酿成重大经济事件，故国家有必要予以重罚，并需要有人对罚款带来的或有债务承担连带责任。

然而，对基金这种复杂的资合类投资主体，若以合伙设立，还允许其负债，就容易出现“普通合伙人凭借自身的信息优势，既规避对债务承担连带责任，又将投资者本金和收益进行利益输送”的结局，故往往并不允许其负债。既然不负债，“对债务承担连带责任”就没有实际意义。对“打着合伙旗号违法违规受到处罚带来的或有债务”，执行合伙人也往往是通过“设立一家有限责任公司担任普通合伙人”的做法，尽力加以规避。**接后**

附：黑石为规避GP债务连带责任而设立的复杂结构



承上页

对中国有限合伙型基金频繁出现利益输送问题，有人普遍将之归究于法律允许有限责任公司担任GP，进而使得“承担债务连带责任”这种最有效的约束机制空置！

然而绝大多数国家，何尚不是允许有限责任公司担任GP！

因为，“债务连带责任”原本就不是为投资基金设立的！

从中国目前情况看，仅限于个人才能担任GP就能避免利益输送？在家庭财产制度不健全没有《个人破产法》情况下，个人承担连带责任有实际意义吗？

然而，不少人利用投资者的不成熟，将“债务连带责任”宣传成“承担无限责任”！其目的是让投资者放松对基金管理人的警惕。

公司型基金则不同：1) 通过对外明示承担有限责任，债权人 有动力对其负债进行评估和管理；2) 无需像合伙型基金那样通过复杂结构规避债务责任；3) 无法借“债务连带责任”行骗。

2) 迷信“合伙契约和合伙人会议就能约束管理人”， 但事实是：纸上契约未必履行；特别是合伙人会议被 管理人操控，无法独立约束管理人

因为，纸上契约对守约君子有约束力，对不守约骗子，就一纸空文。由于合伙人会议由普通合伙人召集，而普通合伙人理论上由管理人担任，但实际运作中，为规避对“或有债务”的连带责任，管理人往往指派其子公司担任，故合伙人会议不仅无法约束管理人，还往往蜕化为管理人从事利益输送的隐身衣。

与之不同的是：公司型基金除通过基金公司章程约束各当事人外，还可通过董事会组织程序进行法人治理约束。尤其是：董事会作为由所有股东选举产生的权力机构，才能真正独立于管理人，并随时对管理人进行独立评议，随时撤换不称职管理人。这种“疑人可撤”法人治理机制，才能有效约束管理人。

3) 迷信“合伙能确保管理人独立管理”，但事实是： 在现行国情下，由于投资者对合伙治理机制缺乏信任， 普遍通过各种曲线方式更具体地干预投资运作

例如，为避免管理人随意进行利益输送，投资者往往要求参与投决会，干预投资决策；强势投资者为控制管理人和进行另一种形式的利益输送，往往要求在管理人公司中拥有董事席位，甚至要求担任基金的并行普通合伙人、并行管理人，因而经常出现管理人被强势投资者挟持情形。

公司型基金除了声誉约束，还有如前所述的“疑人可撤”机制的最有效约束，故管理人更能尽职尽责地管好基金。由于投资者放心，反而普遍按照“疑人不用、用人不疑”原则，将具体投资决策授权给管理人；由于在基金董事会层面实行“多数决”，故也较难为某个强势投资者挟持。

4) 迷信“合伙型基金灵活简单”，但事实是：我国合伙框架的职权划分僵硬，投资者为争取控制权，同时又避免承担法律责任，不得不将基金设计得非常复杂

在非成文法框架下，合伙和公司均很灵活，两者的制度可相互借鉴。我国是成文法系，合伙企业法基于“LP出于对GP的信任而汇聚一起”理念，规定LP不执行合伙事务，且穷尽性列举的“不视为执行合伙事务的行为”不包括参与投资决策。

与之相对应，还规定第三人有理由相信有限合伙人为普通合伙人并与其交易的，该有限合伙人需对该笔交易承担法律责任。由于导致某笔交易的关键性因素是投资决策，故有限合伙人一旦参与决策就可能面临承担法律责任的风险。

于是，在实际运作中，LP为了既满足参与决策诉求，又避免承担法律责任，只好如前所述，寻求在管理人公司中拥有董事席位，甚至要求担任基金的并行GP、并行管理人。**接下页**

其结果，不仅直接干预了具体投资决策，而且导致基金结构复杂化。只因合伙型基金不作为纳税主体，设立多么复杂的嵌套结构也不会增加税负，反而利于避税，故基金结构已是越来越复杂。可见，所谓的灵活性，只不过是合伙型基金无需作为纳税主体，为复杂嵌套结构的随意设计带来了灵活性。

与之不同的是：在公司法经多次修订后，有关董事会权力的规定反而具有灵活性：1）公司法对董事会“决定公司的经营计划和投资方案”职责仅作原则规定，故董事会在保留总体投资方案决定权同时，可将具体的项目投资决策授权给管理人。2）明确经理除履行法定职权外，还可履行“董事会授予的其他职权”，从而为将具体的项目投资决策权授予管理人提供了法律保障。

正因为公司型基金可通过基金章程，对投资决策权作灵活约定，故无需设置复杂的基金结构。

5) 迷信“业绩激励就能有效激励管理人”，但事实是：不良管理人琢磨的是基金本金和全部收益

毕竟业绩激励要熬到投资退出后才能分享小比例超额分成，而不良管理人在募集基金伊始，就想好“一俟实现利益输送，就潜逃境外”。从历史起源看，业绩激励机制恰恰是从公司借鉴而来，并非合伙企业独有。

公司型基金除天然可实行业绩报酬外，自我管理公司型基金还可通过管理层持股、股票期权，给予管理层更多的激励。

6) 迷信“合伙才能兼备资合人合优势”，但事实是：基金环节的资合性，合伙型反而不如公司型；管理环节的人合性与基金组织形式并无必然联系

因为，基金通常采取委托管理，涉及基金和管理人两个主体，只有将两个环节联系起来考虑，才能得出正确结论。在基金环节，为赢得投资者信任，便于资金募集，应更多考虑资合性；在管理环节，为充分发挥管理人的专家管理作用，提高投资运作效率，应更多考虑人合性。

结合股权基金“投资运作高度不透明、道德风险高”实际，当基金以合伙型设立时，投资者的信任度低，不仅募资相对难，而且存续期短、资金到位率低；当基金以公司型设立时，投资者的信任度高，不仅募资相对容易，而且存续期长、资金到位率高。

从反映投资者信心的存续期看，据行业最近数据，以5—10亿规模创投基金为例，公司型基金平均长达8.93年，而合伙型基金仅为3.06年。从资金到位率看，公司型基金高达86.94%；而合伙型基金仅为36.68%。可见，基金环节的资合性，合伙型反而不如公司型。接下页

至于管理环节的人合性，由于取决于管理人的组织形式，故与基金组织形式并无必然关系。基金管理机构作为人合性企业，原本相对适合于合伙这种人合性组织。然而，在实际运作中，由于合伙主要适合简单合作关系，对基金管理这种相对复杂的合作关系具有局限性，故基金管理机构也多数采取公司形式。少数采取合伙形式的，也往往借鉴公司的“民主集中制”来克服合伙的“绝对民主平等”带来的扯皮问题。

特别是如前所述，合伙型基金由于缺乏法人治理机制，投资者信心较差，故往往直接干预投资决策，使得管理人较难独立发挥专家管理的人合作用；公司型基金由于有法人治理机制，投资者信心较高，故往往无需直接干预投资决策，反而更利于管理人独立发挥专家管理的人合作用。

7) 迷信“合伙型基金的管理文化能保障团队稳定”， 但现实是：管理文化与基金组织形式也无必然联系

正如前面所述的管理环节的人合性一样，基金的管理文化也取决于管理人的组织结构。既然从中外实际看，无论是公司型基金，还是合伙型基金，其作为受托管理人的基金管理机构绝大多数都是采取有限责任形式，而且少数采取合伙形式的管理机构也往往借鉴公司的“民主集中制”来克服合伙的“绝对民主平等”带来的扯皮问题，说明基金管理机构的管理文化建设未必就是合伙型优于公司型。

从基金管理机构的团队稳定性看，实践也已经表明：基金管理机构如按合伙型设立，管理团队往往是出走频繁，难以持续做大；如按公司型设立，反而可以通过“专业化分工基础上的集团化管理”，不断做大做强。

8) 迷信“有限存续期就能防范管理人霸占资金”， 但事实是：经常出现基金到期有意不清盘问题

毕竟有限存续期限也就只是约定，是否履约，得看管理人愿意。特别是对挪用资金的管理人，投资者要求提前清盘更无可能。

而公司型基金既可永久存续，也可通过章程规定有限存续。一旦发现管理人诚信问题，还可随时通过基金公司董事会决议，按照公司法规定的“减资”程序，提前将本金归还投资者。

9) 迷信“合伙型工商登记便利”，但现实是：严格依法注册合伙型基金，工商登记手续其实比公司型繁锁

前些年合伙型基金工商登记便利，是由于地方政府以行政命令方式，要求工商登记部门减少甚至是正常的工商登记审核程序，有的地方甚至要求对合伙型基金采取按小时限时通过。

对比《合伙企业登记管理办法》和《公司登记管理条例》，由于合伙企业缺乏法人代表对合伙独立承担责任，有关合伙协议修订和重新登记制度反而比公司章程修订和重新登记更严。例如，合伙企业合伙人退出和新进入，均意味着已变为新的合伙，故必须修改合伙协议并重新办理工商登记；而对股份公司而言，由于其拥有独立法人财产权，只要发起人（往往是管理人）不变化，其他股东退出和新进入，均无需修改公司章程，无需重新办理工商登记。

值得注意的是：由于前些年在工商登记环节疏于审核，为诸多非法集资开了方便之门，近年不少地方走向另一极端，对合伙型基金的工商登记变得极为严格，甚至停止工商登记。

10) 迷信“合伙型基金可全面避税”，但现实是：在改进后的各种合伙税制中，合伙避税并非易事，特别是我国的合伙税制具有与美英完全不同的特点

具体请听下回分解。