

# 中国私募基金募集与运营法律实务指南

2020年2月版

競天公誠律師事務所  
JINGTIAN & GONGCHENG

## 序言

与欧美发达国家相比，中国私募基金的历史相对较短，但发展飞速。20 世纪八九十年代中国开始对风险投资进行探索，2007 年在国家法律层面确立“有限合伙”这一新的企业组织形式的合法地位，2013-2014 年逐步确立以行业自律监管为中心的私募基金监管框架，再到 2018 年监管机关重磅出台资管新规和各类细则，中国私募基金走过了跌宕起伏的二三十载荏苒光阴。截至 2020 年 1 月底，在中国证券投资基金业协会（“中基协”）登记的私募基金管理人达到 24,488 家，已备案的私募基金共计 82,597 只，管理基金总规模达到人民币 13.82 万亿元<sup>1</sup>。

在 2019 年 5 月 9 日召开的“2019 全球（青岛）创投风投大会”上，中基协领导指出，截至 2019 年 4 月底，在中基协备案的创业投资基金规模已超过在美国证券交易委员会（SEC）备案的创业投资基金，但创投基金尚处于粗放发展阶段，专业化和规范运作水平仍有待提高。创业投资基金是私募基金行业的重要“风向标”，其规模的爆发性增长与近年来中国私募基金行业各项法律法规、自律规则等监管规定的逐步完善密不可分。尽管从 2018 年以来，募资难困境下私募基金市场弥漫着悲观气氛，但我们相信这是行业发展的必经阶段，也是理顺监管要求的同时进行优胜劣汰所必须付出的代价。伴随着监管力度加强以及相关规则体系的不断完善，中国私募基金将在挑战中迎来更大的发展机遇。

竞天公诚律师事务所王勇律师团队多年以来一直活跃在境内外私募基金领域的最前沿，为国内外数百家基金客户、资管公司和产业公司筹集和组建了上千只的境内外基金/资管产品，积累了丰富的实践经验。在受益于私募基金行业发展红利的同时，我们深感应以“参与者”身份为我国私募基金行业添砖加瓦，作出力所能及有助于整体行业发展的智识贡献，而并非仅以“旁观者”的视角观察行业发展，本《中国私募基金募集与运营法律实务指南》（“《红宝书》”）亦因此应运而生。

本《红宝书》概览性地介绍了中国私募基金监管框架、PE/VC<sup>2</sup>基金设立以及目前中国私募基金行业最新发展的趋势及展望。文章整体内容侧重于私募股权投资基金，目前暂未完整涵盖其他类型的私募投资基金。就具体领域/行业的私募股权投资基金以及其他私募基金实务重要议题，我们会在后续的公开文章中进一步阐述。

真诚希望本《红宝书》对中国私募基金业界人士有所帮助，也期待并欢迎和业界同仁多多交流。

---

<sup>1</sup> 数据来源：《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报》（2020 年第 1 期）。

<sup>2</sup> 关于“PE”与“VC”的区别，详见本《红宝书》第 2.1 节。本《红宝书》中除非另作说明，我们将以“PE”和“VC”分别指称“私募股权投资”和“风险/创业投资”，并以“PE/VC”指代两者合称。

# 目录

|       |                       |    |
|-------|-----------------------|----|
| 第 1 章 | 中国私募基金监管框架            | 1  |
| 1.1   | 综述                    | 1  |
| 1.1.1 | 法律层面                  | 1  |
| 1.1.2 | 行政法规层面                | 1  |
| 1.1.3 | 部门规章层面                | 2  |
| 1.1.4 | 中基协自律规则               | 3  |
| 1.2   | 管理人登记及基金产品备案          | 3  |
| 1.2.1 | 管理人登记                 | 3  |
| 1.2.2 | 管理人入会                 | 5  |
| 1.2.3 | 基金产品备案                | 6  |
| 1.3   | 基金募集行为                | 11 |
| 1.3.1 | 非公开募集方式               | 11 |
| 1.3.2 | 投资者适当性管理              | 12 |
| 1.3.3 | 募资时应避免的法律红线           | 13 |
| 1.4   | 基金运作与管理               | 14 |
| 1.4.1 | 投资运作                  | 14 |
| 1.4.2 | 信息披露                  | 20 |
| 1.4.3 | 基金外包服务管理              | 21 |
| 1.5   | 基金清算                  | 21 |
| 1.5.1 | 基金清算前的准备              | 22 |
| 1.5.2 | 基金解散事由                | 23 |
| 1.5.3 | 基金清算流程                | 23 |
| 1.5.4 | 问题私募基金的退出             | 24 |
| 第 2 章 | 中国 PE/VC 基金实务要点       | 25 |
| 2.1   | PE/VC 基金发展现状综述        | 25 |
| 2.2   | PE/VC 基金的设立架构         | 26 |
| 2.2.1 | 投资者人数                 | 26 |
| 2.2.2 | 投资者身份之“三类股东”          | 27 |
| 2.2.3 | 投资者身份之国资背景投资人和外资背景投资人 | 29 |
| 2.2.4 | 税务成本                  | 29 |
| 2.3   | PE/VC 基金设立地           | 32 |
| 2.4   | PE/VC 基金的发起方          | 33 |
| 2.4.1 | PE/VC 基金发起方概况         | 33 |
| 2.4.2 | 国有企业及各级政府             | 33 |
| 2.4.3 | 金融机构                  | 35 |
| 2.5   | PE/VC 基金的投资人          | 38 |
| 2.5.1 | 外资背景投资人               | 38 |
| 2.5.2 | 国资背景投资人               | 43 |
| 2.5.3 | 保险资金                  | 47 |
| 2.5.4 | 银行理财资金                | 48 |
| 2.5.5 | 其他资金方                 | 50 |
| 2.6   | 基金的跨境投资               | 50 |

|       |                          |    |
|-------|--------------------------|----|
|       | 2.6.1 境内投资者境外投资.....     | 50 |
|       | 2.6.2 境外基金的境内投资.....     | 55 |
| 第 3 章 | 中国私募基金市场发展新趋势及展望.....    | 60 |
| 3.1   | 中国私募股权二级市场和交易.....       | 60 |
| 3.2   | 社会责任投资（ESG 投资）.....      | 62 |
| 3.2.1 | ESG 起源与发展.....           | 62 |
| 3.2.2 | ESG 的主要参与者及实践.....       | 62 |
| 3.2.3 | ESG 投资国内发展现状.....        | 63 |
| 3.2.4 | ESG 投资展望.....            | 64 |
| 3.3   | 占股基金（GP Stake Fund）..... | 64 |
| 3.3.1 | 投资标的.....                | 64 |
| 3.3.2 | 如何投资.....                | 65 |
| 3.3.3 | 法律监管.....                | 66 |
| 第 4 章 | 结语.....                  | 68 |

## 第1章 中国私募基金监管框架

### 1.1 综述

我国现有私募基金<sup>3</sup>监管的原则和制度基础源自于下述的法律规范性文件及制度性安排，主要形成了“一法、两规、‘7+2’自律规则”<sup>4</sup>的监管体系：

#### 1.1.1 法律层面<sup>5</sup>

《中华人民共和国信托法》（“《信托法》”）《中华人民共和国证券法》（“《证券法》”）《中华人民共和国公司法》（“《公司法》”）《中华人民共和国合伙企业法》（“《合伙企业法》”）等法律为私募基金的运作和监管确立了信义义务法律理论依托和基金组织形式的依据。

经修订后于2013年6月1日正式生效《中华人民共和国证券投资基金法》（“《基金法》”，后于2015年作了进一步修订）将私募证券投资基金明确纳入到法律监管的范围<sup>6</sup>，并明确了中基协的法律地位<sup>7</sup>，奠定了中基协工作机制中的私募管理人登记<sup>8</sup>、私募证券基金备案<sup>9</sup>、入会要求<sup>10</sup>、机构设置、职责等法律基础。

#### 1.1.2 行政法规层面

国务院法制办公室于2017年8月30日发布了《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》（“《私募条例（征求意见稿）》”），征求意见稿共计11章、58条，分别从私募基金管理人、托管人、资金募集、投资运作、信息提供、行业

<sup>3</sup> 中国监管机构/行业自律组织正式发布的监管规定/自律规则中使用“私募投资基金”和“私募基金”术语的情况均较为常见，本《红宝书》中统一使用“私募基金”进行指代。在中基协对私募基金备案管理的实践中，基于私募基金主要投资标的的不同，将私募基金划分成为“私募证券投资基金”“私募证券类 FOF 基金”“私募股权投资类 FOF 基金”“创业投资基金”“创业投资类 FOF 基金”“其他私募投资基金”“其他私募投资类 FOF 基金”和“私募资产配置基金”九种类型，具体定义参见：<https://ambers.amac.org.cn/web/app/static/publicTemplate/productInfo.html>。

<sup>4</sup> “一法”指《基金法》；“二规”指《私募暂行办法》和《暂行规定》；“7+2”自律规则参见本第一章第 1.1.4 节。

<sup>5</sup> 本处指全国人民代表大会及其常务委员会制定的规范性法律文件。

<sup>6</sup> 《基金法》第二条规定：“在中华人民共和国境内，公开或者**非公开募集资金设立证券投资基金**，由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，进行证券投资活动，适用本法；本法未规定的，适用《中华人民共和国信托法》《中华人民共和国证券法》和其他有关法律、行政法规的规定。”

<sup>7</sup> 《基金法》第十条规定：“基金管理人、基金托管人和基金服务机构，应当依照本法成立证券投资基金行业协会（以下简称基金行业协会），进行行业自律，协调行业关系，提供行业服务，促进行业发展。”

<sup>8</sup> 《基金法》第八十九条规定：“担任非公开募集基金的基金管理人，应当按照规定向基金行业协会履行登记手续，报送基本情况。”

<sup>9</sup> 《基金法》第九十四条规定：“非公开募集基金募集完毕，基金管理人应当向基金行业协会备案。”

<sup>10</sup> 《基金法》第一百零八条规定：“基金管理人、基金托管人应当加入基金行业协会，基金服务机构可以加入基金行业协会。”

自律、监督管理、法律责任等方面确立了监管规则。在2019年5月11日国务院办公厅印发的“关于国务院2019年立法工作计划的通知”中包括了《私募条例（征求意见稿）》，《私募条例（征求意见稿）》有望填补私募基金在行政法规这一层级的“空白状态”。在2019年9月6日召开的第二届中小投资者服务论坛上，司法部领导在致辞中指出，根据国务院2019年立法工作计划安排，司法部会同证监会抓紧研究、修改《私募投资基金管理暂行条例（草案）》。针对私募投资基金领域存在的违反适当性管理要求、侵犯投资者合法权益等突出问题，拟从资金募集、投资运作、监督管理和法律责任等方面，对投资者适当性管理和投资者权益保护作出具体规定，草案已向社会公开征求意见。司法部将会同证监会根据各方面意见，抓紧修改完善相关制度措施，力争早日将草案上报国务院。

### 1.1.3 部门规章层面

2013年6月，中央机构编制委员会办公室（“中央编办”）印发了《关于私募股权基金管理职责分工的通知》（中央编办发[2013]22号），明确由中国证券监督管理委员会（“证监会”）负责私募股权基金的监督管理，实行适度监管，保护投资者权益；国家发展和改革委员会（“国家发改委”）负责组织拟定促进私募股权基金发展的政策措施，会同有关部门研究制定政府对私募股权基金出资的标准和规范。证监会分别出台了《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令第105号）（“《私募监管暂行办法》”）《证券期货投资者适当性管理办法》（中国证券监督管理委员会令第130号，“《适当性办法》”）和《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（“《暂行规定》”）。

《私募监管暂行办法》适用于各类以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金及其管理机构，无论其是以股票、股权、债券、期货、期权、基金份额还是投资合同约定的其他投资标的为主要投资对象。以《私募监管暂行办法》的发布为正式起点，证监会开始对包括私募股权投资（含创业投资、并购投资等细分类别）、私募证券投资及其他私募投资机构在内的整个私募行业实行统一监管。《私募监管暂行办法》中对私募行业的行政监管规则做出了一系列明确规定，包括但不限于明确了私募基金及其管理人的备案和登记制度、定义了“合格投资者”并澄清了私募基金管理人的非公开发行活动和披露等要求。

《暂行规定》的适用范围主要包括证券期货经营机构（指证券公司、基金管理公司、期货公司及其依法设立的从事私募资产管理业务的子公司）通过资产管理计划形式开展的私募资产管理业务，且《暂行规定》规定了私募证券投资基金管理人应参照<sup>11</sup>执行，但并未将PE/VC基金纳入规定适用主体范围。

---

<sup>11</sup> 证监会在其公布的《〈证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定〉制定说明》（“《暂行规定制定说明》”）中有如下说明：“考虑到在中基协登记的私募证券投资基金管理人数量迅速增加，管理规模增长较快，为防范业务风险，避免监管套利，有必要将私募证券投资基金管理人纳入调整范围”。



#### 1.1.4 中基协自律规则

证监会制订的《私募监管暂行办法》颁布以后，根据《私募监管暂行办法》和证监会的授权，中基协又先后制定了一系列自律管理规则，包括但不限于《私募基金登记和基金备案办法（试行）》《私募投资基金信息披露管理办法》（“《信息披露管理办法》”）《私募投资基金募集行为管理办法》（“《募集管理办法》”）《私募投资基金服务业务管理办法（试行）》（“《服务管理办法》”）《私募投资基金合同指引（1-3号）》《私募投资基金管理人内部控制指引》等，逐步搭建起了“7+2”<sup>12</sup>的自律规则体系。

### 1.2 管理人登记及基金产品备案

#### 1.2.1 管理人登记

根据《私募登记备案办法》和《私募监管暂行办法》的规定，设立在中国境内的各类私募基金管理人（包括中国境内的外商投资私募基金管理机构）应当根据中基协的规定向中基协申请登记并将其管理的私募基金备案在其名下。目前，私募基金管理人需通过中基协的资产管理业务综合报送平台（<https://ambers.amac.org.cn>）进行私募基金管理人登记和基金备案。在《私募登记备案办法》和《私募监管暂行办法》出台之后，中基协陆续出台了一系列规范性文件，不断完善、加强和细化私募基金管理人登记各方面的要求。

2016年2月5日，中基协发布《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》（中基协发[2016]4号，“《公告》”），要求拟申请登记的私募基金管理人聘请专业律师对申请机构进行尽职调查，确认其合规性并出具法律意见书。在法律意见书和其他申请材料经中基协审核通过后，私募基金管理人才能完成登记。在发布《公告》的同时，中基协以附件的形式一并发布了《私募基金管理人登记法律意见书指引》（“《法律意见书指引》”），在其中列明了律师在对拟登记私募基金管理人进行尽职调查时必须核查并就其发表法律意见的若干事项。此外，针对在《公告》出台前已登记且备案私募基金产品的私募基金管理人，根据《公告》第三部分的规定，中基协将视具体情形要求其补提交《私募基金管理人登记法律意见书》。

自2017年11月起，中基协还通过资产管理业务综合报送平台发布并不时更新《私募基金管理人登记须知》，明确申请机构的总体性和各具体方面的要求。此外，中基协还通过不时发布《私募基金登记备案相关问题解答》的形式，澄清实践中出现的问题或明确相关方面的要求。值得注意的是，2017年11月6日，中基协在《私募基金登记备案相关问题解答（十四）》中首次明确了私募基金管理人不予登记的若干情形，包括违规募集、虚假陈述、兼营冲突业务、被列入严重

---

<sup>12</sup> 包括正在制定完善中的《私募基金管理人从事投资顾问服务业务管理办法》《私募基金托管业务管理办法》和《基金从业资格管理办法》。

违法失信企业名单、高管人员存在重大失信等<sup>13</sup>。中基协于2017年12月20日公布了第一批不予登记的申请机构及所涉律师事务所、律师情况，并持续更新。从截至2019年8月的公示情况来看，上述五种情形中，前三种所占比例最大。而对于为不予登记申请机构提供法律服务并出具肯定性结论意见的律师事务所和经办律师，中基协也建立了相应的工作机制，包括：公示、电话沟通、现场约谈、三年内由同所其他执业律师出具复核意见、三年内不得出具法律意见书<sup>14</sup>、通报相关司法行政机关和律师协会等。

2018年3月23日，中基协通过了《关于进一步加强私募基金行业自律管理的决定》（“《决定》”），其中分别对私募基金管理人及其从业人员、律师事务所及相关律师从行业自律管理角度提出了新的要求。《决定》要求建立健全私募基金管理人登记法律意见书的责任追究机制，出具登记法律意见书一年内，相关私募基金管理人被公告注销的，三年内不再接受相关律师事务所和律师出具的登记法律意见书。此外，《决定》要求律师事务所充分发挥自律管理积极性，事后回访调查发现问题的，可以按照法律法规和委托协议约定，通知协会撤销相关法律意见书，协会不追究相关律师事务所的责任。

除聘请律师事务所出具法律意见书外，在申请机构按照要求提交私募基金管理人登记的申请材料后，中基协仍可能采取约谈高级管理人员、现场检查、向证监会及其派出机构、相关专业协会征询意见等方式对申请机构提供的登记申请材料进行审核，并提出实质性的反馈意见，要求申请机构进一步补充说明或进行整改。如申请机构的管理人登记申请被中基协退回要求补正超过5次，机构申请将会被锁定3个月。尽管中基协对于私募基金管理人登记的审核并非行政审批，但目前中基协对于私募基金管理人申请机构各方面的审核已经非常严格，审核人员的专业化程度也越来越高，要通过私募基金管理人登记并非易事。

近年来，中基协每年在审核大量申请机构提交的登记申请并根据相关情况提出反馈意见的同时，也在不断总结实践中申请机构可能存在的诸多问题，不断完善审核标准。中基协于2018年12月通过综合报送平台更新的《私募基金管理人登记须知》就集中体现了中基协近年来通过监管实践而总结的在审核中会关注的重点事项。目前，中基协关注的重点事项包括但不限于申请机构名称及经营范围、

---

<sup>13</sup> 《私募基金登记备案相关问题解答（十四）》中明确的私募基金管理人不予登记的六种情形：一、申请机构违反《中华人民共和国证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》关于资金募集相关规定，在申请登记前违规发行私募基金，且存在公开宣传推介、向非合格投资者募集资金行为的。二、申请机构提供，或申请机构与律师事务所、会计师事务所及其他第三方中介机构等串谋提供虚假登记信息或材料；提供的登记信息或材料存在误导性陈述、重大遗漏的。三、申请机构兼营民间借贷、民间融资、配资业务、小额理财、小额借贷、P2P/P2B、众筹、保理、担保、房地产开发、交易平台等《私募基金登记备案相关问题解答（七）》规定的与私募基金业务相冲突业务的。四、申请机构被列入国家企业信用信息公示系统严重违法失信企业名单的。五、申请机构的高级管理人员最近三年存在重大失信记录，或最近三年被中国证监会采取市场禁入措施的。六、中国证监会和中基协规定的其他情形。

<sup>14</sup> 根据中基协网站的公示信息，截至2019年8月22日，中基协已对多家律师事务所作出了暂停接受或三年内不再接受其所出具的私募基金管理人登记法律意见书的处罚。



专业化经营情况、股权结构、资本金、内控制度、办公场所、机构人员（包括员工人数、从业资质、兼职问题等）、关联方（包括关联方同业化竞争问题、关联方业务等）等。

成功完成登记的私募基金管理人的信息将通过中基协的私募基金管理人综合查询系统进行公示，根据现行监管要求，新登记完成的私募基金管理人应自登记完成后的10个工作日内主动与注册地所属地方证监局取得联系。中基协还要求，对于新登记的私募基金管理人，其必须在完成登记后6个月内完成首支私募基金的备案，否则，其私募基金管理人资质将被注销<sup>15</sup>。

### 1.2.2 管理人入会

自2016年下半年起，中基协开始着力推进私募基金管理人入会工作。2016年7月1日，中基协发布了《关于选取专业中介服务机构开展私募投资基金管理人入会核查等工作的通知》，尝试选取中介服务机构对申请入会的私募基金管理人进行核查。2017年9月1日，中基协又在资产管理业务综合报送平台上线新的会员申请模块，由私募基金管理人自主提交入会申请。对于在私募基金管理人登记时已聘请律师事务所出具过法律意见书的申请机构，入会申请材料包括未来一年的持续经营计划、历史经营情况说明、营业场所的产权证或者租赁合同、资本金验资文件、入会申请书、会员代表承诺书以及根据中基协要求上传的其他文件；而对于登记较早因而未提交过登记法律意见书的申请机构而言，除前述入会申请材料外，还需聘请律师事务所为其出具入会法律意见书。入会法律意见书参考私募基金管理人登记法律意见书的内容、格式和要求。

根据《基金法》的规定，证券投资基金管理人、基金托管人应当加入基金行业协会。目前实践中，私募股权、创业投资基金管理人并未被强制要求入会。但自2017年9月起，许多私募股权、创业投资基金管理人陆续收到了中基协的“入会温馨提示”，提醒其提交入会申请。此外，《私募条例（征求意见稿）》也规定私募基金管理人、私募基金托管人应当加入基金行业协会，接受基金行业协会的自律管理。虽然该条例尚未生效，但结合中基协目前的实践要求，已能反映出监管态度。

2016年12月3日，中基协通过对《中国证券投资基金业协会会员管理办法》和《中国证券投资基金业协会会费收缴办法》的修订，明确了私募基金管理人成为中基协会员的路径及会费收缴办法，并于2017年1月1日生效。中基协会员分为普通会员、联席会员、观察会员和特别会员四种，私募基金管理人可以申请成为其中的普通会员或观察会员。

---

<sup>15</sup> 根据《私募条例（征求意见稿）》第十三条，私募基金管理人管理的私募基金全部清盘后，12个月内未备案私募基金的，中基协亦将撤销该机构管理人登记。如未来该条规定随《私募条例（征求意见稿）》正式生效，对于不能维持持续募资能力的空壳或“僵尸”私募基金管理人，中基协亦会将其列入被清理的对象。

私募基金管理人之所以积极争取入会，除《中国证券投资基金业协会章程》所赋予会员的若干权利外，也有出于声誉和进一步展业的考虑。自2016年7月14日证监会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（证监会公告[2016]13号，“《暂行规定》”）对提供投资建议的第三方机构作出若干规定后，中基协也于2016年10月24日发布《关于发布<证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第1-3号>的通知》，其中第2号规范明确要求，证券期货经营机构拟聘请第三方机构提供投资建议，拟聘请的第三方机构为私募证券投资基金管理人的，应当已加入协会成为普通会员或观察会员。同时，根据《私募机构全国股转系统做市业务试点专业评审方案》（股转系统公告[2016]59号）的规定，私募基金管理机构（含私募股权投资机构、私募证券投资机构及创业投资机构）申请做市业务的条件之一是成为中基协的普通会员。此外，根据证监会于2017年6月2日发布的《发行监管问答——关于首发企业中创业投资基金股东的锁定期安排》与《私募基金监管问答——关于首发企业中创业投资基金股东的认定标准》，对于享受特别锁定期安排的创业投资基金，要求其基金管理人已在中基协登记、规范运作并成为中基协会员。从监管态度判断，今后很有可能还会出台其他对私募股权、创业投资基金管理人有关会员资质要求的业务开展规定或优惠政策。除此之外，从《私募条例（征求意见稿）》来看，根据相关规定应入会而未入会的私募基金管理人，还有可能遭受相关处罚。虽然《私募条例（征求意见稿）》尚未正式实施，但其中已透露出相关的监管取向。

### 1.2.3 基金产品备案

自2017年4月5日起，私募基金管理人统一通过新的“资产管理业务综合报送平台”为其管理的私募基金进行备案。资产管理业务综合报送平台的信息填报要求也在某种程度上引导各私募基金在设立和运营上作出相应调整，以满足法律法规和中基协自律规则的合规要求。同时，基金备案的完成也是基金顺利开展投资运作的重要前提<sup>16</sup>。2019年1月，中基协领导在南京召开私募基金行业座谈会表示<sup>17</sup>，2019年中基协将继续重点推进优化登记备案规则和更新备案须知的工作。在2019年12月23日，中基协发布了新版《私募投资基金备案须知》（“《2019备案须知》”）。

#### （1）基金类型及命名

中基协于2017年3月31日发布《私募基金登记备案相关问题解答（十三）》，对《私募监管暂行办法》提出的私募基金管理人专业化经营原则作了进一步的落实，即基金管理人在申请登记时，应当在“私募证券投资基金管理人”“私募股权、创业投资基金管理人”和“其他私募投资基金管理人”等机构类型以及对应

---

<sup>16</sup> 关于未备案基金对外投资的影响，具体请参见第1.4.5条的内容。

<sup>17</sup> 请参见：<http://finance.sina.com.cn/money/smj/smgq/2019-01-12/doc-ihqfskcn6291026.shtml>。

的业务类型中仅选择一类机构及业务类型进行登记，不可兼营多种类型的私募基金管理业务；基金管理人只可备案与已登记业务类型相符的私募基金。

私募证券投资基金和私募股权、创业投资基金之间的区别较为明显，截至本《红宝书》发布之日，该等私募基金的备案通道也比较畅通。而“其他私募投资基金”受中基协对从事债权投资的其他私募基金管理人和私募基金监管趋严的影响，备案数量明显减少。根据资产管理业务综合报送平台上所附《有关私募投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》，“其他私募投资基金”是指投资除证券及其衍生品和股权以外的其他领域的基金。在过往的实践中，红酒、艺术品等商品基金以及以债权投资为主的私募基金通常备案为“其他私募投资基金”。但2017年12月2日，中基协领导在第四届中国（宁波）私募投资基金峰会上的讲话中指出，任何基金产品都不能搞名股实债或明基实贷<sup>18</sup>；紧接着，资产管理业务综合报送平台于2018年1月12日发布的《备案须知》也明确指出，私募基金的投资不应是借贷活动。底层标的为民间借贷、小额贷款、保理资产等《私募基金登记备案相关问题解答（七）》所提及的属于借贷性质的资产或其收（受）益权的，通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动的，以及通过特殊目的载体、投资类企业等方式变相从事上述活动的，均为不符合“投资”本质的经营活动，不属于私募基金范围，并将于2018年2月12日起，不再办理不属于私募投资基金范围的产品的的新增申请和在审申请。这一要求意味着原来大量作为其他私募投资基金进行备案的产品，都很难再获得基金备案。这一要求也是监管层围堵私募非标业务的监管态度的体现。从中基协授权私募基金数据查询检索系统“私募汇”中的数据来看，自2019年以来，截至2019年8月份，仅有5只其他私募投资基金成功完成备案。

同时，通过公开渠道可以查知，自2017年10月以来，直到2019年8月份，仅有18家私募基金管理公司被陆续登记为其他私募基金管理人。该等机构均为外商投资企业或外商投资企业全资子公司，且该等机构在中基协的公示信息中均被特别注明为合格境内有限合伙人（“QDLP”）管理机构或其名称及经营范围中明确其业务为管理“海外投资基金”。对于QDLP，中基协在暂停其他私募投资基金管理人登记时明确将其排除在外，因此该等案例并未突破此前中基协对于其他私募投资基金管理人登记的审核口径，其他私募投资基金管理人登记及产品备案从严从紧的整体格局并未改变。

2018年3月23日，中基协第二届理事会第四次会议在北京召开，会议明确提出对具有跨不同投资类型资产配置需求的私募基金管理人会员机构，研究增设“私募资产配置基金管理人”的管理人类型及相应的私募基金类型<sup>19</sup>。2018年8月29日，中基协通过《私募基金登记备案相关问题解答（十五）》明确，自2018

---

<sup>18</sup> 请参见：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/392653.shtml>。

<sup>19</sup> 请参见：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/392862.shtml>。

年9月10日起，新的申请机构或已登记的私募基金管理人，可以向协会申请成为“私募资产配置基金管理人”。至此，“私募资产配置基金管理人”千呼万唤始出来。相应地，该类基金管理人可以发起一种新类型的私募基金，即私募资产配置基金<sup>20</sup>。

根据中基协于2018年11月20日发布的《私募投资基金命名指引》（“《命名指引》”），在2019年1月1日之后新申请备案的契约型私募投资基金相关命名事宜以及新设立的合伙型、公司型私募投资基金（以营业执照中“成立日期”为准）命名事宜应当按照《命名指引》进行。《命名指引》对契约型、有限合伙型以及公司型私募基金中应包含和不得包含的字样进行了明确规定，值得注意的是，《命名指引》规定私募股权、创业投资基金名称中可以使用“创业投资”“并购投资”“基础设施投资”或者其他体现具体投资领域特点的字样，如未体现具体投资领域特点，则应当使用“股权投资”字样。该项规定与目前各地工商部门严格控制名称及经营范围中包含“投资”字样的投资类主体设立的政策相配合，体现了监管部门从设立源头对私募基金严格把控的监管态度。

## （2） 募集监管账户

与《募集管理办法》要求私募基金募集机构或相关合同约定的责任主体开立“私募基金募集结算资金专用账户”并与监督机构签署“账户监督协议”的规定相对应，资产管理业务综合报送平台内专门设置了募集结算资金专用账户监督协议或相关证明文件的上传端口。对《募集管理办法》正式实施（即2016年7月15日）前成立的老基金而言，可选择“不适用”监督机构的选项，但对《募集管理办法》实施后成立的私募基金，募集监督为强制性要求。因此，对于目前正在募集或筹划募集私募基金的私募基金管理人而言，建议从募集伊始就做好募集的各项准备工作，包括募集结算资金专用账户的开立和募集监督协议的签订等。

## （3） 员工跟投

员工跟投是很多私募基金管理人在募集基金时为实现团队激励、确保管理人与投资人利益一致等目的所作的常见安排。根据《私募监管暂行办法》的要求，私募基金应当向合格投资者募集，但投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员视为合格投资者，从而不再审核其是否满足一般合格投资者的条件。中基协要求私募基金管理人在为私募基金备案时，对以员工跟投的方式投资基金的投资者，上传其与该私募基金管理人的劳动合同和/或社保缴纳证明<sup>21</sup>。因此，为私募基金备案之目的，建议有员工跟投计划的私募基金管理人提前做好相关安

---

<sup>20</sup> 截至本《红宝书》出具之日，共有五家申请机构已成功登记为私募资产配置基金管理人，分别为中国银河投资管理有限公司、浙江玉皇山南投资管理有限公司、珠海横琴金晟硕业投资管理有限公司、信银（深圳）投资管理有限责任公司和深圳乐瑞全球管理有限公司。

<sup>21</sup> 根据目前的实践操作，对于员工跟投，中基协往往会要求上传员工与该私募基金管理人的劳动合同和社保缴纳证明，以确认员工与该私募基金管理人的劳动关系。



排，以避免影响基金备案进度，从而影响基金的对外投资。

#### **(4) 穿透核查合格投资者**

《私募监管暂行办法》明确规定，以合伙企业、契约等非法人形式，通过汇集多数投资者的资金直接或间接投资于私募基金的，除非投资人为社会保障基金、企业年金等养老基金、慈善基金等社会公益基金、依法设立并在中基协备案的投资计划，或是证监会规定的其他投资者，私募基金管理人或私募基金销售机构都应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者，并合并计算投资者人数<sup>22</sup>。需要特别提醒的是，如普通合伙人并非基金的管理人，则普通合伙人也需要符合合格投资者标准；同时，基金的投资人中存在未备案的合伙企业的，需穿透核查该等合伙企业的合伙人的合格投资者情况。

#### **(5) 未备案基金对外投资的影响**

实践中，一些基金由于拟投资项目急于获得融资，会产生在基金备案完成前即对外投资的需求。对于契约型基金而言，鉴于《私募投资基金合同指引1号（契约型私募基金合同内容与格式指引）》中要求基金合同中应约定私募基金在中基协完成备案后方可进行投资运作，因此该安排对于契约型基金而言难以实现。就有限合伙型私募基金在完成基金备案之前是否能进行投资运作并没有明确的禁止性规定，但截至目前个别私募基金管理人在为备案前已进行对外投资的有限合伙型私募基金办理备案手续时，已收到中基协要求其发表对“‘基金募集完成后20日内备案、先备案后投资’合规性意见”的反馈，虽然该反馈并不能反映出监管部门明确禁止有限合伙型私募基金在完成基金备案之前进行投资运作的明确态度，但中基协对于未备案基金对外投资问题的关注由此可窥见一斑。

从实操层面而言，不同托管银行对私募基金可能有严格程度不等的划款要求，越来越多托管银行开始要求受托管的有限合伙型私募基金在申请托管户对外划款时需向其出具已完成基金备案证明，该等要求实则将进行托管的有限合伙型私募基金的对外投资时间限定为基金备案完成后。此外，私募基金只有按规定完成基金备案后方可开立证券账户，且开户时须提供中基协出具的备案证明和产品编码<sup>23</sup>。

除法律法规层面的合规考量因素外，从私募基金对外投资角度来看，未备

---

<sup>22</sup> 《基金法》规定，非公开募集基金应当向合格投资者募集，合格投资者累计不得超过二百人。同时，《私募暂行办法》规定，私募基金应当向合格投资者募集，单支私募基金的投资者人数累计不得超过《基金法》《公司法》《合伙企业法》等法律规定的特定数量。《公司法》规定有限责任公司的股东人数为1-50人，股份有限公司的股东人数为2-200人；《合伙企业法》规定有限合伙企业的合伙人人数为2-50人。为确保私募基金投资者的合计人数符合相关法律法规的规定，私募基金管理人通常应在基金募集时对其投资人做适当尽调。

<sup>23</sup> 根据《关于加强私募投资基金等产品账户管理有关事项的通知》（中国结算发字[2018]10号）：私募投资基金和证券期货经营机构私募资产管理计划的管理人应严格按照中基协的有关要求履行备案手续，开户时须提供基金业协会出具的备案证明和产品编码。



案的私募基金所能开展的投资活动视投资标的的不同受到以下若干限制：

#### **(i) (拟) 上市公司证券发行业务**

根据证监会2015年1月发布的《证监会发行监管问答——关于与发行监管工作相关的私募投资基金备案问题的解答》，私募基金拟参与（拟）上市公司证券发行业务的，保荐机构和发行人律师（“中介机构”）应对投资者是否属于相关法律法规规范的私募投资基金以及是否按规定履行备案程序进行核查并发表明确意见。虽未明确私募基金完成备案是否作为相关环节审查通过的前置条件，但我们理解未完成备案基金所投资公司申请上市将存在一定障碍。

#### **(ii) 上市公司并购重组业务**

根据证监会2015年3月发布的《关于与并购重组行政许可审核相关的私募投资基金备案的问题与解答》，私募基金拟参与上市公司并购重组业务的，中介机构应对其是否属于相关法律法规规范的私募基金以及是否按规定履行备案程序进行核查并发表明确意见。如该等私募基金仅在配套融资申请中作为询价对象，则中介机构应就私募基金是否备案进行核查并发表核查意见；如私募基金以其他方式参与上市公司并购重组的，按规定应当办理备案手续的，应当提前办理相关手续。

#### **(iii) 项目投资的影响**

在PE/VC投资的实操之中，尤其经多轮融资的项目或者较为谨慎、对合规要求比较高的项目（例如独角兽或准独角兽项目）、Pre-IPO企业也越来越重视基金备案问题，项目公司及其他股东可能会就接受未经备案的私募基金的投资提出质疑，并有可能基于此否决私募基金的投资，或者要求保有在一定情况下强行清退未备案私募基金的权利，甚至要求私募基金承诺因其未完成私募基金备案导致的损失进行赔偿。

#### **(iv) 新三板业务**

由于新三板挂牌企业股份流动性的局限，实操中挂牌新三板企业的数量逐渐减少。但就私募基金登记备案程序的合规性问题，新三板也同样有严格的限制和要求：根据2016年9月发布的《全国中小企业股份转让系统机构业务问答（二）——关于私募投资基金登记备案有关问题的解答》，私募基金拟参与（拟）挂牌新三板企业发行融资、重大资产重组等业务的，主办券商和律师应对其是否属于相关法律法规规范的私募基金管理人或私募基金以及是否按规定履行了登记备案程序进行核查并发表明确意见。如为已完成登记的私募基金管理人管理的私募基金，其完成备案不作为相关环节审查的前置条件，但该等私募基金在审查期间未完成备案的，私募基金管理人需出具完成备案的承诺函，并明确具体（拟）登记或备案申请的日期，且主办券商或独立财务顾问需在后续持续督导过程中对该承诺履行情况进行持续关注和报告。

### 1.3 基金募集行为

随着国内私募基金市场的快速发展，大量涌现的私募基金管理人中亦不乏鱼龙混杂、良莠不齐的情况，部分机构甚至从事公开募集、以私募基金为名的非法集资等违法活动。为了维护私募基金市场健康有序的发展环境，各方监管部门出台了一系列的法律、法规和行业自律规则等规范性文件<sup>24</sup>，对私募基金募资行为作出了严格和细致的监管。

根据《募集管理办法》的规定，只有在中基协完成登记的私募基金管理人和在证监会取得基金销售业务资格并已成为中基协会员的机构（合称“募集机构”），才有资格从事私募基金的募集活动。此外，从事私募基金募集业务的人员<sup>25</sup>应当具有基金从业资格，并参加后续的执业培训。

《募集管理办法》进一步明确列示了私募基金募资应履行的多项程序，主要程序包括：（1）确定推介私募基金的特定对象；（2）投资者适当性匹配；（3）基金风险揭示；（4）合格投资者确认；（5）签署私募基金合同，计算投资冷静期；（6）冷静期后回访确认。此外，特定合格投资者<sup>26</sup>可以豁免前述多项程序性规定，《适当性办法》第八条规定的专业投资机构作为投资者时，可豁免履行计算冷静期及回访确认程序。

下文将阐述私募基金募资行为规范中的几个重点问题：

#### 1.3.1 非公开募集方式

是否以“非公开方式”募集资金是私募基金与公募基金募集的重要区别之一。根据《基金法》及《私募监管暂行办法》的规定，“公开募集”是指向不特定对象募集资金，向特定对象募集资金累计超过二百人<sup>27</sup>，以及法律、行政法规规定的其他情形；“非公开募集”的特征主要为：（1）仅向合格投资者募集，

---

<sup>24</sup> 包括但不限于 2016 年 7 月 15 日正式施行的《募集管理办法》（中基协发布），2017 年 7 月 1 日正式施行的《证券期货投资者适当性管理办法》（中国证券监督管理委员会令第 130 号），2017 年 7 月 1 日正式施行的《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》（中基协发[2017]4 号），2017 年 7 月 1 日正式施行的《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》（国家税务总局、财政部、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会公告 2017 年第 14 号）。

<sup>25</sup> 即从事推介私募基金，发售基金份额（权益），办理基金份额（权益）认/申购（认缴）、赎回（退出）等活动的人员。

<sup>26</sup> 包括（1）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；（2）依法设立并在中基协备案的私募基金产品；（3）受国务院金融监督管理机构监管的金融产品；（4）投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；（5）法律法规、证监会和中基协规定的其他投资者。

<sup>27</sup> 我们理解，“公开募集”定义中的“向特定对象募集资金累计超过二百人”是指最终实际募得资金的对象人数，如果募集机构向超过二百名特定对象推介私募基金、但最终实际募得资金的对象人数并不超过二百人，则不应构成“公开募集”。

(2) 合格投资者累计不得超过二百人<sup>28</sup>，(3) 不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会和布告、传单、短信、微信、博客和电子邮件等方式向不特定对象宣传推介<sup>29</sup>。

随着现今通讯、社交方式的飞速发展，获取陌生人士联系方式越来越简单，“不特定对象”“向社会大众推介”的概念外延也日渐模糊<sup>30</sup>。为此，《募集管理办法》设置了“特定对象确定程序”<sup>31</sup>，规定募集机构应当向特定对象宣传推介私募基金，未经特定对象确定程序不得向任何人宣传推介私募基金。

《募集管理办法》还明确了推介私募基金时禁止采用的两类媒介渠道。一类是绝对禁止的媒介渠道，包括：(1) 公开出版资料，(2) 面向社会公众的宣传单、布告、手册、信函、传真，(3) 海报、户外广告，(4) 电视、电影、电台及其他音像等公共传播媒体，(5) 公共、门户网站链接广告、博客等，(6) 法律、行政法规、证监会规定和中基协自律规则禁止的其他行为。另一类是部分禁止的媒介渠道(在设置一定程序以确保面向特定对象的情况下，仍可采用该等媒介渠道)，包括：(1) 未设置特定对象确定程序的募集机构官方网站、微信朋友圈等互联网媒介，(2) 未设置特定对象确定程序的讲座、报告会、分析会，(3) 未设置特定对象确定程序的电话、短信和电子邮件等通讯媒介。

### 1.3.2 投资者适当性管理

于2016年12月12日正式发布、2017年7月1正式施行的《适当性办法》是资本市场投资者适当性监管的底线要求，其适用范围除了传统意义上的证券、证券投资基金、期货及其他衍生产品外，还明确包含股权投资基金和创业投资基金。为了贯彻《适当性办法》所规定的“监管部门确立底线要求”“行业协会规定产品名录指引”“经营机构制定具体分级标准的产品分级体系”的三级管理原则，中基协于2017年6月28日正式发布并施行《基金募集机构投资者适当性管理实施指引(试行)》(中基协发[2017]4号，“《适当性实施指引》”，与《适当性办法》合称“适当性管理新规”)。

---

<sup>28</sup> 根据《私募暂行办法》及相关法律法规的规定，私募基金以股份有限公司形式设立的，投资者总人数不得超过二百人；以有限责任公司、有限合伙形式设立的，投资者总人数不得超过五十人。

<sup>29</sup> 需要注意的是，此处规定强调不得以各种方式向“不特定对象”宣传推介私募基金，而募集机构采用该等方式向“特定对象”推介是可以的。

<sup>30</sup> 例如单一微信群人数上限可达500人，微信朋友圈则往往有数千甚至上万的“好友”，其中绝大多数人可能都是素昧平生的陌生人，而各种私募基金销售机构通过微信群聊、朋友圈进行推介的情况在前些年十分常见。

<sup>31</sup> 根据《募集管理办法》第十八条，募集机构在向投资者推介私募基金之前，募集机构应当采取问卷调查等方式履行特定对象确定程序，对投资者风险识别能力和风险承担能力进行评估。投资者应当以书面形式承诺其符合合格投资者标准。

根据《募集管理办法》第二十条，募集机构通过互联网媒介在线向投资者推介私募基金之前，应当设置在线特定对象确定程序，投资者应承诺其符合合格投资者标准。

适当性管理新规的相继出台带来几方面明显的变革：（1）统一投资者分类标准和管理要求：在符合投资者准入要求的前提下，为履行投资者适当性义务，私募基金管理人及相关销售机构向投资者销售产品或者提供服务时，应当了解投资者的相关信息，将投资者分为“专业投资者”<sup>32</sup>和“普通投资者”。普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护。在一定条件下，专业投资者和普通投资者之间可以互相转化，投资者转化效力范围仅适用于所告知、申请的基金募集机构，其它基金募集机构不得以此作为参考依据自行将投资者转化；（2）建立层层把关、严控风险的产品分级机制：基金产品的风险等级应当按照风险由低到高顺序，至少划分为五个等级。基金管理人及相关销售机构对基金产品进行风险等级划分时，需要对本管理人及相关销售机构及产品的信息有明确的认识和评估，包括但不限于管理人及相关销售机构的诚信状况、经营管理能力、投资管理能力、内部控制情况、合法合规情况，产品的合法合规情况、发行方式、类型及组织形式、托管情况、投资范围、投资策略和投资限制概况、业绩比较基准、收益与风险的匹配情况、投资者承担的主要费用及费率等<sup>33</sup>；（3）规范基金管理人及相关销售机构内部管理：基金管理人及相关销售机构应当制定并落实相关制度、体系，包括但不限于适当性内部管理制度、风控制度、投资者回访制度、培训考核制度机制、执业规范制度机制、监督问责制度机制、投资者投诉处理体系和档案管理制度，并不断总结经验，持续优化、完善适当性管理制度。

### 1.3.3 募资时应避免的法律红线

近年来，私募基金暴雷事件频发，此类事件一旦具有涉众性，且涉案金额较大的情况下，相关人士往往可能涉嫌刑事犯罪而面临刑事责任处罚的风险。因为私募基金自身有着金融行业的高风险性，在国家加强金融监管、规范金融市场秩序的大背景下，私募基金募资方式也应确保合规，避免碰触法律红线。

如若在私募基金募集过程中有所僭越，触及非法集资的红线，相关人士可能构成“非法吸收公众存款罪”“集资诈骗罪”“非法经营罪”“擅自发行股票、

---

<sup>32</sup> 根据《适当性办法》，专业投资者指“（一）经有关金融监管部门批准设立的金融机构，包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等；经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人；（二）上述机构面向投资者发行的理财产品，包括但不限于证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品、经行业协会备案的私募基金；（三）社会保障基金、企业年金等养老金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）；（四）同时符合下列条件的法人或者其他组织：1.最近1年末净资产不低于2000万元；2.最近1年末金融资产不低于1000万元；3.具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历；（五）同时符合下列条件的自然人：1.金融资产不低于500万元，或者最近3年个人年均收入不低于50万元；2.具有2年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历，或者具有2年以上金融产品设计、投资、风险管理及相关工作经历，或者属于本条第（一）项规定的专业投资者的高级管理人员、获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师。”

<sup>33</sup> 值得注意的是，《适当性实施指引》征求意见稿的附表3“基金产品或者服务风险等级名录”曾经明确将私募股权投资基金、私募创业投资基金归为风险等级R5级产品（即最高风险等级）。但正式出台的《适当性实施指引》并未附有前述的附表3，而是给予基金管理人及相关销售机构更多自行酌定评级的空间。但我们理解，根据私募股权基金的特性及市场的普遍惯例，前述R5的评级仍具相当的参考意义。



公司、企业债券罪”等刑事犯罪，并需要承担相应的刑事责任。一般而言，非法集资行为具有以下主要特征：一是未经有关监管部门依法批准，违规向社会（尤其是向不特定对象或向超出规定人数的特定对象）筹集资金；二是承诺在一定期限内给予出资人货币、实物、股权等形式的投资回报；三是以合法形式掩盖非法集资目的；四是采用公开方式劝诱社会不特定对象即社会公众参与资金筹集。

近年来，有关部门陆续出台了若干法律法规或规范性文件，以加强对非法集资行为的监管。2015年，国务院下发《关于进一步做好防范和处置非法集资工作的意见》（国发[2015]59号），就有效遏制非法集资高发蔓延势头，加大防范和处置工作力度，切实保护人民群众合法权益，防范系统性区域性金融风险提出有关意见。鉴于非法集资事件造成的重大危害，证监会、银保监会<sup>34</sup>等相关部门也相继采取一系列措施，严厉打击金融诈骗、非法集资等违法犯罪活动，中基协也多次联合各级各地政府部门陆续开展专项整治活动。2019年1月30日，最高人民法院、最高人民检察院、公安部印发《关于办理非法集资刑事案件若干问题的意见》（“《非法集资案件意见》”）的通知，指出非法集资“非法性”的认定，应当以国家金融管理法律法规作为依据。根据《非法集资案件意见》的规定<sup>35</sup>，证监会发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》属于认定“非法性”的依据，意味着募资违规行为可能成为非法集资犯罪中“非法”的构成因素。

## 1.4 基金运作与管理

### 1.4.1 投资运作

对私募基金投资运作进行较为系统性的规范和限制始于证监会于2016年7月14日发布的《暂行规定》。《暂行规定》的适用范围主要包括证券期货经营机构（指证券公司、基金管理公司、期货公司及其依法设立的从事私募资产管理业务的子公司）通过资产管理计划形式开展的私募资产管理业务，且《暂行规定》规定了私募证券投资基金管理人应参照<sup>36</sup>执行，但并未将私募股权、创业基金纳入适用主体范围。

在《暂行规定》之后，中国人民银行会同证监会等部门于2018年4月27日发布并生效的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）

---

<sup>34</sup> 2018年3月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案，将中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会（“银保监会”）。

<sup>35</sup> 《非法集资案件意见》第一条规定：“人民法院、人民检察院、公安机关认定非法集资的‘非法性’，应当以国家金融管理法律法规作为依据。对于国家金融管理法律法规仅作原则性规定的，可以根据法律规定的精神并参考中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会等行政主管部门依照国家金融管理法律法规制定的部门规章或者国家有关金融管理的规定、办法、实施细则等规范性文件的规定予以认定。”

<sup>36</sup> 证监会在其公布的《〈证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定〉制定说明》（“《暂行规定制定说明》”）中有如下说明：“考虑到在基金业协会登记的私募证券投资基金管理人数量迅速增加，管理规模增长较快，为防范业务风险，避免监管套利，有必要将私募证券投资基金管理人纳入调整范围”。



进一步为资产管理行业制定了较为统一的监管规则。《资管新规》明确适用于证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构发行的私募资管产品（通常理解包括其中的私募投资基金），但就其如何适用于一般的私募基金管理人管理的私募基金产品目前尚存在不确定性。基于《资管新规》相关条款以及我们所了解到的相关负责人员的解释口径，我们理解前述私募基金产品可能会被认定为《资管新规》项下“资产管理产品”。

《资管新规》第二条第三款规定：“私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的事项适用《资管新规》，创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”。目前适用于私募投资基金的专门法律、行政法规仅包括《证券法》及《基金法》，而适用于私募基金的具体规则大部分为证监会发布的部门规章、规范性文件或由中基协发布的行业自律规则。根据前述规定，对于证监会部门规章、规范性文件以及中基协行业自律规则中与《资管新规》不一致或相冲突的部分，应根据《资管新规》执行。但是，鉴于《资管新规》其性质上仅为监管部门联合发布的关于规范资产管理业务的指导意见，其中大部分规定较为笼统，其规定的具体实施以及与现行证监会部门规章以及中基协自律规则的协调问题，仍有待相关监管机构出台进一步规定进行落实。此外，对于《资管新规》第二条中规定的“私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的”事宜的具体范围，亦有待监管部门进一步明确。例如，对于在法律、行政法规层面没有具体规定相关标准，但规定了相关具体标准由下位法规具体规定的情况，是否应视为相关事宜已在法律、行政法规层面进行了明确规定<sup>37</sup>。

2018年10月22日，证监会公布实施《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》和《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（合称“《资管细则》”），但《资管细则》并未明确适用于除证券期货经营机构（指证券公司、基金管理公司、期货公司及其依法设立的从事私募资产管理业务的子公司）之外的私募基金管理机构，故在此不进行进一步讨论。中基协于2019年12月23日颁布的《2019备案须知》亦在诸多投资运作要点上进一步体现了《资管细则》的要求。

综上，就私募基金投资运营方面而言，我们认为原则上还是应按照《资管新规》的要求执行，进而对于私募证券投资基金的投资运营方面，还需要满足《暂行规定》的相关要求。

## （1）《资管新规》和《2019 备案须知》涉及私募基金投资运作相关规定

### （i）不属于私募投资基金备案范围

《2019备案须知》首先再次明确“私募投资基金不应是借（存）贷活动”，

---

<sup>37</sup> 例如下文第（2）项所述关于合格投资者的认定标准。

且进一步明确，“从事经常性、经营性民间借贷活动”和“设置无条件刚性回购安排变相从事借（存）贷活动，基金收益不与投资标的的经营业绩或收益挂钩”不符合私募基金备案的范围。

## **（ii） 禁止刚性兑付**

《2019备案须知》进一步体现了《资管新规》中“禁止刚性兑付”的要求，《2019备案须知》规定：“管理人及其实际控制人、股东、关联方以及募集机构不得向投资者承诺最低收益、承诺本金不受损失，或限定损失金额和比例”。

## **（iii） 禁止特定资金池业务**

《资管新规》第十五条第一款规定：“金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。”这一条主要适用于“开放式”资产管理产品，需要防范具有“资金池”性质的管理运作方式。这一条也与《暂行规定》第九条的规定相吻合。

《2019备案须知》亦落实《资管新规》的上述要求，明确：“管理人应当做到每只私募投资基金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与任何形式的‘资金池’业务，不得存在短募长投、期限错配、分离定价、滚动发行、集合运作等违规操作”。

## **（iv） 禁止投资单元**

《2019备案须知》规定，管理人不得在私募投资基金内部设立由不同投资者参与并投向不同资产的投资单元/子份额，规避备案义务，不公平对待投资者。

此前实践中存在一些基金“借壳”的操作。例如，有基金管理人在已备案基金完成投资后，在拟投资于新的投资项目时，为避免募集一只新基金并完成备案耗费的时间成本及物质成本，可能考虑通过后续募集将新投资者接纳入已备案基金，并约定新投资者仅参与该基金后续投资项目的分配，先前投资者不参与该基金后续投资项目的分配。实际上，管理人的前述操作规避了新基金的备案义务，该种行为也在《2019备案须知》中被明确禁止。

此外，在同一基金实体内设置独立核算的不同投资单元，将导致不同投资者享受不同的基金权益，该等做法也可能涉及不公平对待投资者的问题。但我们倾向于理解，目前市场上盲池基金中的投资排除条款<sup>38</sup>并非直接违背“禁止投资单元”的规定，但前提是基金合同中严格限定投资排除适用的情形，以及明确发生投资排除情形下，各投资者对于基金已投资项目和被排除项目的投资成本分摊

---

<sup>38</sup> 通常的表述为：“如某一有限合伙人全部或部分参与该投资项目将有可能导致该有限合伙人违反对其具有约束力的法律、法规、规章、规范性文件、行政命令、监管部门要求，执行事务合伙人可决定该合伙人不得参与该投资项目”。

比例的调整原则。

#### **(v) 投资非上市股权及其受（收）益权产品的封闭式运作要求**

《资管新规》第十五条第四款规定：“资产管理产品直接或者间接投资于未上市企业股权及其受（收）益权的，应当为封闭式资产管理产品，并明确股权及其受（收）益权的退出安排。未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日。”

《2019备案须知》一定程度上体现了《资管新规》的该等要求。《2019备案须知》规定，私募股权投资基金和私募资产配置基金应当封闭运作，备案完成后不得开放认/申购（认缴）和赎回（退出）。但基金封闭运作期间的分红、退出投资项目减资、对违约投资者除名或替换以及基金份额转让不在此列。实践中，私募股权投资基金在首次交割后的一段时间内可以进行后续募集是比较常见的安排，顺应市场惯例，《2019备案须知》就前述封闭运作要求开了一道口子，规定满足一定条件的私募股权投资基金和私募资产配置基金，可以新增投资者或增加既存投资者的认缴出资，但增加的认缴出资总额不得超过备案时认缴出资总额的3倍，该等条件如下：（a）基金的组织形式为公司型或合伙型；（b）基金由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管；（c）基金处在合同约定的投资期内；（d）基金进行组合投资，投资于单一标的的资金不超过基金最终认缴出资总额的50%；（e）经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过。

结合上述封闭式运作的要求与我们的项目经验，针对私募股权投资基金，我们有如下进一步的推论：（a）契约型或单项目型私募股权投资基金不得开展后续募集；（b）未托管的私募股权投资基金不得开展后续募集。《2019备案须知》尽管没有明确要求合伙型私募股权投资基金必须托管，但如不托管，实际上将无法开展后续募集活动，我们理解该规定将实际上起到督促绝大多数合伙型私募基金进行托管的效果；（c）管理人应尽量在基金交割规模达到基金预期目标总规模的四分之一以上时再提交基金备案申请。尽管《2019备案须知》没有明文对基金首次备案的规模作出金额上的要求，但通过规定“后续增加的认缴出资总额不得超过备案时认缴出资总额的3倍”，实际上起到了对基金备案时的规模作出比例要求的效果。管理人在向存在投资比例限制的投资者（如政府引导基金）进行募资时，应更加审慎；（d）鉴于基金期限内的封闭式运作规定，目前市场上部分常见的条款安排可能不再合规。以合伙型私募股权投资基金为例，部分有限合伙人要求以退伙形式实现的“优先退出权”或其他退伙形式的安排可能直接违反封闭运作的要求。退而求其次，管理人可与有限合伙人协商以基金份额转让的形式实现投资者退出之目的。

#### **(vi) 多层嵌套和通道业务的禁止**

根据《资管新规》第二十二条：“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。资产管理产品可以再

投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品”。在私募基金被纳入“资产管理产品”进而根据前述规定统一监管的情形下，其他资产管理产品嵌套私募基金，例如银行发行的资产管理产品通过嵌套资管计划、信托计划投资于私募基金的方式，以及私募基金再进行下层基金投资，在架构设计上都会受到该规定的限制。

值得注意的是，实践中有一类特殊的基金，即为QDLP基金。对于QDLP基金，我们理解，只要确保包括QDLP基金在内的、在中国境内的结构不超过两层资产管理产品或应该已经能够满足《资管新规》的要求，QDLP基金在境外的投资层级应不计算在《资管新规》要求的两层之内。

《资管新规》消除多层嵌套和通道的监管目的在于打击“规避投资范围、杠杆约束”的监管套利行为，而对于如某些金融机构因自身投资能力不足而产生的委托其他机构投资的合理需求，也进行了一定考虑。为此，《资管新规》首先要求金融监督管理部门和国家有关部门统一同类资管产品的监管标准，对资管业务实行平等准入，促进资管产品获得平等主体地位，从根源上消除多层嵌套的动机；其次，要求从严规范产品嵌套和通道业务，明确资管产品可以投资一层资管产品，并要求受托机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托。中国人民银行有关部门负责人曾在就《资管新规（征求意见稿）》答记者问中，除了提出未来将从严规范涉及“监管套利”的通道业务外，也提到了应充分考虑某些具有“合理需求”的通道业务，为未来的通道业务预留了一定的空间，但具体何为“合理需求”，“监管套利”的边界又如何判定，仍有待监管部门和市场的进一步验证。

此外针对创业投资基金和政府出资产业投资基金（“**两类基金**”）<sup>39</sup>，中国人民银行会同证监会等部门于2019年10月19日发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》（“**《资管新规两类基金细则》**”），针对两类基金作出了特殊规定，即两类基金接受资产管理产品及其他私募投资基金投资时，该两类基金不视为一层资产管理产品。这个规定意味着：在实践中，已有两层嵌套的母基金或金融机构发行的资产管理产品可以投资于两类基金，前述情形不属于多层嵌套。

#### （vii） 组合投资

《2019备案须知》规定，鼓励私募投资基金进行组合投资，建议基金合同中明确私募投资基金投资于单一项目所占基金认缴出资总额的比例。私募资产配置基金投资于单一资产管理产品或项目的比例不得超过该基金认缴出资总额的20%。

#### （viii） 产品分级限制

---

<sup>39</sup> 两类基金的具体认定标准参见《资管新规两类基金细则》第一条和第二条。



根据《资管新规》第二十一条规定：“公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过3：1，权益类产品的分级比例不得超过1：1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过2：1。发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。”《资管新规》对于分级产品的设计进行了比较严格的规定，此等规定将对结构化私募基金的发行造成一定限制。《2019备案须知》亦重申，私募投资基金杠杆倍数不得超过监管部门规定的杠杆倍数要求。

### **（ix） 统一负债要求**

在负债杠杆方面，除了前述关于产品自身分级杠杆的要求，《资管新规》还对私募产品的负债比例（总资产/净资产）分别设定140%（分级私募产品）和200%（未分级私募产品）的上限。值得注意的是，在对以资产管理产品份额进行质押的限制方面，相较于《资管新规（征求意见稿）》中“资产管理产品的持有人不得以所持有的资产管理产品份额进行质押融资”的规定，《资管新规》将对于以资产管理产品份额进行质押的限制限定在了金融机构受托管理的资产管理产品份额的范围内，即正式出台后的《资管新规》并未禁止非金融机构投资者以其持有的基金份额进行质押。前述调整也更好地避免了《资管新规》与实践中一些地方已经开展的有限合伙财产份额出质登记业务试点相冲突<sup>40</sup>。

## **（2） 《暂行规定》对于私募证券投资基金投资运作的额外规定**

除上述《资管新规》的相关规定外，私募证券投资基金的投资运作还应当满足《暂行规定》项下的一系列要求和规定，相关核心内容简要概括如下：

### **（i） 禁止不当宣传**

《暂行规定》对于资管计划的宣传在原有私募基金相关规定的基础上特别进行了明确的额外限制，包括但不限于禁止以任何方式向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益，同时禁止向投资者宣传预期收益率。

### **（ii） 禁止过度激励**

督促私募资产管理行业建立激励约束机制也是监管机构引导回归私募资产管理业务本源的一个重要体现。长期以来，在私募资产管理业务领域普遍存在过度激励的情况，私募资产管理行业从业人员因内部治理机制的不健全往往通过追

---

<sup>40</sup> 例如，2016年11月18日，广州市金融工作局、广州市工商行政管理局发布《关于支持广州股权交易中心开展有限合伙财产份额出质登记业务试点的指导意见》，在广州股权交易中心开展有限合伙财产份额出质登记业务试点。



逐高风险高回报以谋求短期利益，直接损害投资者的利益，不利于私募资产管理行业的长远稳定发展。《暂行规定》明确规定不得对私募资产管理业务主要业务人员及相关管理团队实施过度激励，私募证券投资机构应当建立激励奖金递延发放机制，递延周期不得短于3年，递延支付的激励奖金金额不得低于40%。我们理解，在前述激励约束机制下，如相关主要业务人员及管理团队发生在递延期间离职等情形的，其于递延周期内尚未获得支付的激励奖金也将被取消，以达到激励和约束的双重效果。此外，前述规定不存在“新老划断”的过渡期安排，不符合前述要求的机构需要及时整改。

除《资管新规》《暂行规定》等系统性规定之外，私募基金的投资运作还受限于证监会、中基协等监管部门不时发布的监管规则的约束。如为配合党中央、国务院关于房地产调控工作的指示精神，中基协于2017年2月14日发布了《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，对私募资产管理计划（包括私募管理人所管理的私募基金）投资热点城市普通住宅地产项目、向房地产开发企业提供融资用于支付土地出让价款或补充流动资金等行为进行了限制。

### 1.4.2 信息披露

在私募基金投资运营过程中，相关规定要求基金管理人的一项重要义务便是信息披露义务，其中包括向投资者披露相关信息的义务，以及按要求向中基协报送及备份相关信息的义务。关于私募基金信息披露的规定主要有中基协于2016年2月4日发布的《信披管理办法》、针对私募证券投资基金的《私募投资基金信息披露内容与格式指引1号》（“《1号指引》”）以及于2016年11月14日发布的《私募投资基金信息披露内容与格式指引2号——适用于私募股权（含创业）投资基金》（“《2号指引》”）。

根据上述规定，私募证券投资基金应当向投资者履行季度披露义务（其中单只基金规模达到5000万元以上的，应履行月度披露义务），而私募股权投资基金对于季度披露义务不做强制要求，但至少需要履行半年度披露义务。此外，私募基金均应向投资者履行年报披露义务和重大事项披露义务。

就私募基金向中基协报送及备份相关信息的义务而言，在实践中管理人除了应按时在资产管理业务综合报送平台上对管理人信息和已备案基金信息做定期更新外，还应就已备案的私募证券投资基金和私募股权（含创业）投资基金通过《信披管理办法》第五条所提到的私募基金信息披露备份平台（<https://pfid.am.ac.org.cn/pof/login.jsp>）（“备份系统<sup>41</sup>”）进行信息披露文件备份。

---

<sup>41</sup> 目前，该备份系统已实现私募证券投资基金的月度、季度和年度信息披露信息的备份功能以及私募股权（含创业）投资基金的半年报、年报等私募基金信息披露报告的备份功能。其中私募证券投资基金的披露信息可供投资者查询，而私募股权（含创业）投资基金的披露信息仅用作中基协备份及私募基金管理人下载使用，不面向社会公众和私募基金投资者公开查询。

### 1.4.3 基金外包服务管理

中基协于2017年3月1日发布了《服务管理办法》，标志着对私募基金服务机构（包括份额登记、估值核算、信息技术系统、基金募集和投资顾问）正式的监管规范的确立。此前，私募基金服务机构主要还是参照公募基金的一套监管体系和标准。《服务管理办法》重点规定了“份额登记”“估值核算”和“信息技术系统”三类服务机构的资质条件及业务规范，并明确“基金募集”和“投资顾问”由中基协另行制定相关规定。

根据《服务管理办法》相关规定，拟从事“份额登记”“估值核算”和“信息技术系统”服务的机构应具备相关条件（包括但不限于实缴资本、组织架构、软硬件设施、人员配置等方面），且类似于基金管理人，基金服务机构也需要向中基协申请登记，在私募基金服务业务登记系统<sup>42</sup>中按要求填报信息和文件，并提交由中国律师事务所出具的法律意见书<sup>43</sup>，要求律师对于相关机构是否符合《服务管理办法》规定的相关条件发表意见。不过，截至本《红宝书》出具之日，中基协的私募基金服务机构公示系统仍仅公示了2015年完成登记的服务机构名单，而并无2017年3月1日之后新完成登记的服务机构。

此外，《服务管理办法》也对基金管理人在委托服务机构提供服务时应承担的义务进行了规定，包括选择已在中基协完成登记并成为中基协会员的服务机构、委托服务机构开展服务前需对该等服务机构开展尽职调查并签订书面服务协议等。

针对估值核算，证监会于2017年9月5日发布了《中国证监会关于证券投资基金估值业务的指导意见》，就私募证券基金的估值业务和份额净值计价有关事项（包括估值业务基本要求、估值基本原则、估值工作机制、计价错误的处理及责任承担四个方面）制定了较为明确的指导意见。其后，中基协于2018年3月30日发布了《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》，主要从估值原则、估值方法两个方面引导私募投资基金非上市股权投资专业化估值，以完善资产管理行业估值标准体系。

## 1.5 基金清算

2008年美国金融危机爆发，以美元基金为主导的中国私募股权市场亦受到了较大的冲击，在美元基金表现乏力的背景下，人民币基金在2009年强势崛起<sup>44</sup>，

---

<sup>42</sup> 中基协对原“基金业务外包服务备案系统”进行了升级改造，并于2017年5月2日发布了《关于私募基金服务机构登记系统正式运行的公告》及其附件《私募基金服务机构登记系统操作手册》。

<sup>43</sup> 中基协随《服务管理办法》同时发布了《私募投资基金服务机构登记法律意见书指引》，作为律师事务所对服务机构开展尽职调查和出具法律意见书的指导性文件。

<sup>44</sup> 根据清科研究中心统计数据显示，2009年中国私募股权市场走势从币种角度来看，在基金募资方面，共有105支人民币基金成功募集约122.95亿美元，新募基金数和募资金额分别占2009年同期募资总量的84.7%和65.4%，人民币基金首次在新募基金资本总量上占据市场主导地位（参见<https://free.pedata.cn/757323.html>）。

并在此后的几年迎来了第一波人民币基金募集设立热潮。由于私募股权基金的期限通常为7-10年，大量人民币基金的存续期在近年陆续届满。无论基金业绩表现如何，对于投资人而言，从基金顺利实现全部退出并取得投资收益是其本质诉求，实现基金的有序清算成为摆在基金管理人面前的重要问题。

### 1.5.1 基金清算前的准备

首先，管理人应当梳理所有尚未退出项目的持股情况，例如是否存在股权代持、可转债投资方式等情形。对股权代持情况应提前做好股权还原或其他尽可能避免产生潜在纠纷的安排，对采取可转债投资方式的项目应综合判断债转股的条件是否满足。

其次，管理人应制定各个投资项目的退出方案。临近基金期限届满仍然未能实现退出的投资项目，往往是经营状况不好甚至没有实质性价值，但亦可能存在一些有较大价值但无法或不适合马上退出变现的项目。具体而言：针对某些有较大价值或预期收益较好、但短时间内无法实现退出的项目（典型的如存在上市预期或已经递交上市申请的项目），鉴于其预期上市时间与基金存续期限不匹配，此时管理人的两难境地是：一方面，基金临近到期，基金投资人对资金流动性需求并不一致，可能无法达成基金继续延期的决定，另一方面，此时如寻求马上退出，收益率将大打折扣，且接盘方可能面临“突击入股”导致更长的锁定期情况从而进一步要求降低转让对价。一个可能的解决方式为通过基金二手份额交易的形式，由基金投资人向S基金等专业基金份额买方出售基金份额，以实现资产变现的目的。但需要注意的是，通常基金二手份额买方会要求普通合伙人剥离除其“看中”的项目外的其他基金投资项目，因此整个份额买卖过程涉及基金资产的剥离，基金投资人、基金二手份额买方等多方的谈判，以及整体交易架构的设计，需要由普通合伙人来统筹各方进行。此外，如GP拟由其在管的其他基金受让这类项目股权，则可能涉及关联交易问题，需要按照基金合同中的约定履行关联交易的相关审批程序（如适用）。对于已严重亏损的项目，管理人应从财务上确认这类项目是否属于可被核销的项目；对于已亏损的且没有发展潜力的投资项目或已破产的被投资企业，管理人可视情况敦促该等被投资企业进行自愿清算。同时，如管理人认为被投资企业存在合法权益受到侵害但被投资企业未采取应有的行动时，基金作为股东从保护其投资利益的角度，可发起股东派生诉讼<sup>45</sup>；同时，在基金因其股东身份在担任被投资企业的清算组成员时<sup>46</sup>，应忠于职守，依法履

---

<sup>45</sup> 此外，有限合伙企业的有限合伙人还可依据《合伙企业法》第68条2款7项的规定提起有限合伙人派生诉讼。最高人民法院曾于2017年3月在审理上诉人安徽瑞智房地产开发有限公司与被上诉人焦建、刘强、李春红及原审第三人上海浦东发展银行股份有限公司淮南支行、北京和信恒轩投资中心借款合同纠纷一案中，作出了（2016）最高法民终756号的终审判决，该案系首个得到最高司法机关以生效判决支持的有限合伙人派生诉讼案例。

<sup>46</sup> 根据《公司法》第一百八十三条、《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（二）》第十八条的规定，有限责任公司的清算义务主体为全体股东，股份有限公司的清算义务主体为董事、控股股东。

行作为清算组成员的义务，避免违反相关义务而给基金造成额外的责任和负担<sup>47</sup>。

此外，除投资项目的退出外，管理人还应当梳理基金与其他所有外部主体发生的法律关系是否可以在基金期限届满之前如期终止，如不能如期终止，则应提前确定处理的对策，例如基金的债务是否已经如期偿还，基金是否还有尚未终结的诉讼或仲裁等。

### 1.5.2 基金解散事由

清算的前置程序是基金解散，因此，在清算之前基金应当正式解散。基金解散的事由一般分为如下三种：

（1） 法定解散：法定解散事由中最常见的是合伙期限届满，合伙人决定不再经营。基金合同中通常对合伙期限约定一定的延长机制，管理人应当提前确定合伙期限是否可以根据约定的延长机制进行延长，如无法延长或延长期业已届满，则合伙企业则应当解散。当然，如果基金在合伙期限届满前完成全部投资项目的退出或已预计无法实现退出，则可以合伙协议约定的合伙目的已经实现或无法实现为由，在合伙期限届满前解散<sup>48</sup>。

（2） 约定解散：约定解散事由是指全体合伙人在合伙协议中约定的解散事由，在发生该等约定事由时，基金应当解散。例如，基金触发关键人士事件，且未在基金合同约定的时间内通过关键人士的替代方案，则基金可能根据基金合同的约定解散。

（3） 议定解散：即指全体合伙人协商后决定将基金解散。

### 1.5.3 基金清算流程

清算程序启动后的首要任务是确定清算人，基金的管理人或普通合伙人并不当然成为清算人。根据《合伙企业法》第86条的规定，合伙企业的清算人原则上为全体合伙人，除非全体合伙人过半数同意在出现解散事由后15日内指定某一个或数个合伙人或第三方担任清算人。实践中，基金合伙协议中所约定的清算人通常为普通合伙人。建议管理人提前确认根据基金合同是否已经能够确认清算人，如不能，则建议在解散前即发起清算人的指定程序，以免在《合伙企业法》规定的清算人指定期限内无法完成清算人的另行指定。

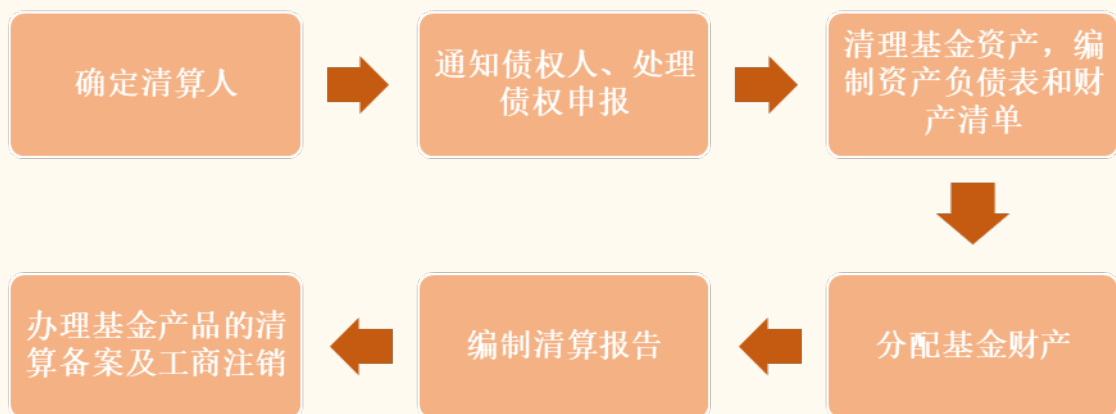
《合伙企业法》规定合伙企业应当在发生解散事由后解散，并由清算人进行清算。解散与清算程序是“无缝衔接”的，一旦基金解散，清算程序应当立即启动。清算流程具体可参见下表：

---

<sup>47</sup> 违反股东作为清算组成员的义务引发的责任包括：未将公司解散清算事宜书面通知全体已知债权人、没有在全国或者公司注册登记地省级有影响的报纸上进行公告、执行未经过股东会决议确认的清算方案而给公司或债权人造成损失或其他违反法律法规或公司章程给公司或债权人造成损失的。

<sup>48</sup> 《合伙企业法》第八十五条规定的其他法定解散事由还包括合伙企业依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销，合伙人已不具备法定人数满三十天，法律、行政法规规定的其他原因。





#### 1.5.4 问题私募基金的退出

特别地，针对“问题私募基金”<sup>49</sup>的退出，深圳市私募基金协会为规范引导深圳市辖内问题私募投资基金有序退出，于2019年9月6日发布了《深圳市问题私募投资基金退出操作参考（试行）》（“《退出参考（试行）》”），我们理解该规定侧重于从程序公平的角度出发，对问题私募基金的退出进行了规定：

##### （1）清退组引入专业机构代表

清退组作为私募基金退出过程中的执行机构，负责对基金项目进行清产核资和制定、执行退出方案。清退组由私募基金管理人代表、专业中介机构代表组成，成员人数应不少于5人，其中专业中介机构代表应不少于2人，由私募基金管理人聘请的会计师事务所、律师事务所分别委派专业人员担任，且清退组的决策机制为三分之二以上多数决。

##### （2）投监会作为常设监督机构

投资者大会是私募基金退出中的权力机构，代表全体投资者的利益。投监会在全体投资者中经选举产生，对清退组的工作予以监督并监管退出方案的执行。对事关全体投资者共同利益的重大事项，仍然通过投资者大会进行表决。投监会与投资者大会的决议机制亦为三分之二以上多数决。

<sup>49</sup> 《退出参考（试行）》规定的问题私募基金是指，依照基金合同约定或依据相关法律法规及行业自律规则，基金管理人与其他参与主体无法化解纠纷，存在涉众风险等问题的私募基金。



## 第2章 中国 PE/VC 基金实务要点

### 2.1 PE/VC 基金发展现状综述

私募股权投资（“PE”）及风险/创业投资（“VC”）<sup>50</sup>的概念于20世纪80年代末<sup>51</sup>被介绍到中国，该等术语分别为英文“Private Equity”和“Venture Capital”的直译翻译。按照最初的直译和理解，“PE”（私募股权投资）本身涵盖了所有以股权为主要投资对象的投资行为，而“VC”（风险/创业投资）为“PE”的一个重要分支，但由于实操中二者的定位、资金规模、目标项目、投资策略具有一定差异，因此在私募投资基金领域，通常理解的“PE”更多侧重投资于Pre-IPO等成熟的后期项目、上市公司或非上市公司的专项投资或并购重组（“并购投资”）甚至上市企业再融资等，而“VC”一般侧重于投资早中期项目或成长期项目。中基协备案系统中对“私募股权投资基金”和“私募创业投资基金”的区分在一定程度上与“PE”和“VC”的区分有相通之处。

自20世纪90年代起至今，随着中国实体经济的高速发展以及创业、投资并购活动的空前活跃，中国PE/VC行业也一直展现出迅猛的发展势头，PE/VC机构的数量出现了井喷式增长。在发展早期，中国的PE/VC行业发展主要依赖国资机构及外资机构推动。一方面，原国家科学技术委员会于1985年出资成立了中国新技术创业投资公司，1992年上海、江苏、浙江、广东、重庆等地地方政府出资设立了以科技风险投资公司为名的创业投资机构；另一方面，20世纪90年代初一批境外PE/VC机构相继进入中国市场，并在20世纪90年代起至2006年的十余年间一定程度上主导了中国PE/VC行业的早期发展<sup>52</sup>。

1995年，随着中国互联网投资机会的开始涌现，中国人民银行发布了《设立境外中国产业投资基金管理办法》（中国人民银行令第1号）（已失效），鼓励中国境内非银行金融机构、非金融机构以及中资控股的境外机构作为发起人，单独或者与境外机构共同发起设立，在中国境外注册、募集资金，主要投资于中国境内产业项目的投资基金。

---

<sup>50</sup> 针对 Venture Capital，在中国较为早期的法律文件中通常使用“风险投资”这一术语，但由于“风险”二字在中文语境下通常被理解为有一定的负面含义，因此现在更为常见的是使用“创业投资”这一术语进行指称。

<sup>51</sup> 风险/创业投资这一概念最初于20世纪80年代末出现在中国政府部门制定的规范性文件中。其中，1985年中共中央、国务院《关于科学技术体制改革的决定》（中发[1985]6号）提出“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持”，首次提出“创业投资”概念。1987年1月颁布实施的《国务院关于进一步推进科技体制改革的若干规定》（国发[1987]6号）（现已失效）中，国务院明确提出了对创业的科技人员要“在信贷、风险投资、股份集资、税收等方面予以扶植和支持”。

<sup>52</sup> 在此期间，大量境外PE/VC机构通过境外设立的外币基金向搭建了“红筹架构”的中国企业的境外控股公司进行投资，并通过这些境外控股公司在美国、香港等海外资本市场上市实现退出并获得回报。红筹架构为设立于中国境内的企业为进行境外融资和实现境外上市目的而创设的交易架构，通常做法为由中国境内企业的股东于开曼群岛等离岸法域设立海外控股公司，海外控股公司直接或间接持有中国境内企业股权或通过协议安排间接控制中国境内企业。

之后随着境内机构与投资者对PE/VC行业的逐步了解、中国TMT（科技、媒体和通信）、医疗健康等新兴行业创投活动的兴起、中国多层次境内资本市场的逐渐发展<sup>53</sup>、《合伙企业法》等与PE/VC行业密切相关的法律法规逐步修改完善和出台<sup>54</sup>，本土PE/VC行业发展所需的各种要素逐渐成熟，加之各地政府陆续出台了一系列关于支持PE/VC行业发展的政策，自2006年以来，中国本土的PE/VC机构获得了迅猛发展，尤其是2009年深圳创业板的启动导致的企业上市门槛降低和高新股发行市盈率为股权投资提供了绝佳的退出平台，一批PE/VC机构借助创业板平台获取高额回报，一些新闻媒体甚至称中国出现了“全民PE”的狂潮。

但自2011年下半年开始，通胀压力和持续紧缩的货币政策使得资金募集出现困难，退出渠道受阻，PE/VC行业进入调整期。之后2013年A股IPO暂停一年，上市退出渠道严重受阻，并购成为当时退出首要方式。PE/VC行业洗牌，PE机构开始重视专业化投资和投后管理工作，逐渐回归投资实业本质。

2015年以后，在“双创”大发展和“供给侧改革”的推动下，国内优质可投资资产不断涌现，大批民营PE/VC机构、国资机构、金融机构、战略投资者等纷纷进入，行业竞争也日益激烈。随着政府引导基金迅速发展、同时互联网O2O、金融科技、共享经济、人工智能等创业热潮轮番兴起，监管环境日益完善。

根据中基协的统计，截至2020年1月底<sup>55</sup>，已在中基协登记私募股权、创业投资基金管理人14,905家。已备案私募股权投资基金28,569支，基金规模约8.63万亿元；已备案创业投资基金8,157支，基金规模约1.19万亿元。

## 2.2 PE/VC 基金的设立架构

基金的架构通常与其“募、投、管、退”等方面紧密相关，普通合伙人在单独或与其关联方共同发起设立基金之前，需要基于届时的监管环境、自身实际情况等因素事先考虑拟采取的基金架构，以免后续对基金的募集、投资、管理和退出造成不利影响。

在设计基金架构时，需要考虑的主要因素包括：投资者人数、投资者身份、税务成本等。

### 2.2.1 投资者人数

投资者人数对PE/VC基金的影响重点体现在监管部门对于穿透核查并计算

---

<sup>53</sup> 中国政府于2004年启动中小企业板、2009年启动创业板、2012年启动新三板、2018年开始政策支持不满足传统境内上市标准的新经济公司在境内上市，努力打造更具活力、多层次的资本市场后，境内资本市场的优势逐渐显现。

<sup>54</sup> 2006年修订的《合伙企业法》首次引入了有限合伙企业这一已经被海外的PE/VC基金普遍采用的法律组织形式。

<sup>55</sup> 数据来源于中基协《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报》（2020年第1期）。

投资者人数的要求。根据《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，私募基金应当向合格投资者募集，单只私募基金的投资者人数累计不得超过《基金法》《公司法》《合伙企业法》等法律规定的特定数量，即私募证券投资基金投资者人数不得超过200人，以股份有限公司形式设立的私募基金，投资者人数不得超过200人；以有限责任公司或者合伙形式设立的私募基金，投资者人数不得超过50人。

尽管《私募投资基金监督管理暂行办法》不要求对已在基金业协会备案的投资计划进行穿透核查并合并计算投资者人数，但由于《证券法》及其他相关法律法规均禁止擅自公开发售（向不特定对象发行证券或向特定对象发行证券累计超过200人），证监会在IPO、发行股份购买资产、借壳上市、上市公司非公开发行股票、新三板挂牌、新三板定增等方面亦不同程度要求对股东、发行对象或交易对方的人数进行穿透核查，并要求穿透后的人数不得超过200人。

目前，证监会现行的穿透核查的标准主要来源于其窗口指导意见以及审核公告。就PE/VC基金而言，证监会在审核实践中已基本形成一项穿透核查原则并为市场所普遍遵守，即：非专门投资于目标公司的已备案基金（“盲池基金”）一般认定为一名股东不再穿透计算，而专门投资于目标公司的专项基金（“专项基金”）一般应当穿透计算人数（实际穿透核查要求仍应视具体投资策略而定）。前述差异的原因可能在于，投资者能够相对容易地通过临时设立专项基金并完成备案的方式，规避对于投资者人数的监管要求。此外，即使合伙型或有限责任公司型基金的合伙人/股东人数为50人以下，也仍然存在因私募基金穿透后人数过多而面临被标的企业要求整合投资者或提前退出的风险。

因此，在设计PE/VC基金架构时，建议结合基金规模及投资策略等因素，综合考量投资者人数，采取适当的基金架构，避免因投资人数过多而被标的企业要求整合投资者或提前退出，影响基金的投资运营。

### 2.2.2 投资者身份之“三类股东”

“三类股东”，即信托计划、契约型私募基金和资产管理计划，对基金产生的影响主要体现在多层嵌套、被投资企业IPO、基金参与上市公司非公开发行及上市公司并购重组等方面。根据《资管新规》的规定，资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。如“三类股东”投资于一只PE/VC基金，则该基金可能无法再投资于公募证券投资基金以外的资产管理产品，否则将违反《资管新规》的相关规定。

当然，“三类股东”在被投资企业IPO或基金参与上市公司非公开发行及上市公司并购重组等方面，对基金产生的影响更为明显，尤其在被投资企业IPO过程中，“三类股东”往往被视为实质性障碍。一直以来，证监会对拟IPO企业的审核口径包括拟上市公司的股权清晰、稳定，而“三类股东”背后通常投资者人数众多，且实质上是受托投资，通常被认为稳定性弱，可能造成被投资企业股权

结构不清晰。为了突破契约型基金作为拟上市公司股东身份的障碍，实践中虽然存在一些契约型基金通过嵌套合伙企业的方式对拟上市公司进行投资的尝试，但如前所述，因不同情况下存在不同程度的穿透核查要求<sup>56</sup>，这类架构仍可能面临被证监会穿透核查的风险，而不能根本解决“三类股东”的问题。

尽管主管部门对新三板挂牌企业申请IPO时存在“三类股东”的态度已较为清晰<sup>57</sup>，实务中也存在拟上市公司中存在“三类股东”且成功过会的情况<sup>58</sup>，但对尚未在新三板挂牌的拟上市公司存在“三类股东”的审查要求仍有待明确。根据证监会于2018年5月发布的首发审核知识问答系列之《首发审核非财务知识问答》中明确说明，对于拟上市公司尚未在新三板挂牌的，建议在政策执行初期，暂不允许其股东存在“三类股东”。

2019年3月25日，证监会发布《首发业务若干问题解答（一）》及《首发业务若干问题解答（二）》（“《首发业务解答》”）及上海证券交易所于2019年3月24日发布的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》对发行人在新三板挂牌期间形成“三类股东”并申请IPO的核查和披露要求进行了说明，不再要求“三类股东”做穿透式披露。虽然《首发业务解答》未延续前述《首发审核非财务知识问答》中对于该问题的态度，但后续仍有待进一步关注监管部门的审核和落实。我们理解，就未在新三板挂牌的拟上市公司而言，对“三类股东”的清理在短期内还是一种比较谨慎和有效的方法。

就PE/VC基金参与上市公司非公开发行及上市公司并购重组等方面，根据现行监管部门的审查态度，如PE/VC基金存在“三类股东”问题，尽管通常可能不构成实质性障碍，但仍可能面临严格的穿透披露和人数合并计算的要求。

综上，PE/VC基金的投资者如存在“三类股东”，建议事先根据基金拟采取

---

<sup>56</sup> 如根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》（2018年修订）第十五条规定，上市公司应全面披露交易对方情况，以方框图或者其他有效形式，全面披露交易对方相关的产权及控制关系，包括交易对方的主要股东或权益持有人、股权或权益的间接控制人及各层之间的产权关系结构图，直至自然人、国有资产管理部門或者股东之间达成某种协议或安排的其他机构。如为合伙企业，应当穿透披露至最终出资人，同时还应披露合伙人、最终出资人与参与本次交易的其他有关主体的关联关系（如有）；如为契约型私募基金、券商资产管理计划、基金专户及基金子公司产品、信托计划、理财产品、保险资管计划、专为本次交易设立的公司等，应当比照对合伙企业的上述要求进行披露。

<sup>57</sup> 2018年1月12日，证监会通过新闻发布会的方式，对于新三板挂牌企业申请IPO时存在“三类股东”的监管政策进行了明确，提出了（1）公司控股股东、实际控制人、第一大股东不得为“三类股东”；（2）公司“三类股东”应已经纳入金融监管部门有效监管；（3）从严监管高杠杆结构化产品和层层嵌套的投资主体，存在上述情形的发行人应提出符合监管要求的整改计划，并对“三类股东”做穿透式披露，同时中介机构对发行人及其利益相关人是否直接或间接在“三类股东”中持有益权应进行核查；以及（4）“三类股东”应对其存续期作出合理安排以符合现行锁定期和减持规则四项标准。在此之后，新三板公司文灿股份、芯能科技分别于2018年3月13日和2018年4月17日成功过会，证明对于新三板挂牌企业，存在“三类股东”情况不会对其申请首次公开发行上市构成绝对障碍。

<sup>58</sup> 例如股东架构中含资管计划的常熟汽饰（2017年1月5日上市）、海辰药业（2017年1月12日上市）、碳元科技（2017年3月8日上市）和金域医学（2017年9月8日上市），公司股东架构中含契约型基金的长川科技（2017年4月17日上市）等。



的投资策略审慎评估“三类股东”对PE/VC基金产生的影响，确保“三类股东”依法设立并规范运作，已经纳入金融监管部门有效监管，避免因“三类股东”的问题而导致PE/VC基金被所投资企业清理的风险。

### 2.2.3 投资者身份之国资背景投资人和外资背景投资人

就国资背景投资人而言，如因国资背景投资人对基金的投资而使得基金被认定为32号文规定的“国有及国有控股企业、国有实际控制企业”，则基金所持资产将被认定为国有资产，进而会导致基金的设立及投资退出等行为将适用企业国有资产相关法律法规要求的交易审批、资产评估、进场交易等程序，详见本章第2.5.2节。

就外资背景投资人而言，因外资成分可能会使得PE/VC基金在中国境内的投资受到外资行业准入的限制，进而不得投资《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（“《负面清单》”）中列明为禁止外商投资的项目，且投资《负面清单》之内的非禁止投资项目，须进行外资准入许可，详见本章第2.5.1节。

因而，在考虑PE/VC基金架构时，应充分考虑国资背景投资人及外资背景投资人可能对PE/VC基金产生的影响，进而适当设计合适的架构，例如采用平行基金架构等方式，降低因国资背景投资人及外资背景投资人的特殊身份对PE/VC基金造成的影响。

### 2.2.4 税务成本

在进行PE/VC基金的架构设计时，税务成本的考量十分关键。由于中国对PE/VC基金及其合伙人的税收政策尚不完善也不甚稳定，税务筹划的空间相对更灵活，但同时缺乏税务筹划或不当的税务筹划带来的弊端也就更加明显，更加凸显合理的基金税务筹划的重要性。

基金税务成本的主要考虑因素主要涉及：（i）基金采用何种组织形式；（ii）普通合伙人和管理人是合一或分离；及（iii）各地方政府是否给予鼓励政策及其落实的可能性等。

#### （1） 基金组织形式

基金的组织形式通常包括合伙型、公司型和契约型。因契约型基金本身并不存在任何主体形式，其仅被认定为资管产品，“基金层面”不缴纳任何税收，投资收益主要还是由投资人按照其自身的纳税主体情况，缴纳企业所得税或个人所得税，但由于契约型基金属于“三类股东”从而对底层投资层面存在负面影响（详见本章第2.2.2节），因此在PE/VC基金的选择适用上存在一定局限性。对于不同类型的投资者而言，公司型基金的组织形式与合伙型基金的组织形式的选择对其税务成本有不同的影响。

#### （2） 机构投资者

对机构投资者而言，在公司型基金架构及合伙型基金架构下，机构投资者的税负总体上不存在实质性差别，机构投资者更应基于自身商业需求考量选择合伙型或公司型的基金组织形式。

在公司型基金下，主要由公司型基金为主体来缴纳企业所得税，不同主体在各个环节具体承担的税务成本如下<sup>59</sup>：（i）在公司型基金层面，就其对被投资企业的财产转让所得，需要按照《企业所得税法（2018年修订）》（“《企业所得税法》”）的规定就投资本金增值部分缴纳企业所得税；就其自被投资企业取得的股息、红利等权益性投资收益，如该收益为符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益，则按照《企业所得税法》视为免税收入；（ii）在机构投资者层面，公司型基金通常以股息、红利的形式向机构投资者分配其项目退出收益、被投资企业分配的股息、红利等，该等分配根据《企业所得税法》第二十六条作为符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益视为免税收入。

在合伙型基金下，以每一个合伙人为纳税义务人缴纳所得税。不同主体在各个环节承担税务成本如下：（i）合伙企业生产经营所得和其他所得应当采取“先分后税”的原则，分配至每个合伙人，由合伙人按照其主体的性质，缴纳相应的所得税，在合伙型基金层面不承担所得税纳税义务；（ii）在机构投资者层面，就基金对被投资企业的财产转让所得，作为有限合伙人的机构投资者需要就其从合伙型基金取得的项目投资本金增值部分缴纳企业所得税；就被投资企业向合伙型基金分配的股息、红利等权益性投资收益，因《企业所得税法实施条例》规定，适用于免税收入的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益，限于居民企业“直接”投资于其他居民企业取得的投资收益，导致机构投资者自合伙型基金取得的被投资企业股息、红利分配能否视为居民企业之间的股息、红利分配而享受所得税免税待遇并无明文的法律依据。在实操中，机构投资者通常仍需要就来自合伙型基金被投资企业分配的股息、红利缴纳企业所得税。

基于上述，就机构投资者而言，公司型基金及合伙型基金对其税务成本影响主要体现在被投资企业向基金分配的股息、红利是否应缴纳企业所得税方面。在基金收入的主要来源是处置投资组合所得的情况下，合伙型基金或公司型基金的组织形式，对于机构投资者的税务成本不构成实质影响。

### （3） 自然人投资者

在公司型基金架构下，对自然人投资者而言，存在“双重征税”问题。具体体现在：源于被投资企业分配的股息、红利或项目退出收益均需在公司型基金及自然人投资者层面分别缴纳企业所得税及个人所得税。

在合伙型基金架构下，自然人投资者应按照现行有关合伙企业投资者税收

---

<sup>59</sup> 为便于讨论，我们仅就投资者源于基金投资收益（包括项目退出收益和被投资企业的股息、红利）所得的税务成本展开讨论。

的法律法规承担纳税义务。就合伙型基金向自然人投资者分配的源于被投资企业分配的股息、红利而言，根据国家税务总局《关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定》（国税函[2001]84号）的规定，合伙型基金自被投资企业取得的股息、红利不并入合伙型基金的收入，而单独作为自然人投资者的利息、股息红利所得，按照“利息、股息、红利”应税项目缴纳个人所得税。但就合伙型基金向自然人投资者分配的源于项目退出收益而言，其应按何种应税项目、税率缴税在实践中存在较大争议，主要体现在是根据《中华人民共和国个人所得税法》（中华人民共和国主席令第48号，“《个人所得税法》”）的规定作为财产转让所得按照20%的税率，还是根据《财政部、国家税务总局关于印发<关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定>的通知》（财税[2000]第91号）的规定比照个体工商户的生产经营所得按5%-35%的超额累进税率征税方面。在征管实践中，各地税务机关也对此持有不同的态度<sup>60</sup>，不少税务机关倾向于适用5%-35%的超额累进税率，但也存在一些地方为鼓励股权投资，对“合伙型股权投资基金中个人投资者取得的收益”按“财产转让所得”征收20%的个人所得税。因此，建议私募基金管理机构在注册合伙企业之前能够事先了解确认注册地税务机关的所得税征收方式。

2019年1月10日，财政部等四部门联合发布《关于创业投资企业个人合伙人所得税政策问题的通知》（财税[2019]8号）（“《财税[2019]8号文》”），规定创业投资企业<sup>61</sup>可选择按单一投资基金核算或者按创投企业年度所得整体核算两种方式之一，对其个人合伙人来源于创投企业的所得计算个人所得税应纳税额。在单一核算方式下，个人合伙人就股息、红利及股权转让所得按照20%的税率缴纳个人所得税；在整体核算方式下，个人合伙人就股息、红利及股权转让所得按照“经营所得”项目、5%-35%的超额累进税率计算缴纳个人所得税。虽然单一核算方式下20%的税率相较于整体核算方式下的超额累进税率可能对自然人投资者更为有利，但在该核算方式下，亏损不能抵扣盈利且不得扣除管理费和业绩报酬等费用的要求通常可能会导致自然人投资者的应税所得额相较于整体核算方式下计算得出的应纳税所得额更高，进而抵消20%的税率可能为自然人投资者带来的纳税利益。因此，建议创投基金管理机构根据自身实际情况审慎评估后选择

---

<sup>60</sup> 主要包括以下几类：（i）合伙型股权基金中个人合伙人取得的收益，按照“利息、股息、红利所得”或者“财产转让所得”项目征收个人所得税，税率为20%。（ii）不执行企业合伙事务的自然人有限合伙人，其从有限合伙企业中取得的股权投资收益，按“利息、股息、红利所得”应税项目，适用20%的税率计算缴纳个人所得税；（iii）执行有限合伙企业合伙事务的自然人普通合伙人，按“个体工商户的生产经营所得”应税项目，适用5%-35%的超额累进税率，计算征收个人所得税；不执行有限合伙企业合伙事务的自然人有限合伙人，其从有限合伙企业取得的股权投资收益，按“利息、股息、红利所得”应税项目，依20%税率计算缴纳个人所得税；（iv）自然人有限合伙人按照“利息、股息、红利所得”或者“财产转让所得”项目，自然人普通合伙人（执行合伙业务又为基金的出资人的）的投资收益或股权转让收益征收个人所得税，税率适用20%。

<sup>61</sup> 根据《财税[2019]8号文》，创投企业是指符合《创业投资企业管理暂行办法》（发展改革委等10部门令第39号）或者《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令第105号）关于创业投资企业（基金）的有关规定，并按照上述规定完成备案且规范运作的合伙制创业投资企业（基金）。

合适的缴税方案。

#### **(4) 普通合伙人和管理人合一或分立**

对于普通合伙人、管理人是合一还是分离的问题，主要原因系目前税务机关对PE/VC基金的普通合伙人从PE/VC基金获得的超额收益分成(carried interest)的收入性质态度有待进一步厘清。截至目前，超额收益分成的收入性质存在“金融服务收入”及“投资收益”之争。如超额收益分成被认定为“金融服务收入”，则应依法额外缴纳增值税。2017年初，中国某知名PE机构因其未将超额收益分成确认为“金融保险业”收入进行增值税纳税申报而被地方税务机关处罚。

通常认为，在普通合伙人、管理人合一的架构下，超额收益分成被额外征收增值税的风险更高。管理人因提供基金管理服务而会收取的管理费应按照“直接收费金额服务”缴纳增值税。但同时，管理人作为PE/VC基金的普通合伙人也将按照合伙协议的约定收取超额收益分成，税务机关更有可能将全部或部分超额收益分成视为管理人为基金提供管理服务的对价，从而管理人需要就取得的超额收益分成缴纳增值税。

#### **(5) 各地地方鼓励政策**

除前述《财税[2019]8号文》规定的个人合伙人所得税，以及相应各地政策的差异化适用为基金带来税收筹划空间外，中国国内各地政府为了开拓税源、吸引优质私募基金落户，纷纷出台税收优惠政策，热点地区包括上海、深圳、广东、浙江、江苏、天津及部分中西部地区等。原则上，在满足一定条件后（例如注册资本、实缴资本要求等），相关实体即可享受相关优惠政策。扶持的内容主要包括税收返还、落户奖励、高管奖励、租金补贴及人才引进相关的配套保障性措施。

值得注意的是，自2014年国务院要求各地区有关部门清理规范地方性的税收和财政优惠政策以来，部分地区的税收优惠政策在具体实施上存在较大不确定性，因此，我们建议PE/VC机构在选择注册地、申请优惠扶持政策时，咨询专业人员的意见，在兼顾政策稳定性的基础上，谨慎比较和选择最终注册地，避免给后续运营造成负面影响。

### **2.3 PE/VC 基金设立地**

如前文所述，鉴于中基协《命名指引》以及各地工商部门及金融监管部门对于新设基金主体的限制政策，目前国内实践中可供一般基金发起方选择的主要基金设立地相对较为有限。在选择基金设立地时，基金发起方通常需要考虑的因素包括：基金主体设立的时间成本、基金设立地当地政策的稳定性、当地监管部门专业化程度及办事效率、当地优惠政策以及潜在投资人的要求等。如果基金设立地选择得当，可以为私募基金及其管理人带来诸多便利及优惠条件，反之，则可能对基金及管理人运营带来负面影响。



如前文所述，很多地方政府开始限制辖区内新设投资类企业，一些之前较为热门的基金设立地已经暂停了私募基金机构的工商注册。在一些地区，存量投资类企业的变更登记亦受到限制。在该等地区设立PE/VC基金可能涉及当地金融监管部门的事前审批，金融监管部门可能对基金管理人及基金投资人的背景、基金规模等有所要求。

其次，在税收方面，一些地方政府为了吸引优质私募基金落户，纷纷出台税收优惠政策。政策内容涵盖税收返还、落户奖励、高管奖励、租金补贴及人才引进相关保障性措施等。其中，税收返还主要指在地方财政留存范围内返还一定比例给纳税主体，通常该项因素系选择PE/VC基金设立地的重要考量因素。另外，如本章第2.2.4节所述，鉴于各地政策对自然人有限合伙人适用20%的个人所得税还是比照个体工商户适用5%到35%的五级超额累进税率存在差异，PE/VC基金应提前确认拟设立地主管税务机关的征收口径。

值得注意的是，鉴于之前各地税收红利政策曾引发不同程度的乱象，国务院曾多次发文要求对税收等优惠政策进行清理、规范，使得部分地区税收优惠政策在执行中存在较大不确定性，除可能无法兑现在基金主体设立时给予的优惠待遇外，纳税人甚至还可能会被追溯“欠缴”税款。

因此，我们建议PE/VC基金在选择注册地、申请税收优惠政策时，咨询专业人员的意见，谨慎比较和选择最终注册地，避免给后续运营造成负面影响。

## **2.4 PE/VC 基金的发起方**

### **2.4.1 PE/VC 基金发起方概况**

截至2019年12月19日，在中基协已完成登记的私募管理人合计24,540家，其中私募股权、创业投资基金管理人占比约60.36%，合计14,812多家；从私募基金管理人的企业性质角度，内资企业、外商独资企业、中外合资企业或中外合作企业分别占比约98.81%、0.75%和0.43%<sup>62</sup>。从前述数据可知，私募基金管理人主要还是以内资企业为主，除一般实际控制人为中国籍自然人的有限责任公司外，PE/VC基金的发起方还包括国有企业、各级政府和金融机构。

### **2.4.2 国有企业及各级政府**

#### **(1) 国有企业**

国有企业发起设立私募基金，目前仍具有比较广泛的现实需求和市场影响。国有企业作为发起方选择不同的基金组织形式，将受不同的法律规制。无论选择何种组织形式，国有企业作为发起方设立实体及对外投资等，均需要根据届时作为发起方的国有企业及基金的实际情况，判断基金的设立、投资及退出等行为是

---

<sup>62</sup> 数据来自于“私募汇”检索系统。

否适用企业国有资产相关法律法规要求的审批、资产评估、进场交易及国有股权管理等程序。

国有企业作为普通合伙人发起设立合伙型私募基金，可能面临法律上的障碍。根据《合伙企业法》的规定，国有独资公司、国有企业不得成为普通合伙人。因《合伙企业法》并未就“国有企业”的内涵和外延做出明确界定，导致工商登记部门/市场监督管理部门与国有企业监督管理部门对于“国有企业”的界定存在差异<sup>63</sup>。实践中，具有国资成分的企业（甚至是国资成分为100%的企业）担任普通合伙人的情况在工商登记部门/市场监督管理部门<sup>64</sup>、中基协<sup>65</sup>及证监会<sup>66</sup>均已获得认可的先例。因此，如国有企业拟作为普通合伙人发起设立合伙型基金，除了需要与拟注册地的工商登记部门/市场监督管理部门确认注册程序是否存在障碍外，也需要与该国有企业的国资主管机关事先沟通确认，以避免违反国有企业监管的相关规定。

国有创业投资企业亦是市场上比较活跃的基金发起主体，我们注意到2019年4月19日发布的《改革国有资本授权经营体制方案》（国发[2019]9号，“《**国资改革方案**》”），进一步明确支持国有创业投资企业、创业投资管理企业等新产业、新业态、新商业模式类企业的核心团队持股和跟投。本次《国资改革方案》延续了此前《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（国发[2016]53号）中对于国有创投企业探索核心团队持股和跟投的支持态度，但激励机制的具体实施还有待进一步落实。

## （2） 各级政府

近年来由各级政府通过预算安排发起设立的政府引导基金在市场上始终占有一席之地，其通常肩负引导社会资本促进产业升级和发展的重要使命，单独出资或引入金融机构等社会资本共同出资设立，与专业投资管理团队合作，以市场化运作方式投资于经济社会发展的重点领域和薄弱环节，以促进经济持续健康发展。因此，政府引导基金通常被认为是利用“有形之手”发挥政府引导和放大作用，弥补投融资“市场失灵”，协调区域经济发展，提升财政资金使用效益的利器。

---

<sup>63</sup> 根据原国家工商总局的定义，国有企业仅指全民所有制企业，国家发改委的《股权投资企业备案指引》（已不再适用）则将任何国有股权合计达到或超过 50%的企业都认定为国有企业，而国务院国有资产监督管理委员会及财政部于 2016 年 6 月发布的《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委、财政部令第 32 号）则要求国有企业须为国有全资企业、国有股权合计超过 50%且国有企业为其最大股东或国有股权比例虽未超过 50%但国有企业为其第一大股东且通过协议或其他安排实际支配该企业。

<sup>64</sup> 在市场监管层面，不少地区已有国资成分为 100%的公司登记为合伙企业普通合伙人的案例。

<sup>65</sup> 在中基协层面，已存在单一国有股东持股超过 50%的公司作为普通合伙人的有限合伙型私募基金成功案例的案例。

<sup>66</sup> 在证监会层面，已存在拟上市公司股东（有限合伙型私募股权投资基金）的普通合伙人为具有 100%国资成分的企业并成功通过证监会审核的先例。

国家、省、地市、区县各级政府均有权设立相应层级的政府引导基金，实践中较为常见的是，政府部门通过下属投资平台（例如政府投资公司）或其下设的子公司作为发起方，发起设立政府引导基金，其组织形式可以为事业法人、公司型、有限合伙型、契约型。根据我们的实践经验，政府引导基金的特点包括：（i）投资策略明确，即通常反映不同的政策目的并对子基金的投资阶段及投资领域有相应的要求，例如为支持处于种子期、成长期等中早期的创业企业、重点投资于战略性新兴产业等；（ii）以引导作用为主，多数政府引导基金对子基金社会资金所占的比例有最低要求或对投资于子基金的金额比例有最高要求，同时对于投资标的和返投比例亦有要求，以引导社会资金投向相关地域、产业或目标；（iii）优先分配与让利退出，在政府引导基金投资其他私募基金时，通常会约定引导基金的优先分配机制且通常不接受非现金分配，以保证国有资产安全；政府引导基金从子基金取得收益分配后，通常会在一定期限内将一定金额上缴国库，难以再向子基金返还分配。同时，亦可能约定让利退出机制以保证优秀的基金管理团队或社会投资人可获得更多的超额收益分配，这也是市场化子基金较为重视的实质性益处之一。

### 2.4.3 金融机构

#### （1） 保险机构

当保险机构作为LP进行股权投资时，其投资的私募基金一般较难满足保险资金对追求稳定安全资金回报的特殊要求，因此保险机构通过解锁GP的身份可以自行设立更符合保险资金要求的股权基金产品。2014年，被称为保险业新“国十条”的《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》正式发布，首次明确了鼓励设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构，允许专业保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金。保险机构正式解锁私募基金市场的GP身份（保险资产管理机构发起设立的私募基金以下简称“**险资私募基金**”），而此前保险机构一直在私募基金市场上充当LP的身份。随后，原保监会<sup>67</sup>于2015年发布的《关于设立保险私募基金有关事项的通知》（保监发[2015]89号）则进一步扩大了险资私募基金的类型，包括但不限于成长基金、并购基金、新型战略产业基金、夹层基金、不动产基金、创业投资基金以及以上述基金为主要投资对象的母基金。同时该通知进一步明确了设立险资私募基金的要求，包括：（i）险资私募基金的类别和投资方向；（ii）险资私募基金的基金管理人可以由发起人<sup>68</sup>、发起人指定的保险资产管理机构或保险资产管理机构的

---

<sup>67</sup> 现中国银行保险监督管理委员会。

<sup>68</sup> 根据《关于设立保险私募基金有关事项的通知》，保险资金设立私募基金，应当事先确定发起人和基金管理人。发起人和基金管理人的名称、高级管理人员、主要股东和实际控制人不得随意变更。确需变更的，应当遵循相关规定并履行决策程序。保险资金设立私募基金，发起人应当由保险资产管理机构的下属机构担任，主要负责发起设立私募基金、确定基金管理人、维护投资者利益并承担法律责任，是通过私募基金开展投资业务的载体。

其他下属机构担任；（iii）若基金管理人由保险资产管理机构下属机构担任的，保险资产管理机构及其关联的保险机构在该等下属机构中的股权占比合计应高于30%；（iv）发起人及其关联的保险机构对险资私募基金的出资或认缴金额不低于拟募集规模的30%；（v）实行注册制度，确保保险机构与基金发起人隔离制度等。在保险机构满足一定条件并获得原保监会批准的情况下，可以设立多种类型的私募基金。

截至目前，根据原保监会网站的公示，原保监会一共批准设立了24家保险资产管理公司<sup>69</sup>。根据银保监会于2019年1月30日发布的通知<sup>70</sup>，保险资产管理机构及其下属机构发起设立股权投资计划和保险私募基金，由中国保险资产管理业协会办理注册工作。根据中国保险资产管理业协会网上公布的数据显示，截至2019年11月底，已累计注册了保险私募基金22项，合计规模1863.10亿元<sup>71</sup>。

相比其它私募基金，险资私募基金在募集保险资金的能力方面有着较大的优势；保险资产管理机构传承了保险系的稳健特性，在投资决策流程上更为审慎和严格；同时，在收益追求上，险资私募基金更追求相对稳定的收益。

## （2） 证券公司

在2016年底之前，证券公司可以通过其直投子公司及直投子公司下属机构直接、或通过其直投子公司及下属机构发起设立直接投资基金间接进行包括股权、债权在内的另类投资，资金来源可能同时包括自有资金和募集资金。但2016年底，中国证券业协会发布了《证券公司私募投资基金子公司管理规范》及《证券公司另类投资子公司管理规范》（中证协发[2016]253号，“《证券公司新规范》”），本着专业化经营的原则，证券公司开展私募基金业务必须与其以自有资金进行投资业务相隔离，证券公司可以通过其私募投资基金子公司或子公司下设的基金管理机构等特殊目的机构发起设立私募基金（“**券商私募基金**”），而其自有资金的投资业务则只能通过设立另类投资子公司的方式开展。

同时，《证券公司新规范》对券商私募基金的设立和运营提出了更多的要求与限制。例如，券商私募基金中证券公司自有资金在私募基金子公司或其下设管理机构设立的单只私募基金中的投资不得超过该基金总额的20%，具有5年以上投资管理或资产管理经验的高级管理人员不得少于2人，具有2年以上投资管理或资产管理经验的投资管理人员不得少于3人，不得对外提供担保和贷款，不得对所属证券公司担任IPO辅导机构、财务顾问、保荐机构、主承销商或挂牌主办券商的企业进行投资等。

---

<sup>69</sup> 网址为：<http://circ.gov.cn/tabid/470/Default.aspx>。

<sup>70</sup> 网址为：[http://www.gov.cn/xinwen/2019-01/30/content\\_5362234.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2019-01/30/content_5362234.htm)。

<sup>71</sup> 网址为：[https://www.iamac.org.cn/cpzc/zcsj/201912/t20191216\\_6229.html](https://www.iamac.org.cn/cpzc/zcsj/201912/t20191216_6229.html)。



《资管细则》作为《资管新规》的配套实施办法之一，适用范围为证券期货经营机构设立私募资产管理计划的行为，而证券公司及其依法设立的从事私募资产管理业务的子公司作为证券期货经营机构，其发起设立私募资产管理计划的行为也适用《资管细则》。《资管细则》对证券期货经营机构发起设立私募资产管理计划的产品进行分类管理，对募集规模、投资标的、投资集中度、关联交易、利益冲突、负债比例、嵌套限制等都做出了明确细致的规定。根据《资管细则》，证券期货经营机构设立特定目的公司或者合伙企业从事私募资产管理业务的参照适用。我们理解，这意味着证券机构发起设立的合伙型私募基金产品可能需要参照适用《资管细则》，但具体如何参照适用有待监管部门进一步明确。

2019年6月，中基协根据《资管新规》、《资管细则》等制定了《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法》（试行），要求证券公司、基金管理公司、期货公司及前述机构依法设立的从事私募资产管理业务的子公司开展私募资产管理业务的，应当加入中基协成为会员，并按照中基协的要求，在资产管理计划成立之日起五个工作日内进行私募资产管理计划备案，报送资产管理计划运行信息，接受中基协的自律管理。

券商私募基金由于存在单支基金的自有资金比例不得超过20%的限制，证券公司“保荐+直投”的优势会被削弱，转而需要更重视围绕“募投管退”的全方位专业投资能力建设。但券商私募基金也面临着新的政策与机遇，在国家支持设立纾困基金的政策背景下，券商私募基金业纷纷发起专项的纾困基金，例如华龙证券下属私募子公司发起设立的甘肃省并购（纾困）基金（有限合伙），华福证券下属私募子公司兴银成长资本管理有限公司发起设立的福州市华福榕金纾困发展合伙企业（有限合伙）等。

### （3） 银行

2015年之前受《商业银行法》对商业银行对企业进行投资的限制，商业银行参与股权投资存在合规上的障碍，但2015年6月至2015年12月期间，有十余家商业银行本身或以其资产管理部/投资银行部作为申请主体获得了私募基金管理人资格。然而根据新闻报道，2015年12月，相关监管部门纷纷撤回了此前商业银行获得的私募基金管理人资格，原因即为《商业银行法》第四十三条的规定：“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外”，并且根据《民法通则》，资产管理部、投资银行部作为基金管理人存在其主体不适格的问题<sup>72</sup>。

《资管新规》第十三条规定，主营业务不包括资产管理业务的金融机构应当设立具有独立法人地位的资产管理子公司开展资产管理业务；第十四条则进一

---

<sup>72</sup> 相关新闻报道参见：<https://wallstreetcn.com/articles/227800>。

步规定，在《资管新规》出台后的过渡期后，具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应当设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务<sup>73</sup>。第十条规定，私募产品“可以投资债权类资产、上市或挂牌交易（挂牌）的股票、未上市企业股权（含债转股）和受（收）益权以及符合法律法规规定的其他资产”。《资管新规》希望通过资管子公司对银行资管业务进行监管，也间接为银行开展资产管理业务打开了另一扇门。2018年12月2日，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》（“《理财子公司管理办法》”），规定商业银行理财子公司（“理财子公司”）为商业银行下设的从事理财业务的非银行金融机构，其业务范围包括发行公募理财产品、发行私募理财产品、理财顾问和咨询等，鉴于目前银行理财产品以公募产品为主，理财子公司发行的产品短期内可能仍会以公募产品为主。

2018年6月29日银保监会颁布的《金融资产投资公司管理办法（试行）》要求商业银行成立金融资产投资公司，主营业务包括收购银行对企业的债权，将债权转为股权并对股权进行管理，对于未能转股的债权进行重组、转让和处置等一系列债转股业务。金融资产投资公司可以设立附属机构，并申请成为私募股权投资基金管理人。目前五大国有银行陆续设立了金融资产投资公司及其附属机构，其中工商银行全资设立的工银金融资产投资有限公司于2018年8月3日完成私募基金管理人登记，工银金融资产投资有限公司全资设立的工银资本管理有限公司于2019年3月26日完成私募基金管理人登记，中银金融资产投资有限公司全资设立的中银资产基金管理有限公司于2018年11月28日完成私募基金管理人登记，前述机构登记类型均为私募股权、创业投资基金管理人，其名下均已备案1支或多支名称中包含“债转股”字样的私募投资基金。

## 2.5 PE/VC 基金的投资人

### 2.5.1 外资背景投资人

由于外币基金在与人民币基金争取项目时处于明显不利地位，众多境外PE/VC机构纷纷将设立人民币基金纳入其中国业务发展战略，积极探索各种参与发起设立和/或管理人民币基金的可行方案。境外PE/VC机构参与发起设立或管理人民币基金主要存在以下几种形式：

#### （1） 外商投资创业投资企业

在有限合伙企业这一企业组织形式被引入中国之前，境外PE/VC机构在中国发起设立人民币PE/VC基金的一个主要方式系依据2003年1月30日首次发布的《外商投资创业投资企业管理规定》<sup>74</sup>设立外商投资创业投资企业（“FIVCE”）。随着2009年《外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法》（国务院令

<sup>73</sup> 截至 2019 年 7 月，证监会公布的具备证券投资基金托管资质的商业银行共计 27 家，根据《资管新规》第十四条，前述 27 家银行开展资产管理业务都必须在过渡期后申请设立子公司来进行。

<sup>74</sup> 《外商投资创业投资企业管理规定》已于 2015 年 10 月被最新修订。

第567号,“《外商投资合伙企业管理办法》”)的颁布,境外PE/VC机构得以使用有限合伙企业这一组织形式来设立基金。之后,将非法人制FIVCE视为透明纳税实体的规定于2011年被正式废止。因此,对于境外PE/VC机构来说,FIVCE已不再是一个理想的人民币PE/VC基金组织形式。

## (2) QFLP 试点

2006年修订的《合伙企业法》首次引入了有限合伙企业这一组织形式,《外商投资合伙企业管理办法》也为外国投资者在中国境内参与设立合伙企业提供了制度依据。然而,由于中国对外商投资和外汇的严格管控,在上海于2011年初开启合格境外有限合伙人(Qualified Foreign Limited Partner,“QFLP”)试点<sup>75</sup>项目之前,外国PE/VC机构难以真正利用有限合伙企业这一组织形式来参与人民币PE/VC基金的设立。

QFLP试点项目为境外PE/VC机构打开了以有限合伙企业形式在中国境内参与设立人民币PE/VC基金的大门,也展现出比传统的FIVCE和境外基金更显而易见的优势。除上海外,北京、天津<sup>76</sup>、深圳、青岛、重庆、贵州(贵阳综合保税区)、福建平潭、珠海和广州等地均已经出台相关的QFLP试点政策。其中,深圳市金融办、市经贸信息委、市市场和质量监管委及前海管理局联合于2017年9月22日发布的《深圳市外商投资股权投资企业试点办法》(深金规[2017]1号,“《深圳新QFLP办法》”),在此前的“外资管外资”模式(即“外商投资股权投资管理企业”管理“外商投资股权投资基金”)基础上,允许“外资管内资”和“内资管外资”的新QFLP模式,一度让深圳QFLP制度成为焦点,引发了各界的热切关注和讨论<sup>77</sup>。2019年4月17日,广州市地方金融监督管理局发布了《广州市促进外商投资股权投资类企业集聚发展工作指引》(“《广州QFLP指引》”),《广州QFLP指引》明确试点企业适用境内股权投资企业和外商投资企业的相关规定,而暂未规定与其他地区QFLP试点政策类似的针对试点企业的额外要求(如试点企业的股东/合伙人资质要求、管理团队的投资经验要求等)<sup>78</sup>。相比之下,

<sup>75</sup> 在北京、天津、重庆、深圳、青岛、贵州、福建平潭、珠海和广州等各QFLP试点城市中,目前为止,上海仍相对较为领先。需要注意的是,虽然上海于2010年12月24日颁布的《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》(沪金融办通[2010]38号)及《上海市外商投资股权投资企业试点工作业务手册》至今尚未修改,但本着与时俱进的精神,过去八年的实务操作已在很多方面突破了上述办法的规定。

<sup>76</sup> 天津市《关于本市开展外商投资股权投资企业及其管理机构试点工作的暂行办法》及其实施细则在实践中已停止执行,目前在中国(天津)自由贸易试验区内可直接申请设立外商投资股权投资企业,所需时间比QFLP试点申请更短,程序与要求更加灵活。

<sup>77</sup> 相较原先相关规定,《深圳新QFLP办法》更具可操作性和吸引力,如明确外商投资股权投资管理企业可采用中外合资的形式以及其股东/合伙人的资质要求、允许“外资管内资”以及“内资管外资”、明确外商投资股权投资企业的境内外投资人门槛、明确外商投资股权投资企业投向限制并限制同一控制人的出资比例、明确试点企业基金管理人登记及基金备案要求以及试点资格取消机制、明确试点企业登记事项变更流程、明确托管银行的事后监管职责等。

<sup>78</sup> 更多关于《广州QFLP指引》的讨论,请参阅竞天法律评述:粤港澳大湾区QFLP再下一城——简评《广州QFLP指引》(2019/04/22),网址:<http://www.jingtian.com/Content/2019/05-06/1349352451.html>。

《广州QFLP试点指引》在制度层面规定的试点政策对外资更友好，但具体的效果仍有待实践验证。

实践中，QFLP基金已成为境外投资人参与境内私募股权基金的主要方式，下文就QFLP基金相关的重要问题展开讨论。

### （i） 试点资格

以上海为例，根据《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》（沪金融办通[2010]38号）及《上海市外商投资股权投资企业试点工作业务手册》（合称“《上海QFLP办法》”）的有关规定，上海市金融办牵头的外商投资股权投资企业试点工作联席会议（“**联席会议**”）主管试点资格的申请工作。联席会议在国家有关部门的指导下，负责组织有关部门制定和落实各项政策措施，推进外商投资股权投资企业相关试点工作，协调解决试点过程中的有关问题。获联席会议评审通过后，方可办理工商登记注册手续。

### （ii） 私募基金管理人登记及基金备案

根据《私募登记备案办法》和《私募监管暂行办法》的规定，设立在中国境内的各类私募基金管理人（包括中国境内的外商投资私募基金管理机构）应当根据中基协的规定向中基协申请登记并将其管理的私募基金备案在其名下。私募基金管理人需通过中基协的资产管理业务综合报送平台进行私募基金管理人登记和基金备案。

### （iii） 内外资属性

对于投资类外商投资企业（包括投资性公司、创业投资企业）应当视同外国投资者，其在境内的投资应当适用外商投资的相关法律规定，例如：（a）《关于外商投资举办投资性公司的规定（2015年修订）》第十九条规定：“投资性公司投资设立企业，按外商投资企业的审批权限及审批程序另行报批”；（b）《外商投资合伙企业登记管理规定（2019年修订）》第六十一条规定：“以投资为主要业务的外商投资合伙企业境内投资的，应当依照国家有关外商投资的法律、行政法规、规章办理”；（c）《外商投资创业投资企业管理规定（2015年修订）》第三十九条规定：“创投企业境内投资比照执行《指导外商投资方向规定》和《外商投资产业指导目录》的规定”。因此上述投资平台将被视为外国投资者，其境内再投资应符合外商投资的有关要求，包含行业准入限制和被投资企业（如原为非外商投资企业）需转为外商投资企业（在《外商投资法》未正式生效之前）。但据我们的了解，有的地方商务主管部门对此有不同理解，部分省市的商务主管部门仍可能将QFLP基金的投资视为境内外商投资企业的再投资，因而不要求（甚至不允许）被投资企业转为中外合资经营企业（“**JV**”）。另外，实践中亦有通过设立以投资为主业的外商投资合伙企业并下设一层或多层子企业的方式以避免



被投资企业被转为JV的要求<sup>79</sup>。

此外，在QFLP基金只向境内投资者募集人民币资金，由境外PE/VC机构设立一个外商投资企业作为境内QFLP基金的普通合伙人的情形下，该QFLP基金是否应被视为境外投资者进而在对外投资时适用外商投资产业准入政策限制曾一度存在争议。例如，根据上海《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》（沪金融办通[2010]38号）相关规定，“获准试点的外商投资股权投资管理企业可使用外汇资金对其发起设立的股权投资企业出资，金额不超过所募集资金总额度的5%，该部分出资不影响所投资股权投资企业的原有属性”。根据该等规定，若普通合伙人/管理人对QFLP基金的出资不超过其规模5%的情况下，QFLP基金在对外投资时将被视为不受外商投资限制的纯境内人民币基金。但是，2012年4月，国家发改委在其向上海市发改委下发的《国家发展改革委办公厅关于外资股权投资企业有关问题的复函（发改办外资[2012]1023号）》中，明确答复针对黑石QFLP基金及该类普通合伙人、有限合伙人、有限合伙制股权投资企业，仍应按照外资政策法规进行管理，其投资项目仍然适用《外商投资产业指导目录》的规定。

根据2020年1月1日起生效的《中华人民共和国外商投资法》（“《外商投资法》”）的规定，外商投资是指外国的自然人、企业或者其他组织（即外国投资者）直接或者间接在中国境内进行的投资活动。该条明确了外国投资者间接在中国境内进行的投资活动属于外商投资，但并未明确间接投资的定义和具体方式，目前仍待外商投资主管部门在实操中的认定或出台具体的规定。

#### （iv） 外汇

一般而言，国家外汇管理局对QFLP基金的审批是前置性的，QFLP基金设立后可直接在托管银行或开户行办理结汇，从而可以在相对较短时间内将境外投资人的外汇出资兑换成人民币来进行投资。自《国家外汇管理局关于改革外商投资企业外汇资本金结汇管理方式的通知》（汇发[2015]19号文）于2015年颁布后，在实践中，仍不乏银行以经营范围不包含“股权投资”为理由拒绝一般性（非投资主业）的外商投资企业以资本金结汇资金进行境内再投资，其依据往往是汇发[2015]19号文负面清单中有关“不得直接或间接用于企业经营范围之外或国家法律法规禁止的支出”的规定，从而认定资本金结汇资金用于境内股权投资仍应以该股权投资行为明确包含在企业的经营范围之内为前提。因此，虽然汇发[2015]19号文对非投资为主业的一般性外商投资公司通过资本金结汇资金进行境内股权投资已经进行了规定，但实践中上述公司以资本金结汇用于境内股权投资仍然存在诸多障碍。

---

<sup>79</sup> 但即便如此，对于有外商禁止性或限制性运营牌照要求（如 ICP 证、文网文证等）且需进行穿透核查的被投资企业而言，接受这类含外资性质的投资人亦可能对其获取或维持该等运营牌照及后续的上市等资本市场运作带来障碍。

国家外汇局于2016年6月9日发布的《国家外汇管理局关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》（汇发[2016]16号）在汇发[2015]19号文的基础上，进一步扩大了意愿结汇适用的机构主体、资金来源和范围，同时进一步明确了结汇资金使用的管理。虽然全国范围内的资本项目结汇管理政策已趋一致，但由于QFLP项目在QFLP试点地区实施已有相当一段时间，当地政府机构对类似类型的实体监管等也更加专业熟悉，故这些区域仍然走在了国内其他地区的前面，通常仍是境外投资人筹划设立外商投资股权投资企业的首选方案。

2019年10月25日，国家外汇局发布了《国家外汇管理局关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》（汇发[2019]28号文），进一步明确取消非投资性外商投资企业资本金境内股权投资限制，允许非投资性外商投资企业在不违反现行外商投资准入特别管理措施（负面清单）且境内所投项目真实、合规的前提下，依法以资本金进行境内股权投资。但鉴于汇发[2019]28号文出台时间较短，非投资性外商投资企业利用结汇资本金进行境内股权投资的尺度，还有待实践进一步验证。

## （v） 税务

以合伙企业形式设立的QFLP基金在基金层面可作为透明纳税实体，享受税收穿透待遇。在合伙企业的税制尚待完善的背景下，外商投资有限合伙企业的境外投资人需要面对更为复杂的税务环境，针对外商投资有限合伙的合伙人税务规则虽经内部讨论多年但一直未能出台。实务界有观点认为，适用于有限责任公司形式的外商投资企业向其外国股东分配股息红利的10%预提所得税，应该同样适用于外商投资有限合伙企业分配给其外国合伙人的股息红利收入，包括给境外普通合伙人的超额收益分配（carried interest）<sup>80</sup>，且根据中国和境外合伙人成立地法域之间的税收协定或税收安排，预提所得税在满足特定条件下可进一步被降低到5%。但如果境外合伙人被认为在中国境内设立机构、场所的，则应就其所设机构、场所取得的来源于中国境内的所得（以及与其所设机构、场所有实际联系的发生在中国境外的所得）缴纳25%的企业所得税。另外，国家税务总局于2018年2月9日颁布了《国家税务总局关于税收协定执行若干问题的公告》（国家税务总局公告2018年第11号），其中规定依照中国法律在中国境内成立的合伙企业，其合伙人为税收协定缔约对方居民的，该合伙人在中国负有纳税义务的所得被缔约对方视为其居民的所得的部分，可以在中国享受协定待遇，即该公告仅明确了该合伙人是中国所得税的纳税人，但就该合伙人适用居民企业所得税税率（25%）还是非居民企业所得税税率（通常为10%，税收协定另有规定除外）仍待进一步明确。

---

<sup>80</sup> 据我们的了解，确有 QFLP 基金收益分配在若干地方获得当地税务部门按照 10%预提所得税征收的先例。但在目前国家对私募基金和互联网金融企业进行全面治理整顿的大环境下，QFLP 基金的境外合伙人的税收征缴何去何从，目前尚不甚明朗。

### (3) R-QFLP

此外,基于QFLP试点延伸出的人民币合格境外有限合伙人(“R-QFLP”)试点也是境外投资人投资境内人民币基金的一种途径<sup>81</sup>。迄今为止,已有一些企业陆续在上海、深圳、重庆、青岛等地获得了R-QFLP试点资格。相较于QFLP基金,R-QFLP基金最大的区别在于其(至少部分)境外投资人以离岸人民币资金(而非外币资金)投资于外商投资股权投资企业,跨境人民币在监管体系上与外币有所不同,受中国人民银行系统而非外汇局系统的监管。R-QFLP基金的币种和所受监管体系的区别,有时使得R-QFLP基金在实务操作中相对于QFLP基金可能更为灵活便利。

#### 2.5.2 国资背景投资人

国有企业及政府引导基金在近年来的募资环境下显得尤为活跃,并且相较保险资金乃至社保资金的门槛限制,凭借自身的雄厚财力、资金规模和管理优势,为许多有发展潜力的优质私募基金管理机构提供了重要支持。

##### (1) 国有企业和政府引导基金

法律法规对“政府引导基金”并未有明确的定义,而是作为“创业投资引导基金”“政府投资基金”“政府出资产业投资基金”等相关概念散见于《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》(国办发[2008]116号)《政府投资基金暂行管理办法》(财预[2015]210号)及《政府出资产业投资基金管理暂行办法》(发改财金规[2016]2800号)等文件中。根据前述文件,法律法规层面对政府引导基金的投资范围在逐渐放宽,使其在具体运作中能够保有更大的灵活性。但政府引导基金一直以来的核心和主旨均为“引导”和“扶持”,通过投资子基金的方式,扶持创业投资企业发展,引导社会资金进入创业投资领域。

政府引导基金的出资主要来源于财政预算及其他财政性资金,实践中较多体现为由政府财政或国有企业单独出资设立,或与政策性金融机构或社会资本合作设立(详见本《红宝书》第2.4.2节)。基于政府引导基金依托的政策背景和肩负的“引导”使命,政府引导基金往往对其拟投资的子基金有若干不同于一般母基金或其他机构投资者的非市场化要求,并见诸于其管理办法或实施细则等内部规范性文件中。根据我们的项目经验,较为常见的要求通常包括:(i)在对子基金管理团队的遴选方面,政府引导基金往往要求子基金管理团队具有良好的管理业绩和职业操守,主导过一定数量的成功投资案例,管理团队及高管人员无不良诚信记录等;(ii)在投资地域方面,地方政府引导基金往往要求拟投资的子基金及/或子基金管理机构在当地落地,且投资金额通常与子基金在当地返投的金

---

<sup>81</sup> 《青岛市开展合格境外有限合伙人试点工作暂行办法》(青金字办[2015]10号)第二条:“本办法所称的合格境外有限合伙人 QFLP 和人民币合格境外有限合伙人 R-QFLP,是指境外投资机构在境内设立投资机构作为一般合伙人,发起设立人民币私募投资基金,向境内外投资人募集外币资金或人民币资金,结汇后或直接投资于境内的未上市企业、上市企业的非公开交易股权、可转换债券、产业基金等。”

额相挂钩，甚至要求子基金被投企业在子基金存续期内不得迁出等；（iii）在投资策略方面，政府引导基金往往要求接受其资金的子基金在投资领域及投资方向等方面均符合其政策性要求，甚至进一步要求子基金的投资决策委员会席位或观察员席位以监督子基金的投资情况；（iv）在收益分配方面，由于政府引导基金的国家出资人背景，其通常不接受非现金分配的方式，且无法按市场惯例在子基金亏损的情况下再从国库调拨回已向其分配的资金向子基金进行返还；（v）在资金保障措施方面，政府引导基金往往严格要求子基金选择符合条件的金融机构进行资金托管，并要求子基金约定明确的投资限制。相应的，为落实“引导”和“扶持”的宗旨，政府投资基金往往会设置向子基金管理机构或子基金其他合伙人让利的措施，吸引社会资本的参与并激励优质的子基金管理团队。

基于上述，即使政府引导基金有着强大的资金优势，如私募基金管理机构拟计划向政府引导基金募集资金，仍需结合自身拟募集资金规模、投资策略等实际情况及政府引导基金对子基金提出的各项要求进行综合考量。

## （2） 国资影响

国有股转持原是拟接受国资背景企业投资的PE/VC机构需要考虑的重点问题。2017年11月9日，国务院发布《国务院关于印发划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（国发[2017]49号，“49号文”），明确规定此前的国有股转（减）持政策停止执行。国有资本划转方案的划转范围原则上限于“中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构”（或可能包括该等主体所属的一级子公司，以下合称“49号文划转范围主体”），而不再针对IPO的公司，而划转对象也仅限于49号文划转范围主体的股权。2019年9月10日，财政部、人力资源社会保障部、国资委、国家税务总局和证监会联合发布《关于全面推开划转部分国有资本充实社保基金工作的通知》中所规定的“划转对象”中亦未包括含有国资成分的私募投资基金，且在《上市公司国有股权监督管理办法》（国务院国有资产监督管理委员会、财政部、中国证券监督管理委员会令第36号）中规定“国有出资的有限合伙企业不作国有股东认定，其所持上市公司股份的监督管理另行规定”。由此，我们理解，含有国有成分的私募投资基金作为拟IPO公司的股东时可能将无须再面临国有股东认定及相关的国有股转持义务确认的问题。

除上述国有资本划转问题之外，如一只PE/VC基金的潜在投资者中含有国资成分，亦需要事先考虑PE/VC基金是否会因该等国资成分导致基金被认定为《企业国有资产交易监督管理办法》（国务院国有资产监督管理委员会、财政部令第32号）（“32号文”）项下规定的“国有及国有控股企业、国有实际控制企业”（“32号文主体”），基金所持资产被认定为国有资产，进而导致基金的设立及投资退出等行为将适用企业国有资产相关法律法规要求的交易审批、资产评



估、进场交易等程序<sup>82</sup>，主要包括：（i）基金拟进行产权转让（包括但不限于通过转让股权的方式退出其投资的企业）、增资或对外转让重大资产时，均需要履行相关审批程序（视不同情况由上一级国有企业、国资监管机构或同级人民政府审批）<sup>83</sup>；（ii）若其投资行为按照《国有资产评估管理办法》（国务院令[1991]第91号）《企业国有资产评估管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会令[2005]第12号）等规定需要进行资产评估的，则应按照相关规定进行评估，且评估结果应履行相应的审批或备案程序；（iii）除部分可进行非公开交易的特殊情形外，基金进行产权转让、增资或对外转让重大资产时，原则上均需要在产权交易机构公开进行。同样的，作为基金投资者的国有企业或国有创业投资、股权投资企业在完成了相应投资、希望通过将所持有权益转给第三方从基金退出时，亦适用企业国有资产相关法律法规要求的交易审批、资产评估、进场交易等程序。

尽管如此，实践中亦存在政府引导基金从其投资的子基金中退出时未履行交易审批、资产评估、进场交易等程序的情形，例如直接通过向子基金其他有限合伙人转让子基金合伙份额退出等。根据32号文第六十六条的规定，政府设立的各类股权投资基金投资形成企业产（股）权对外转让，按照有关法律法规规定执行。但截至目前，除少数部门规章有关于政府引导基金转让投资基金份额的相关规定<sup>84</sup>，法律法规并未就此进一步具体规定，因此实践中对于政府引导基金的投资退出是否适用企业国有资产相关法律法规要求的相关程序存在一定争议，有待后续借鉴更多的政府引导基金的退出案例及法律法规的进一步解释。此外，虽然《国资改革方案》及国务院国有资产监督管理委员会于2019年6月3日发布的《国务院国资委授权放权清单（2019年版）》（国资发改革〔2019〕52号）均明确规定了国有资本投资、运营公司按照国有产权管理规定审批国有资本投资、运营公司之间的非上市企业产权无偿划转、非公开协议转让、非公开协议增资、产权置

---

<sup>82</sup> 包括《中华人民共和国企业国有资产法》（中华人民共和国主席令第5号）、《企业国有资产监督管理暂行办法》《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委、财政部令第32号）、《国有资产评估管理办法》（国务院令第91号）、《企业国有资产评估管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会第12号令）等法律法规。

<sup>83</sup> 实践中，企业进行权益转让的工商变更登记前，可以事先与地方工商登记机关沟通确认是否有可能要求企业参照对32号文主体的相关要求进行资产评估和进场交易等程序。

<sup>84</sup> 《国家科技成果转化引导基金设立创业投资基金管理暂行办法》（国科发财[2014]229号）第二十条：“子基金存续期内，鼓励子基金的股东（出资人）或其他投资者购买引导基金所持子基金的股权或份额。同等条件下，子基金的股东（出资人）优先购买。对于发起设立的子基金，注册之日起4年内（含4年）购买的，以引导基金原始出资额转让；4年至6年内（含6年）购买的，以引导基金原始出资额及从第5年起按照转让时中国人民银行公布的1年期贷款基准利率计算的利息之和转让；6年以上仍未退出的，将与其他出资人同股同权在存续期满后清算退出。”

《四川省省级产业发展投资引导基金管理办法》（川府发〔2015〕49号）规定，投资基金存续期一般不超过10年，投资形成的股权可通过社会股东回购、股权转让（上市或非上市）或协议约定的其他方式退出。

《政府投资基金暂行管理办法》第二十一条：“政府出资从投资基金退出时，应当按照章程约定的条件退出；章程中没有约定的，应聘请具备资质的资产评估机构对出资权益进行评估，作为确定投资基金退出价格的依据。”

换等事项，但该等授权仅旨在国有企业之间的交易。国资主管部门后续是否会进一步授权豁免、减轻国资机构与民营企业之间需要履行的相关程序，我们也将予以持续关注。

我们注意到，为进一步完善企业国有资产评估管理方式，优化资产评估管理工作流程，北京市国资委率先于2019年3月18日发布了《关于深化企业国有资产评估管理改革有关事项的通知》，规定经市政府、市国资委批准的经济行为涉及的资产评估项目由市国资委负责核准；除核准以外的资产评估项目由市管企业负责备案。同时，按照先部分授权后全面实行的原则，分批调整管理权限<sup>85</sup>，根据资产评估管理工作质量，动态调整授权范围，及时总结经验，适时将调整权限范围扩大至全部市管企业。前述资产评估核准备案权限自2019年5月1日起调整执行。北京市首批资产评估核准备案权限的调整下放，拉开了新一轮国有资产评估授权管理改革的序幕，后续我们也将予以持续关注。

### （3） 有限合伙企业国有权益登记

2020年2月7日，国资委公开发布了《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》（国资发产权规〔2020〕2号，“《国有权益登记规定》”），对有限合伙企业国有权益登记事宜作出了明确规定。

有限合伙企业国有权益系《国有权益登记规定》所要求登记的对象，其定义指：“国有资产监督管理机构对本级人民政府授权履行出资人职责的国家出资企业（不含国有资本参股公司，下同）及其拥有实际控制权的各级子企业（以下统称出资企业）对有限合伙企业出资所形成的权益”<sup>86</sup>。根据出资企业对于有限合伙企业权益的取得、变动或丧失，有限合伙企业国有权益登记相应分为占有登记、变动登记和注销登记。关于出资企业投资于合伙型基金情形下的有限合伙企业国有权益的登记，我们以出资企业参与基金的首次交割至基金最终清算为例，在各阶段有如下核心要点提示：

| 阶段   | 办理事项 | 核心要点提示  |
|------|------|---|
| 首次交割 | 占有登记 | “首次取得有限合伙企业财产份额”的时点一般是指出资企业签署合伙型基金合伙协议的时点，我们理解应当在该时点后的30个工作日内办理登记，而非合伙型基金完成工商登记或变更之日。 |
|      |      | 实践中合伙型基金通常会准备完整版和简版   |

<sup>85</sup> 北京市属国有企业第一批授权企业名单：首钢集团有限公司、北京市基础设施投资有限公司、北京能源集团有限责任公司、北京首都创业集团有限公司、北京市国有资产经营有限责任公司、北京电子控股有限责任公司、北京汽车集团有限公司、北京城建集团有限责任公司、北京金隅集团股份有限公司及北京首都开发控股（集团）有限公司。

<sup>86</sup> 参见《国有权益登记规定》第二条。此外，《国有权益登记规定》未明确该办法实施前的有限合伙企业的国有权益是否需要登记，该问题有待监管部门进一步明确。

| 阶段   | 办理事项   | 核心要点提示  |
|------|--------|---|
| 后续募集 | 变更登记   | （工商版）两份合伙协议，我们理解这两份合伙协议均属于国有权益登记应当披露的内容。合伙型基金完成后续募集后，合伙企业的认缴出资额和合伙人信息发生变化，因此需要办理国有权益变更登记。                                     |
| 项目投资 | 定期信息披露 | 出资企业应当于每年 1 月 31 日前更新上一年度所出资有限合伙企业的实缴出资情况及对外投资情况等信息，该等披露内容基本包含在合伙型基金根据《私募投资基金信息披露内容与格式指引 2 号-适用于私募股权（含创业）投资基金》要求披露的半年报和年报范围内。 |
| 基金清算 | 注销登记   | 在合伙型基金办理完成基金产品的清算备案，并办理完毕工商注销手续后，应当办理注销登记。  |

### 2.5.3 保险资金

在目前的监管体系下，保险资金股权投资的形式包括直接股权投资和间接股权投资。基于保险公司强大的资产规模、稳定的现金流以及相对长期的资金投资意愿，保险公司是众多PE/VC机构在中国募资所追寻的最大的金主之一。

自2012年起，中国的保险公司有权将不超过其总资产10%的资金投资于境内外PE基金或投资于未上市公司股权（截至2018年底，保险公司总资产为183,308.92亿元人民币<sup>87</sup>）。此外，自2014年12月起，保险公司还获准可将不超过截至其上季度底的总资产2%的资金投资于VC基金。中国银保监会对于保险资金投资PE/VC基金过程中涉及的各主体及相关条件，包括基金管理机构的注册资本、目标基金规模、目标基金向单一被投资企业投资比例、基金管理团队人数及相关工作经验、管理团队在目标基金中的跟投比例等均提出了不同要求<sup>88</sup>。

2018年10月，中国银保监会发布了《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》（“《征求意见稿》”），在《保险资金投资股权暂行办法》（保监发[2010]79号）和《中国保险监督管理委员会关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（保监发[2012]59号，“《59号文》”）的基础上，从私募基金管理人登记

<sup>87</sup> 《2018 年保险统计数据报告》，网址：<http://shanxi.circ.gov.cn/web/site0/tab5179/info4132154.htm>。

<sup>88</sup> 险资投资 PE/VC 基金主要适用《保险资金投资股权暂行办法》（保监发[2010]79 号）、《关于保险资金运用监管有关事项的通知》（保监发[2012]44 号）、《中国保险监督管理委员会关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（保监发[2012]59 号）、《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》（保监发[2014]13 号）、《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》（保监发[2014]101 号）、《中国保监会关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》（保监资金[2017]282 号）以及《保险资金运用管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会令 2018 年第 1 号）。

89、注册/认缴资本<sup>90</sup>、资产管理余额<sup>91</sup>、基金分类<sup>92</sup>、投资比例<sup>93</sup>和投资限制<sup>94</sup>等多个方面对保险资金投资PE/VC基金作出了进一步明确和补充。

## 2.5.4 银行理财资金

在中国现行法律法规框架下，商业银行参与PE/VC投资的渠道主要有境外子公司直投、理财资金、投贷联动<sup>95</sup>等方式，其中，巨额的理财资金对于PE/VC机构尤具有吸引力。但由于商业银行运用理财资金投资受到严格限制，PE/VC机构向商业银行募集理财资金进行PE/VC投资的道路并不畅通。根据原银监会的相关规定，除非通过私人银行服务满足具有相关投资经验、风险承受能力较强的高资产净值客户的投资需求，银行理财资金不得投资于未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份。因此，除符合条件的私人银行/高资产净值客户理财资金外，商业银行管理的其他客户理财资金无法通过投资PE/VC基金来参与股权投资。因此，就目前的理财资金股权投资规模来看，理财资金中用于投资相对高风险的股权投资市场的占比较小（例如，2018年发行的理财产品中，风险等级为“四级”和“五级”的理财产品仅占全年理财产品募集资金总量的0.17%<sup>96</sup>）。

尽管存在前述限制，在《资管新规》正式出台前，市场上还是不乏商业银行理财资金通过嵌套信托计划、其他非银行金融机构发行的资产管理计划或受（收）

---

<sup>89</sup> 《征求意见稿》新增私募基金管理人应完成私募股权基金管理人登记的要求，且明确保险金投资的股权投资基金、包括创业投资基金、股权投资基金和以上述基金为投资标的的母基金。

<sup>90</sup> 《征求意见稿》规定，保险公司投资股权投资基金，该股权投资基金的投资机构（即私募基金管理人），注册资本或者认缴资本不低于1亿元。相较于《暂行办法》，《征求意见稿》中增加了“认缴资本”的表述，整合了《59号文》中对于基金投资机构的资本要求。

<sup>91</sup> 相较于《暂行办法》，《征求意见稿》特别明确了私募基金管理人的“管理资产余额”的概念，即“中国境内以人民币计价的实际到账资金和形成的资产”，明确将投资者出资在投资后的增值部分也纳入了投资机构“管理资产余额”的计算。

<sup>92</sup> 相较于《59号文》“成长基金、并购基金、新兴战略产业基金”的分类方式，《征求意见稿》对险资可投资基金的股权投资基金分类采用了“创业投资基金、股权投资基金和以上述基金为投资标的的母基金”的表述，消除了需要对于“成长基金、并购基金、新兴战略产业基金”进行解释的不确定性因素。

<sup>93</sup> 相较于现行规定，《征求意见稿》对于险资投资私募基金的比例限制作出了如下调整：（1）解除了保险公司投资股权投资基金的账面余额与其总资产挂钩的限制；（2）将保险公司投资单股权投资基金的规模比例从20%提高到30%，集团公司和保险公司一起投资的，比例最高可到60%。

<sup>94</sup> 《征求意见稿》首次提出了保险资金投资的私募股权基金中资产类型的限制，即“险资投资的私募基金的未上市权益类资产占比不低于80%”。《征求意见稿》重申了《59号文》中对于“保险资金投资的股权投资基金，非保险类金融机构及其子公司不得实际控制该基金的管理运营，或者不得持有该基金的普通合伙权益”的要求，并将被保险类金融机构实际控制的限制扩展至基金管理机构。

<sup>95</sup> 根据《中国银监会、科技部、中国人民银行关于支持银行业金融机构加大创新力度 开展科创企业投贷联动试点的指导意见》（银监发[2016]14号）第二条规定，投贷联动是指银行业金融机构以“信贷投放”与本集团设立的具有投资功能的子公司“股权投资”相结合的方式，通过相关制度安排，由投资收益抵补信贷风险，实现科创企业信贷风险和收益的匹配，为科创企业提供持续资金支持的融资模式。

<sup>96</sup> 参见《中国银行理财市场报告（2017年）》—银行业理财登记托管中心（2018年2月2日），网址：<http://bank.hexun.com/2019-03-30/196666187>。



益权转让等安排间接投资PE/VC基金的案例。在《资管新规》正式出台前，商业银行理财资金主要通过投资信托计划或资产管理计划等方式投资债权性资产，而在金融分业监管的模式下，多层嵌套投资是否需要及如何穿透识别底层资产的性质仍存在实际操作问题，因此造成监管真空。现《资管新规》对已经发行的多层嵌套资产管理产品的穿透识别监管原则（向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产）进行了规定，并明确了消除多层嵌套和通道的要求<sup>97</sup>。据此，银行理财资金的投资需遵守嵌套层级的限制（即资管产品只可嵌套一层资管产品），同时也可能会导致其底层资产性质更易于被穿透识别和监管，故前述多层嵌套投资的方案已面临法律上的障碍。此外，值得注意的是，2018年9月26日由银保监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法》（中国银行保险监督管理委员会令2018年第6号，“《**银行理财办法**》”）中明确规定，理财产品可以投资于权益类资产（包括境内上市交易的股票、未上市企业股权及其受（收）益权），但商业银行理财产品不得直接或间接投资于其他由未经金融监督管理部门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产（金融资产投资公司的附属机构依法依规设立的私募股权投资基金以及国务院银行业监督管理机构另有规定的除外）。商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务。暂不具备条件的，商业银行总行应当设立理财业务专营部门，对理财业务实行集中统一经营管理。鉴于通常认为私募基金管理人不属于“金融监督管理部门许可设立机构”或“持有金融牌照机构”，因此由商业银行发行的理财产品直接投资一般私募基金管理人发起设立的私募基金将存在合规风险。

目前，商业银行通过设立理财子公司（“**理财子公司**”）开展理财业务的时机已经成熟<sup>98</sup>。除《资管新规》以及上述《银行理财办法》中明确要求商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务外，由独立法人机构开展资管业务，将其与银行信贷、自营交易、证券投行和保险等金融业务相对分离，亦为国际上较为通行的实践做法。此外，国内现有的证券公司、基金管理公司和保险公司设立资管子公司及其相关监管制度的实施，也为银行理财子公司提供了可以借鉴的实践经验。

根据《理财子公司管理办法》第32条的规定，银行理财子公司可以选择符合条件的私募投资基金管理人担任理财投资合作机构，即理财子公司发行的理财产品可以投资于私募基金管理人发起和管理的私募股权投资基金，这对于私募基金行业而言无疑为一个重大利好消息。

---

<sup>97</sup> 《资管新规》第二十一条规定：“资产管理产品可以投资一层资产管理产品，所投资的资产管理产品不得再投资其他资产管理产品（公募证券投资基金除外）。”

<sup>98</sup> 银保监会官网于2019年5月22日发布公告，已经正式批准工银理财有限责任公司、建信理财有限责任公司开业。公告还表示，其他批准设立的理财子公司也在抓紧推进正式开业的各项准备工作。另还有多家商业银行设立理财子公司的申请已获受理。截至2019年4月份，已有超过三十家商业银行发布了成立理财子公司的计划，其中除已获批准开业的工商银行及建设银行理财子公司，中国银行、农业银行、交通银行、光大银行、招商银行亦已经先后收到银保监会同意筹建理财子公司的批复。

## 2.5.5 其他资金方

除了上述提及的常见基金投资人类型外，全国社会保障基金（“**社保基金**”）也是PE/VC机构的募资来源之一。自2008年5月起，社保基金可以投资境内股权投资基金，但总体投资比例不超过社保基金总资产（按成本计）的10%（截至2018年末，社保基金资产总额为22,353.78亿元人民币<sup>99</sup>）。但由于社保基金的特殊属性，目前仅有一线的PE/VC机构才有可能获得其青睐（根据全国社保基金官方网站披露的数据，社保基金已投资包括弘毅、鼎晖等十几家私募股权机构管理的超过20只股权投资基金<sup>100</sup>），不过随着社保降费政策施行以及由此而产生的社保基金增值需求，可能将使得社保资金进行委托投资（包括委托PE/VC机构进行投资）的意愿增强，将给PE/VC机构带来更多机遇。

社保资金以及上述提及的保险资金虽然具有较大的投资规模优势，但其门槛（包括显性和隐性）让大多数PE/VC机构望而却步。因此，管理规模日渐增长的第三方资产/财富管理机构也是诸多PE/VC机构竞相追逐的金主之一。受益于中国高净值人群的迅速增长以及由此伴生的大量风险偏好相对较高的财富管理需求，第三方资产/财富管理机构（如信托公司、证券公司、公募基金公司及其子公司等）逐渐成为PE/VC领域重要的投资方之一。在实践中，这些资产/财富管理机构的参与会在很大程度上将基金设立的过程复杂化，因为这些机构背后的资金性质不同，分别受不同监管机构的不同规范监管和约束。由于其资金来源多为高净值个人，这些资产/财富管理机构多数会选择用契约型基金/资管计划作为投资载体（可容纳较多投资人）。考虑到目前证监会在上市发行层面对契约型基金/资管计划仍然持有相对保守态度，该等结构将可能使PE/VC基金的被投资企业在未来上市发行时受到不利影响。因此PE/VC私募基金在决定接受此类资金时，应充分考虑未来整改股权架构的方案，并在法律文件中尽可能明确约定未来的解决方案，以尽量避免相关纠纷。

此外，PE/VC私募基金在接受信托公司、证券公司及其子公司等特定第三方资产管理机构发行的资产管理产品作为出资方时，应特别注意穿透核查基金整个投资架构是否符合《资管新规》关于资产管理产品的多层嵌套的规定。

## 2.6 基金的跨境投资

### 2.6.1 境内投资者境外投资

随着国际化发展的深入，中国本土PE/VC机构不再满足于对中国境内投资

---

<sup>99</sup> 关于社保基金总资产请参见《全国社会保障基金理事会社保基金年度报告（2018 年度）》，网址：[http://www.ssf.gov.cn/cwsj/ndbg/201907/t20190711\\_7611.html](http://www.ssf.gov.cn/cwsj/ndbg/201907/t20190711_7611.html)。

<sup>100</sup> 关于社保基金投资组合请参见如下公开信息：《全国社保基金股权基金投资组合基本情况》，网址：[http://www.ssf.gov.cn/tzzy/201309/t20130928\\_5911.html](http://www.ssf.gov.cn/tzzy/201309/t20130928_5911.html)；《全国社保基金投资南京江北基础设施股权基金》，网址：[http://www.ssf.gov.cn/tzzy/201606/t20160615\\_7089.html](http://www.ssf.gov.cn/tzzy/201606/t20160615_7089.html)；《全国社保基金参与投资中交建壹期基金》，网址：[http://www.ssf.gov.cn/tzzy/201511/t20151130\\_6939.html](http://www.ssf.gov.cn/tzzy/201511/t20151130_6939.html)。

标的投资，而开始将目光投向海外。同时，境外基金管理机构也开始寻求路径到中国募资并最终投向海外市场。根据具体交易结构的安排及PE/VC机构自身组织性文件的限制，境内PE/VC机构资金出境存在多种路径选择，包括境外直接投资（“ODI”）、QDLP、合格境内投资者境外投资（“QDIE”）、内保外贷、内存外贷、集团资金池、境内企业境外放款、人民币投贷基金等。下面我们就其中的ODI、QDLP和QDIE路径进行重点介绍与分析。

## （1） ODI

根据现行法律规定，ODI主要涉及发展改革部门、国家商务部门、金融监管部门以及国家外汇主管部门的监管。

- 发改部门层面，根据国家发改委于2017年12月26日发布的《企业境外投资管理办法》（国家发展和改革委员会令第11号，“11号令”），涉及敏感类项目的ODI需经国家发改委核准；而未涉及敏感类项目的ODI，如为投资主体直接开展，根据投资主体是中央管理企业（含中央管理金融企业）还是地方企业，以及投资额不同，分别向国家发改委或投资主体注册地的省级发改委进行备案。
- 商务部门/金融监管部门层面，根据商务部于2014年9月6日颁布的《境外投资管理办法》（商务部令2014年第3号），涉及敏感国家和地区或敏感行业的ODI须经商务部核准，而未涉及敏感国家和地区或敏感行业的ODI则需向商务部或省级商委进行备案。但是，由商务主管部门负责核准/备案的境外投资项目不包括境内金融企业开展的境外投资项目，金融企业由其主管金融监管部门依据其相关规定开展境外投资的审批手续。
- 外汇主管部门层面，依据国家外汇管理局于2009年7月13日发布的《境内机构境外直接投资外汇管理规定》（汇发[2009]30号），国家外汇管理局及其分支机构对境内机构境外直接投资的外汇收支、外汇登记实施监督管理。另外根据国家外汇管理局2015年2月28日颁布的《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》，自2015年6月1日起，取消了境内企业境外直接投资的外汇登记核准，改为“银行办理、外管监督”的模式。

如果境内企业涉及国资成分，在进行上述备案/核准之前需要取得国资主管部门的同意。对于中央企业从事境外投资，由国资委根据《中央企业境外投资监督管理办法》（国有资产监督管理委员会令第35号）进行监督管理。

面对境内资金通过ODI渠道大量流出的严峻形势，监管部门自2016年底以来密集出台了众多新规，逐步加强对境外投资项目的监管和引导。具体包括：

- 2016年12月6日，国家发改委、商务部、人民银行、外汇管理局四部门在《发展改革委等四部门就当前对外投资形势下加强对外投资监管答记

者问》中指出，监管部门密切关注在房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等领域出现的一些非理性对外投资的倾向，以及大额非主业投资、有限合伙企业对外投资、“母小子大”“快设快出”等类型对外投资中存在的风险隐患。

- 2016年12月28日，人民银行发布《金融机构大额交易和可疑交易报告管理办法（2016年修订）》（中国人民银行令[2016]第3号），并于2018年7月26日发布该管理办法的修订版以进一步提升义务机构可疑交易报告的有效性。
- 2017年1月26日，国家外汇管理局发布《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》（汇发[2017]3号）。根据该通知，境内机构办理境外直接投资登记和资金汇出手续时，除应按规定提交相关审核材料外，还应向银行说明投资资金来源与资金用途（使用计划）情况，提供董事会决议（或合伙人决议）、合同或其他真实性证明材料。
- 2017年8月4日，国务院办公厅发布《关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》（国办发[2017]74号），将境外投资项目划分为鼓励开展<sup>101</sup>、限制开展<sup>102</sup>和禁止开展<sup>103</sup>三类，其中“在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台”被列入限制开展的境外投资项目。另

---

<sup>101</sup> 支持境内有能力、有条件的企业积极稳妥开展境外投资活动，推进“一带一路”建设，深化国际产能合作，带动国内优势产能、优质装备、适用技术输出，提升我国技术研发和生产制造能力，弥补我国能源资源短缺，推动我国相关产业提质升级。

（一）重点推进有利于“一带一路”建设和周边基础设施互联互通的基础设施境外投资。  
（二）稳步开展带动优势产能、优质装备和技术标准输出的境外投资。  
（三）加强与境外高新技术和先进制造业企业的投资合作，鼓励在境外设立研发中心。  
（四）在审慎评估经济效益的基础上稳妥参与境外油气、矿产等能源资源勘探和开发。  
（五）着力扩大农业对外合作，开展农林牧副渔等领域互利共赢的投资合作。  
（六）有序推进商贸、文化、物流等服务领域境外投资，支持符合条件的金融机构在境外建立分支机构和服务网络，依法合规开展业务。

<sup>102</sup> 限制境内企业开展与国家和平发展外交方针、互利共赢开放战略以及宏观调控政策不符的境外投资，包括：

（一）赴与我国未建交、发生战乱或者我国缔结的双边条约或协议规定需要限制的敏感国家和地区开展境外投资。  
（二）房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资。  
（三）在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。  
（四）使用不符合投资目的国技术标准要求的落后生产设备开展境外投资。  
（五）不符合投资目的国环保、能耗、安全标准的境外投资。  
其中，前三类须经境外投资主管部门核准。

<sup>103</sup> 禁止境内企业参与危害或可能危害国家利益和国家安全等的境外投资，包括：

（一）涉及未经国家批准的军事工业核心技术和产品输出的境外投资。  
（二）运用我国禁止出口的技术、工艺、产品的境外投资。  
（三）赌博业、色情业等境外投资。  
（四）我国缔结或参加的国际条约规定禁止的境外投资。  
（五）其他危害或可能危害国家利益和国家安全的境外投资。



外，在2018年6月5日发布的《境外投资常见问题解答》（“《问题解答》”）中，国家发改委对“在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台”做了限制性解释，明确不包括以下两类境外投资活动：（1）既不涉及境内投入资产、权益，也不涉及境内提供融资、担保等，全部从境外募集资金的股权投资基金或投资平台；以及（2）境内金融企业已取得国内金融监管部门批准的情况下，在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。因此，如果不属于前述两种情况，以境外基金作为境内企业境外投资标的向主管部门申请ODI将落入需要境外投资主管部门核准的范围，耗时较长并且存在较大不确定性<sup>104</sup>。再者，大部分情况下开曼群岛、英属维尔京群岛（BVI）等离岸地的实体只能作为境外投资路径企业，无法作为有实体项目的投资目的地备案/核准。

- 2017年12月26日，国家发改委发布11号令。值得注意的是，尽管商务部门/金融监管部门对境内金融机构和非金融机构开展境外投资实施分别管理，但根据11号令，境内投资主体无论是否属于金融机构，其开展境外投资都将受到发改部门的监管。此外，11号令还首次将境内企业以及拥有中国国籍的境内自然人通过其控制的境外企业或港澳台企业对境外的投资行为纳入监管范围。就境内企业通过其控制的境外企业或港澳台企业开展境外投资是否需要到发展改革部门办理核准/备案手续的问题，国家发改委在《问题解答》中进一步说明如下：如涉及敏感类项目投资，则需要履行核准手续；如不涉及敏感类项目投资，需要分两种情况：（1）境内企业直接投入资产、权益或提供融资、担保，则需要履行备案手续；或（2）境内企业不投入资产、权益或提供融资、担保，则中方投资额3亿美元以上需要提交大额非敏感类项目情况报告表，3亿美元以下无需提交。
- 2018年1月25日，商务部、中国人民银行、国资委、原银监会、证监会、原保监会、外汇管理局等七部委联合发布《对外投资备案(核准)报告暂行办法》（商合发[2018]24号），旨在促进商务、金融、国资等主管部门依各自职能依法开展境内投资主体对外投资备案（核准）报告等工作，按照“横向协作、纵向联动”的原则，形成监管合力。
- 2018年1月31日和2018年2月9日，国家发改委先后发布《境外投资敏感行业目录（2018年版）》（发改外资[2018]251号）和《国家发展改革委关于发布企业境外投资管理办法配套格式文本（2018年版）的通知》（发改外资[2018]252号），为境外投资项目备案/核准提供了详细的操作指引；同年6月5日，国家发改委在全国境外投资管理和服务网络系统上发布了

---

<sup>104</sup> 实践中，亦有采取替代的方案达到投资于境外基金的目的，例如以下路径：以境外目标基金的拟投资标的为境外投资项目、以目标基金为境外投资路径企业分多次进行ODI备案/核准；或与境外目标基金普通合伙人/或管理人签订共同投资协议，以跟投形式直接参与境外投资项目，并进行相应的ODI备案/核准。

《问题解答》，对11号令中的一些模糊内容予以了进一步的解释和说明。

## （2） QDLP

在境内投资人投资海外市场的众多途径中，QDLP是一个新兴而小众的方式。QDLP制度的核心是允许满足一定条件的境外基金管理人（通过其在境内设立的企业）在中国向符合一定条件的中国境内投资者募集人民币资金，并将募集的资金跨境投资到海外资本市场。

QDLP试点项目最初于2012年在金融改革的前沿城市上海市最先推出并落地实施，随后重庆、天津、青岛等地相继出台相关法规开展该试点项目，但后续出台的QDLP制度大多以上海QDLP制度为蓝本，且从市场发展情况看，上海QDLP试点业务的规模和影响力更大，因此本文将以上海QDLP制度为例对QDLP政策进行介绍。

2012年4月上海市金融服务办公室、上海市商务委员会及上海市工商行政管理局联合发布了《关于本市开展合格境内有限合伙人试点工作的实施办法》，（“**《2012年版上海QDLP办法》**”）标志着上海QDLP试点制度的正式落地。而后续上海市金融服务办公室等部门出台了同名文件（“**《新版上海QDLP办法》**”），并废止了《2012年版上海QDLP办法》。根据《新版上海QDLP办法》，境外基金管理企业在境内设立的海外投资基金管理企业（“**QDLP管理人**”）经过上海金融办牵头组织的联席会议审议批准后可获得QDLP试点企业资质，并将一并获得境外投资的外汇额度，并可以在该等额度范围内面向符合一定条件的境内自然人或机构投资者在中国境内通过非公开的方式募集设立海外投资基金（“**QDLP基金**”）。QDLP基金可在获批的额度内在境内银行直接办理购汇手续进行境外二级市场投资，而无须再单独向发展改革部门、国家商务主管部门履行相关境外投资手续。

《新版上海QDLP办法》对于QDLP管理人及QDLP基金申请试点资格需满足的条件都有着较为明确和严格的规定，对QDLP管理人的要求包括但不限于最低注册资本要求、核心管理团队的从业经历要求、控股股东的过往业绩、治理结构及内控制度等要求；对QDLP基金的要求包括但不限于规模要求、投资者的要求等。

自上海QDLP制度实施以来，上海金融办一共推出5批QDLP试点，但自2015年9月起，由于外汇资金跨境流动监管政策的变动，QDLP试点的审批工作基本暂停，直至2017年末再度重启。2018年4月24日，国家外汇管理局已正式宣布将上海的QDLP额度增加至50亿美元，自2017年末至今已有多家机构陆续获得QFLP试点企业资格，并已陆续发行并备案了QDLP基金。

根据中基协发布的《关于合格境内有限合伙人（QDLP）在协会进行管理人登记的特别说明》，获得试点资格的QDLP管理人在中国境内开展私募投资基金

业务的，应当在中基协登记为私募基金管理人。且在中基协的私募基金管理人公示页面，对于取得QDLP试点资格的QDLP管理人均有特殊提示：“该机构为合格境内有限合伙人（QDLP）管理机构”<sup>105</sup>。

### （3） QDIE

与上海QDLP制度类似，深圳于2014年12月8日出台了《关于开展合格境内投资者境外投资试点工作的暂行办法》（“《深圳QDIE办法》”）建立了QDIE制度。QDIE与QDLP制度类似，都允许有境外基金管理经验的机构在境内向符合条件的境内合格投资者募集资金，并投向海外市场；但两者在制度设计上存在差异：首先，深圳QDIE制度下，申请方并不需要在深圳新设一家管理企业，而在上海QDLP制度下，则需要在上海新设一家管理企业；其次，深圳QDIE试点机构在满足一定条件下可同时申请获得QFLP资质<sup>106</sup>；再次，在基金规模和对投资人的条件要求上，上海对合伙型QDLP基金的基金规模和投资者条件要求高于深圳QDIE基金；最后，《新版上海QDLP办法》对取得QDLP试点资格后完成QDLP基金募集设立工作设置了六个月的期限要求，而《深圳QDIE办法》则对此无明确要求。因此总体上，深圳QDIE制度因出台时间较晚，可以对上海QDLP制度在实践运用中的局限性进行改进，因而显得更加灵活。

自落地至2015年底，深圳已从国家外汇管理局获得两批共25亿美元的境外投资额度，已有40余家机构获得了QDIE管理人试点资格。但自2016以来，同样由于外汇资金跨境流动监管政策的变动，QDIE试点的审批工作由节奏放缓逐渐趋于暂停。2018年4月24日，国家外汇管理局宣布将深圳的QDIE额度增加至50亿美元。此后亦有少数申请机构获得了QDIE试点，但数量有限，QDIE试点的未来发展还有待进一步观察。

## 2.6.2 境外基金的境内投资

2019年3月15日，全国人民代表大会常务委员会正式公布《外商投资法》，该法律已于2020年1月1日起生效。《外商投资法》的颁布和施行，是中国外商投资法律监管体系的一次重大变革。

国务院于2019年12月26日公布了《中华人民共和国外商投资法实施条例》（“《外商投资法实施条例》”）。《外商投资法实施条例》是《外商投资法》的配套行政法规，旨在明确和细化法律的有关规定、增强制度的可操作性，保障《外商投资法》的有效实施。另外，商务部、国家市场监督管理总局和最高人民

---

<sup>105</sup> 近期取得 QDLP 试点资格的 QDLP 管理人完成私募基金管理人登记的例如：日本野村资产旗下的 QDLP 管理人野村海外投资基金管理（上海）有限公司于 2019 年 6 月完成私募基金管理人登记；霸菱集团旗下的霸菱投资管理（上海）有限公司于 2019 年 6 月完成私募基金管理人登记。

<sup>106</sup> 根据《深圳 QDIE 办法》第九条，已获得外商投资股权投资企业试点工作领导小组批准的外商投资股权投资管理企业，符合下列条件之一的，可申请开展深圳市合格境内投资者境外投资试点：（一）控股投资者持有香港证监会颁发的资产管理牌照；（二）已成功发行基金并运行良好。

法院等国家行政和司法机关也于近期出台了《外商投资法》相关的配套规定，明确和细化《外商投资法》在实操中的适用和解释，我国新型外商投资法律体系初步形成。

为帮助境外基金了解和掌握2020年1月1日起施行的中国新型外商投资监管体系的内容，我们根据项目经验总结了下列新型外商投资监管体系的要点。

### **(1) 准入前国民待遇加负面清单管理制**

在新型外商投资监管体系下，我国对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单管理制度<sup>107</sup>，具体而言：（i）准入前国民待遇：是指在投资准入阶段给予外国投资者及其投资不低于中国投资者及其投资的待遇。准入前国民待遇的实现方式就是将国民待遇义务的适用范围从投资准入后的阶段（投资的管理、经营、运营、出售和其他处置）扩大到投资准入的阶段（投资的设立、取得、扩大）；准入前给予国民待遇并不意味着准入后不实行国民待遇，而是将国民待遇义务的适用范围从准入后扩大到准入前<sup>108</sup>；（ii）负面清单：是指国家规定在特定领域对外商投资实施的准入特别管理措施，即《负面清单》。《负面清单》中列明了金融业、科学研究和技术服务业、教育、文化、体育和娱乐业等13个领域共40项特别管理措施。根据《负面清单》的说明，《负面清单》统一列出股权要求、高管要求等外商投资准入方面的特别管理措施，《负面清单》之外的领域按照内外资一致原则实施管理；境外投资者不得投资《负面清单》中禁止外商投资的领域；投资《负面清单》之内的非禁止投资领域，须进行外资准入许可；投资有股权要求的领域，不得设立外商投资合伙企业。

### **(2) 外商投资企业的设立和变更**

根据国家市场监督管理总局《关于贯彻落实<外商投资法>做好外商投资企业登记注册工作的通知》的规定，外国投资者或者外商投资企业在《负面清单》以外领域投资的，按照内外资一致的原则进行登记注册；外国投资者或者外商投资企业投资《负面清单》内对出资比例、法定代表人（主要负责人）国籍等有限制性规定的领域，对于符合准入特别管理措施规定条件的，依法予以登记注册；行业主管部门在登记注册前已经依法核准相关涉企经营许可事项的，登记机关无需就是否符合准入特别管理措施规定条件进行重复审查；外国投资者或者外商投

---

<sup>107</sup> 《外商投资法》第四条：“国家对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单管理制度。前款所称准入前国民待遇，是指在投资准入阶段给予外国投资者及其投资不低于本国投资者及其投资的待遇；所称负面清单，是指国家规定在特定领域对外商投资实施的准入特别管理措施。国家对负面清单之外的外商投资，给予国民待遇。负面清单由国务院发布或者批准发布。中华人民共和国缔结或者参加的国际条约、协定对外国投资者准入待遇有更优惠规定的，可以按照相关规定执行。”

<sup>108</sup> 张西峰：《迈进制度型开放：<外商投资法>的亮点与意义》，访问地址：<http://www.cicn.com.cn/zggsb/2019-03/19/cms116070article.shtml>；访问时间：2020年2月9日。



资企业在《负面清单》禁止投资的领域投资的，不予登记注册<sup>109</sup>。

根据商务部《关于外商投资信息报告有关事项的公告》的规定，2020年1月1日起设立或发生变更的外商投资企业，无需办理外商投资企业设立或变更备案，只需根据《外商投资信息报告办法》（“《信息报告办法》”）和该公告的要求报告投资信息。各地商务主管部门将在企业登记系统和国家企业信用信息公示系统上公布联系人和联系方式，为外国投资者和外商投资企业填报提供具体指导。

基于上述，现行外商投资企业设立和变更程序相较之前最大的变化是不需再向商务部门办理设立和变更备案手续，但需根据外商投资信息报告制度的规定报送投资信息。

### （3） 存量三资企业的处理

自《外商投资法》于2020年1月1日起生效后，《中外合资经营企业法》、《中外合作经营企业法》和《外资企业法》（合称“三资企业法”）废止。对于存量的三资企业<sup>110</sup>，《外商投资法》提供了5年的过渡期（自2020年1月1日起），以便于存量三资企业逐步按照《公司法》或《合伙企业法》调整其组织形式、组织结构等，具体而言：（i）组织形式：三资企业的组织形式应调整为有限责任公司、股份有限公司或合伙企业；（ii）组织结构：组织结构应当符合《公司法》或《合伙企业法》的规定，例如：中外合资企业拟变更为有限责任公司的，其最高权力机构应由董事会调整为股东会。

在过渡期内，三资企业按照《公司法》和《合伙企业法》等法律的规定调整其组织形式、组织结构等，并依法办理变更登记，也可以继续保留原企业组织形式、组织结构等。但自2025年1月1日起，对未依法调整组织形式、组织结构并办理变更登记的存量三资企业，市场监督管理部门不予办理其申请的其他登记事项，并将相关情形予以公示。存量三资企业的组织形式、组织机构等事项依法调整后，原合营、合作各方在合同中约定的股权或者权益转让办法、收益分配办法、剩余财产分配办法等，可以继续按照原约定办理。

### （4） 外资并购

商务部、国务院国有资产监督管理委员会、国家税务总局、国家工商行政管理总局<sup>111</sup>、中国证券监督管理委员会和国家外汇管理局于2006年8月8日公布的

---

<sup>109</sup> 《关于贯彻落实〈外商投资法〉做好外商投资企业登记注册工作的通知》关于规范申请程序的规定：“申请人应当通过企业登记系统申请外商投资企业登记注册。在申请外商投资企业设立或者变更登记时，投资人应当承诺是否符合《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（以下简称《负面清单》）要求，并根据实际情况如实勾选涉及《负面清单》的行业领域。法律、行政法规规定企业设立、变更、注销登记前须经行业主管部门许可的，还应当向登记机关提交有关批准文件。”

<sup>110</sup> 即中外合资经营企业、中外合作经营企业和外商独资企业三类外商投资企业。

<sup>111</sup> 现国家市场监督管理总局。

《关于外国投资者并购境内企业的规定》<sup>112</sup>（2006年9月8日起生效）（“10号文”）是规制外资并购的专门性规定，适用于两种外资并购类型：（i）股权并购；（ii）资产并购<sup>113</sup>。根据10号文的规定，外国投资者并购境内企业设立外商投资企业，应经审批机关<sup>114</sup>批准，向登记机关<sup>115</sup>办理变更登记或设立登记。

商务部于2017年7月30日发布的《关于修改〈外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法〉的决定》规定，对于外国投资者并购境内非外商投资企业以及对上市公司实施战略投资，不涉及特别管理措施和关联并购<sup>116</sup>的，适用备案管理。据此，外资并购的管理方式由审批制转变为备案制。

《信息报告办法》废止了《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》，并规定外国投资者股权并购境内非外商投资企业，应在办理被并购企业变更登记时通过企业登记系统提交初始报告。外资并购的管理方式从备案制转变为信息报告制。

### （5） 外债：投注差和宏观审慎管理模式

根据《外债管理暂行办法》的规定，外债是指境内机构对非居民承担的以外币表示的债务，其中，境内机构是指在中国境内依法设立的常设机构，包括但不限于政府机关、金融境内机构、企业、事业单位和社会团体，非居民是指中国境外的机构、自然人及其在中国境内依法设立的非常设机构<sup>117</sup>。根据《外债统计监测暂行规定》的规定，国家对外债实行登记管理制度，外管局统一制定和签发《外债登记证》<sup>118</sup>。

实践中，常见的借用外债模式主要包括两种：（i）投注差模式；（ii）全口

---

<sup>112</sup> 商务部于2009年6月22日发布《关于修改〈关于外国投资者并购境内企业的规定〉的决定》（商务部令2009年第6号）对10号文的部分内容进行修订。

<sup>113</sup> 《关于外国投资者并购境内企业的规定》第二条：“本规定所称外国投资者并购境内企业，系指外国投资者购买境内非外商投资企业（以下称“境内公司”）股东的股权或认购境内公司增资，使该境内公司变更设立为外商投资企业（以下称“股权并购”）；或者，外国投资者设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产，或，外国投资者协议购买境内企业资产，并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产（以下称“资产并购”）。”

<sup>114</sup> 根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》的规定，审批机关为中华人民共和国商务部或省级商务主管部门。

<sup>115</sup> 根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》的规定，登记管理机关为中华人民共和国国家工商行政管理总局或其授权的地方工商行政管理局。

<sup>116</sup> 《关于外国投资者并购境内企业的规定》第十一条：“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。”

<sup>117</sup> 参见《外债管理暂行办法》第二条、第三条和第四条。

<sup>118</sup> 参见《外债统计监测暂行规定》第二条和第四条。

径宏观审慎模式，外商投资企业可以在两种模式中任选一种模式适用，具体而言：

- 投注差模式：根据《外债管理暂行办法》的规定，外商投资企业举借的中长期外债累计发生额和短期外债余额之和应当控制在审批部门批准的项目总投资和注册资本之间的差额以内。在差额范围内，外商投资企业可自行举借外债。超出差额的，须经原审批部门重新核定项目总投资。此外，外商投资企业的注册资本与投资总额的比例还应受限于《关于中外合资经营企业注册资本与投资总额比例的暂行规定》的规定。
- 全口径宏观审慎管理模式<sup>119</sup>：根据中国人民银行于2017年1月12日发布的《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》的规定，企业和金融机构开展跨境融资按风险加权计算余额（指已提用未偿余额），风险加权余额不得超过上限，即：跨境融资风险加权余额 $\leq$ 跨境融资风险加权余额上限；企业应当在跨境融资合同签约后但不晚于提款前3个工作日，向外管局的资本项目信息系统办理跨境融资情况签约备案。

《外商投资法》没有提及外商投资企业“投资总额”的概念，且部分商务部发布的关于投资总额的规范性文件已被废止，如《关于外商投资企业调整投资总额和注册资本有关规定及程序的通知》，据此，外债投注差模式在现行外商投资法律监管体系中的适用仍待进一步观察监管部门的操作和规定。

---

<sup>119</sup> 在全口径宏观审慎模式推行后，人民银行和外管局为外商投资企业设置了一年过渡期（自2017年1月至2018年1月），过渡期内外商投资企业可在“投注差”管理模式和宏观审慎模式下任选一种模式适用。过渡期结束后，由人民银行、外管局根据总体实施情况评后确定相应模式。

### 第3章 中国私募基金市场发展新趋势及展望

#### 3.1 中国私募股权二级市场和交易

私募股权二级市场（private equity secondary market），从广义上来说，是指对非上市公司的股权、合伙企业份额等其他企业的权益进行买卖、转让和流通的市场，狭义而言，则限于PE/VC基金作为买卖主体进行的这类交易。本《红宝书》重点讨论狭义的私募股权二级市场（“**PE二级市场**”）。在PE二级市场交易中，我们又可以将PE二级交易区分为两个层次：（1）针对私募基金份额的交易；以及（2）针对该等基金所持有的投资组合的交易。本《红宝书》将主要介绍针对私募基金份额的交易及市场。

PE二级市场的主要参与者通常有如下三方：（1）目标基金，即财产份额被买卖、转让或流通的私募基金（“**目标基金**”）；（2）转让方，即持有目标基金财产份额并拟将其全部或部分财产份额出售、转让的主体（“**转让方**”或“**卖方**”）；（3）受让方，即拟购买、受让目标基金财产份额的主体（“**受让方**”或“**买方**”）。不同于一般交易，PE二级市场的交易虽然也是在转让方和受让方之间进行，但通常都需要目标基金的管理人甚至目标基金其他现有投资者的同意。因此，目标基金、转让方及受让方为PE二级市场的共同参与者，需相互协调一致，方能达成交易。此外，大量的中介机构也是PE二级市场的重要参与者，包括律师事务所、会计师事务所及咨询顾问等。律师事务所协助市场交易各方准备复杂程度不一的交易文件，会计师事务所协助交易各方进行财务尽职调查，而咨询顾问则负责匹配、协调各方资源，协助交易价格的确定并最终促成交易。

在实践中，PE二级交易主要包括以下几个主要环节，而各环节涉及的重点商业及法律事项如下所示：

|                            |  |
|----------------------------|--|
| （1）卖方向目标基金管理团队提出转让申请       | <ul style="list-style-type: none"><li>➤ PE二级交易行为可能落入《募集管理办法》所规定的“募集行为”的范畴，而只有私募基金管理人及其他相关法律法规规定的募集机构方能以非公开方式向投资者募集资金</li><li>➤ 相关法律法规和私募基金组织文件对于信息披露和保密的规定</li></ul> |
| （2）潜在买方对卖方和目标基金尽职调查并进行交易谈判 | <p>尽职调查重点关注问题：</p> <ul style="list-style-type: none"><li>➤ 目标基金的投资者份额转让机制</li><li>➤ 卖方拟转让的认缴金额及已实缴比例情况</li><li>➤ 目标基金的存续期限和投资期限</li></ul>                            |



|                            |   |
|----------------------------|---|
|                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 目标基金的已投项目情况</li> <li>➤ 卖方与目标基金管理团队的特殊约定</li> <li>➤ 其他目标基金的核心条款</li> </ul>                        |
| (3) 卖方或目标基金管理团队通知目标基金其他投资者 | <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 对于有限合伙型私募基金而言,《合伙企业法》第七十三条规定,有限合伙人可以按照合伙协议的约定向合伙人以外的人转让其在有限合伙企业中的财产份额,但应当提前三十日通知其他合伙人</li> </ul> |
| (4) 交易各方签署交易文件并安排交割        | /   |

PE二级市场的存在可以有效匹配目标基金、转让方和受让方等各方需求,其功能主要包括以下几个方面:(1)避免因投资者出资违约而对目标基金的投资运作造成重大影响;(2)使转让方尽快收回资金、重新分配投资资源、调整合作关系;(3)使受让方缩短投资持有期,增强收益可预期性,提高收益空间。但尽管PE二级市场能提供上述诸多便利,PE二级市场,尤其是国内的PE二级市场发展仍颇为缓慢。根据《2018中国PE二级市场白皮书》,2008年-2017年全球S基金(secondary fund,即专门投资于PE二级市场的基金)总募集规模占PE/VC基金募集总规模的8%,国内的S基金总规模则仅有200亿人民币左右(而根据中基协的统计,截至2019年11月底<sup>120</sup>,已备案私募股权投资基金和创业投资基金的基金规模已达9.82万亿元)。此外,对中国机构的调研也显示国内机构目前对参与PE二级市场交易的意愿尚不强。

虽然截至目前,国内PE二级市场仍处于发展初期,但随着国内PE一级市场的快速发展,其发展潜力巨大。国内的私募基金自21世纪初起步以来,经过十余年的发展,相关法律法规逐渐完善,监管体系趋于完整,如今PE一级市场已初具规模。如前所述,截至2020年1月底,全国私募股权投资基金和创业投资基金的基金规模已接近10万亿,而这个数字在2015年1月底时仅为1.6万余亿<sup>121</sup>。近年来国内私募基金的增长态势可见一斑。常见的PE/VC基金存续期限通常为5到10年(其中投资期通常为3到6年),这意味着国内近年来设立的大量PE/VC基金已开始进入投资期的中后期甚至退出期,且将来步入此阶段的PE/VC基金将越来越多。只有足够庞大的一级市场,才可能发展出成规模的二级市场。近年来国内PE/VC基金规模的井喷式增长为PE二级市场的发展奠定了基础。目前,国内部分行业领

<sup>120</sup> 数据来源于中基协《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报》(2020年第1期)。

<sup>121</sup> 数据来源于中基协《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报》(2020年第1期)。

先的母基金或财富管理机构已纷纷布局S基金。我们有理由相信，中国的PE二级市场前景可期，S基金也将在PE二级市场的广阔天地中大有可为。

## 3.2 社会责任投资（ESG 投资）

### 3.2.1 ESG 起源与发展

“ESG”是环境（Environmental）、社会（Social）和公司治理（Governance）的简称，是倡导在投资决策过程中充分考虑环境、社会和公司治理因素的投资理念。ESG因素涵盖了传统上不属于财务分析范畴但可能与投资具有相关性的问题。越来越多的证据表明，将ESG因素融入投资分析和投资组合构建，很可能为基金带来长期业绩优势。在ESG理念流行之前，更为人所熟知的概念是社会责任投资（Socially Responsible Investment，“SRI”）或责任投资。

通常认为最早的SRI投资理念起源于宗教，而随着20世纪60到70年代社会环境的变化及人们环境保护、人权平等、反战和平等意识的觉醒，有些投资者希望将其认为正确的有关社会责任的价值取向反映在投资活动中，因此除了投资回报率外，他们还关心其资金的最终投向以及对社会产生的影响。于是SRI形成的基础和出发点从宗教教义，逐渐转变为对当下社会意识形态的反映，从而成为了真正意义上的“社会责任”投资<sup>122</sup>。2006年，联合国责任投资原则组织（the United Nations – supported Principles for Responsible Investment, UNPRI）的成立；同年，高盛将公司治理因素纳入投资考量，与责任投资因素（即环境、社会因素）整合在一起，正式提出了完整的ESG概念。近年来，全球ESG资产管理规模快速增长，其中UNPRI的签约机构约为1900家<sup>123</sup>，资产管理总规模已经超过70万亿美元。除了ESG投资理念自始所具有的社会属性和价值观色彩，近年来具备ESG投资理念或类似责任投资理念的产品在财务数据方面也逐渐显现出抗风险能力相对较强、长期回报相对稳定的优势，从而真正成为资本市场一种主流的投资理念和风格。

### 3.2.2 ESG 的主要参与者及实践

总体而言，无论是在ESG投资相对较为成熟的西方，还是处于起步阶段的国内市场，倡导并实践ESG投资原则的主要还是规模较大的公共养老基金、公募基金、大学校友捐赠基金、慈善基金等对公众舆论较为敏感的公众机构或准公众机构，而对于大多数私募资产管理机构而言，ESG并未成为一种普适性的实践标准，更多情形下是出于吸引前述资金方的目的而开始ESG实践。在ESG投资实践中（无论是作为FOF型投资者投资管理公司，还是直投项目公司），通常涉及的环节及常见操作包括：

---

<sup>122</sup> 例如当时越南战争抗议者要求美国大学的捐赠基金不得投资于国防工业，还有包括避免奴隶贸易、战争和种族隔离以及支持公平贸易的投资原则等。

<sup>123</sup> 根据 2017 年的数据（1700 多家）并结合 UNPRI 2018 report 里面披露的新增机构及除名机构估算。

### （1） 尽职调查阶段

通常运用ESG因子评估框架体系<sup>124</sup>对投资标的进行全面评估，并将该等评估结果作为是否投资的考量因素。

### （2） 合制定阶段

在相关交易文件（基金合同、投资合同等）中明确约定将ESG因素融入公司管理运营过程中，并进行定期报告。

### （3） 投后管理阶段

ESG相关问题的持续监控、定期报告与沟通反馈。

在上述环节中，合同制定阶段尤为关键，而在合同制定阶段中，在什么文件（如在投资者投资基金时，在基金合同还是在附属协议中体现投资者要求的ESG相关条款便将涉及诸多不同的考量因素）中体现ESG投资原则、设置何种ESG投资条款等因素将最终决定被投标的是否将实质决定ESG原则的贯彻执行。以投资者投资PE/VC基金为例，常见的ESG条款类别包括：（i）GP对ESG政策、标准及/或特殊规定的执行承诺（此时可能会引用一些特定的外部标准如UNPRI等）；

（ii）基金投资限制或投资者不参与相关投资选择权，即投资者可能会对基金投资提出额外的限制要求，或要求获得不参与特定投资的选择权（opt-out / excuse right）；（iii）要求GP投资决策过程中整合ESG因素；以及（iv）GP向全体投资者或特定投资者提供ESG定期报告及/或ESG重大事件报告等。

值得注意的是，虽然在全球范围内，在PE/VC基金的基金文件中明确体现ESG条款尚未成为一种标准做法，但对于UNPRI签约机构这类主体而言已经属于较为常见的实践，而且该趋势还在不断扩大。根据UNPRI发布的有关其责任投资进度的报告数据表明，参与相关调查的签约基金管理机构中，已有89%在PPM中体现了其ESG政策，而在抽样基金文件中明确体现ESG条款的比例也从2017年的61%提高到了2018年的69%。

### 3.2.3 ESG 投资国内发展现状

尽管ESG投资已经成为西方投资者市场主流投资策略之一，但国内的相关理论研究和实践尚处于初级阶段，规模十分有限。到了2008年，国内才发行了第一只真正意义上的社会责任型公募基金-兴业全球社会责任基金。在2010年后，国内金融市场上相关类型的责任投资基金管理规模才开始有了显著增长。截至目前，中国（香港除外）已有16家机构加入UNPRI（8家为2018年加入），其中包括多家大型公募基金。中基协在国内ESG投资理念和实践倡导方面扮演了积极角色。自2016年以来，中基协多次举办国际研讨会、主题论坛，开展基础调查，倡

---

<sup>124</sup> 摩根士丹利资本国际公司（MSCI）和汤森路透（Thomson-Reuters）是目前在 ESG 评估和研究领域处于领先地位的两家机构。

导ESG理念与实践，并于2018年11月发布了《中国上市公司ESG评价体系研究报告》和《绿色投资者指引（试行）》<sup>125</sup>，持续推动了与ESG投资相关制度环境建设。2019年3月18日，中基协进一步发布了《关于提交<绿色投资指引（试行）>自评估报告的通知》，作为《绿色投资者指引（试行）》的具体实施文件，并于同年7月4日发布了《关于开展<中国基金业ESG与绿色投资>问卷调查的通知》，为全面、客观地了解我国投资行业ESG最新发展，制定切实可行的ESG统计规范而收集相关信息。中基协的一系列行动反映出在国内私募基金领域，ESG从一个值得关注的话题逐渐转变为需要相关资产管理机构切实履行相关义务的实践原则之一。

### 3.2.4 ESG 投资展望

我们可以看到，世界范围内的基金管理机构和投资者均已将ESG作为一个重要的发展方向提上了各自的议程，各方均已认识到ESG将会成为一个对基金管理领域产生深远影响的因素，而非仅仅是一个噱头。同时，我们也可以看到对于ESG政策与基金实践的整合，很难用“一刀切”式的解决方法，而是在各参与方的不断实践中摸索前进。鉴于基金行业，尤其是一级市场的私募股权、创业基金对全球产业所具有的广泛影响，我们有理由相信ESG与基金投资实践的不断深入融合将成为ESG全球商业实践的重要催化剂，对全球范围内的经济社会可持续发展产生深远的积极影响。

## 3.3 占股基金（GP Stake Fund）

自2000年以来，高盛（Goldman Sachs）、路博迈（Neuberger Berman）、黑石（Blackstone）等知名全球私募管理机构开始设立以占股其他GP为策略的基金（GP Stake Fund）并投资全球范围内的优质私募股权基金管理机构，一种全新的另类投资的模式应运而生。在这种模式下，占股基金的投资方和被投资方以各自深厚且互补的业内资源强强联合，实现双赢。近年以来，国内私募股权基金管理人已开始关注并实践投资占股这一另类投资新模式，我们团队亦有代表多家基金客户进行该类模式的投资活动。

### 3.3.1 投资标的

通常占股基金的投资标的原则上以机构化（institutionalized）的私募基金管理人为主，即已拥有成熟的管理团队和健全的内部管理机制，而非过于依赖于特定关键人士（key person）的私募基金管理人，以避免特定关键人士的离职等个人因素影响被投资私募基金管理人的正常运营。当然，重视机构化的私募基金管理人并不意味着不关注核心管理团队，部分占股基金会在交易文件中对被

---

<sup>125</sup> 根据中基协于2019年3月18日发布的《关于提交<绿色投资指引（试行）>自评估报告的通知》，作为协会会员的资产管理机构（私募证券投资基金管理人均要求成为协会会员）均要求在2019年4月15日之前填写并提交绿色投资自评表（若尚未实施，就如实填写即可）。



投资管理机构在一定时期内的核心团队离职率有所限制。

在明确了投资标的后，进一步需要考虑的是获得基金管理机构的何种权益。私募基金管理机构的收益主要由三部分组成，分别为管理费收入、因对基金投资形成的收益（“**投资收益**”）和来源于有限合伙人超出其投资本金部分的超额收益分成（“**绩效收益**”），其中管理费为固定收入，而投资收益和绩效收益则基于相关基金的投资回报而浮动。占股基金在投资私募基金管理机构时，通常希望至少能获得一定比例的稳定的管理费收入，以保障其基本的投资收益。基于收益的来源，占股基金会重点关注私募基金管理机构的历史业绩（track record）和募集资金能力，尤其是在管理机构正在管理的基金的剩余投资期短于占股基金自身的剩余存续期时，其募资能力决定了其是否能够取得稳定的管理费收入。

此外，私募基金管理机构对其所投资公司的管理能力、产品多样化、业务稳定性和成长潜力、员工稳定性、高质量的客户关系等等因素也是占股基金关注的重点。除了经济利益外，占股基金在投资私募基金管理机构时，还可能希望获得管理机构一定的管理权，主要包括管理机构内部的运营管理和对基金的投资管理。占股基金通常不会取得管理机构的控制权，所以如欲实现其战略目标，还需与管理机构协商争取适当的管理参与权，比如是否有权获得董事会或投资决策委员会席位，或至少有权列席董事会或投资决策委员会，分别可以在何种限度内行使知情权、表决权、监督权，是否有权优先享受共同投资权等。管理机构可视具体情况决定让渡部分管理权。

### 3.3.2 如何投资

如前所述，管理机构的收益由管理费收入、投资收益和绩效收益组成，而若想同时获得几种来源的收益，投资交易结构的设计就格外关键。

尽管我们通常所说的占股基金对应的英文表述为GP stake fund，但这并不意味着占股基金的投资标的仅限于普通合伙人份额。多数情况下，占股基金都会投资私募基金管理人股权，而非仅普通合伙人份额，尤其是在私募基金管理人并不同时担任基金的普通合伙人时。在管理团队为其所管理的基金另行设立特殊有限合伙人作为跟投实体时，占股基金还可能投资于特殊有限合伙人。出于风险隔离考虑，基金管理人与普通合伙人分离是常见的基金架构。<sup>126</sup>在此背景下，投资于不同实体的股权对于占股基金而言有着显著区别。首先，若占股基金拟在投资后获得稳定的管理费收入，则其至少应投资于基金管理人的股权。若占股基金除管

---

<sup>126</sup> 在很多法域，私募基金管理人都是受监管的持牌机构。在中国，虽然私募基金管理人并不需要通过行政审批取得展业资格，但中基协的审核非常严格，取得私募基金管理人资质的成本和难度都较高。因此，很多管理团队都会通过取得私募基金管理人资质的管理人同时或先后管理旗下多支基金。而如一家私募基金管理人同时担任多支基金的普通合伙人，一旦其因某支基金而承担无限连带责任，便极有可能牵连到其他基金。此外，还有一些规模较大的管理团队，会安排由不同的子团队分别负责不同基金的运作管理，有单独核算业绩报酬的需要。因此，很多私募基金管理团队会在设计基金架构时，在基金管理人之外另行设立基金普通合伙人，以节约成本、隔离风险并独立核算。

管理费收入外，还想享受基金的投资收益或绩效收益分成，则其还可能需要投资于基金普通合伙人或特殊有限合伙人的股权。这是因为私募基金管理团队的跟投和绩效收益的提取都是通过普通合伙人或特殊有限合伙人对基金的投资实现的。在基金投资人对普通合伙人的出资没有要求时，为避免大量跟投资金承担无限连带责任，管理团队会通过另行设立跟投实体作为特殊有限合伙人投资于基金。同时，为避免绩效收益被视同提供管理服务的对价而被课以增值税，管理团队也可能会安排普通合伙人或特殊有限合伙人提取绩效收益。因此，占股基金在对私募基金管理机构做尽职调查时，需要重点考察其收益分配模式，不能想当然地认为获得了基金管理人或普通合伙人的股权就可以按股权比例取得各类收益。

此外，若占股基金看好整个私募基金管理机构，则其可以投资于基金管理人的份额；若某管理机构旗下仅部分团队管理的部分基金运作良好，则占股基金可考虑仅择其优者而投之。这在私募基金管理团队较大、所管理的不同投资策略的基金较多的情况下需要重点考虑。

### 3.3.3 法律监管

需要提示的是，在国内对私募基金管理人进行股权收购时，需注意中基协的相关监管规定：

（1）若通过多数股权收购使已在中基协登记的私募基金管理人发生控股股东或实际控制人变更，则根据相关规定，该私募基金管理人须聘请律师就该等变更情况出具《私募基金管理人重大事项变更专项法律意见书》<sup>127</sup>。而在中基协打击买卖私募基金管理人“壳”的背景下，私募基金管理人的控股股东或实际控制人变更存在不小的障碍。此外，出于对私募基金管理人股权稳定性的要求，2018年12月更新的《私募基金管理人登记须知》明确规定私募基金管理人的出资人、实际控制人不得为资产管理产品。因此，在买方为占股基金的情况下，多数股权收购方式因涉及实际控制人的变更而存在障碍。

（2）虽然相较于多数股权收购而言监管强度略低，少数股权投资仍应注意相关监管问题。若投资人自身为已在中基协登记的私募基金管理人，根据中基协的规定，如其持有其他私募基金管理人超过5%的份额，则该私募基金管理人将被视为投资人的子公司<sup>128</sup>，投资人需要就此向中基协披露。此外，2018年12月更新的《私募基金管理人登记须知》规定私募基金管理人的出资人不得为资产管理产品，我们理解此处的出资人应该是指直接层面的出资人，间接的出资人层面可

---

<sup>127</sup> 2016年2月5日，中基协发布的《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》规定“已登记的私募基金管理人申请变更控股股东、变更实际控制人、变更法定代表人/执行事务合伙人等重大事项或中国基金业协会审慎认定的其他重大事项的，应提交《私募基金管理人重大事项变更专项法律意见书》”。

<sup>128</sup> 2016年2月5日，中基协发布的《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》所附的《私募基金管理人登记法律意见书指引》中明确，申请私募基金管理人登记的机构的子公司系指其持股5%以上的金融企业、上市公司及持股20%以上的其他企业。在私募基金管理人登记实践中，私募基金管理人本身通常作为金融企业披露。

以存在资产管理产品。所以占股基金投资私募基金管理人少数股权时，应尽量采取间接投资的方式，且最好事前与中基协确认监管口径。

## 第4章 结语

中国的私募基金行业在过去二十余年间获得了长足的发展，有效地助力了中国优秀企业的发展和壮大。在中国私募基金行业迅速发展的同时，相关商业问题和法律问题也层出不穷，为行业发展带来了挑战。为了规范私募基金行业的发展，中国的法律法规和监管政策及时作出了应对，但仍在很多方面落后于全球私募基金行业的发展。我们很荣幸能够参与到这个充满机遇与挑战的市场，亦希望本《红宝书》能够从法律角度为相关人士参与私募基金行业所参考。

\* \* \* \* \*



### 版权与免责

本《红宝书》仅供业内人士参考，不构成任何意义上的法律意见或建议。未经事先书面同意，本《红宝书》不得被用于其他目的。如需转载，请联系赵女士（+21 2613 6111 / 13818805769 / zhao.wei@jingtian.com）或杨女士（+10 5809 1458 / 13810137596 / yang.lei@jingtian.com）获得许可，并注明来源。

如您有意就相关议题进一步交流或探讨，请与本《红宝书》负责人竞天公诚律师事务所王勇先生联系：

王勇（James Yong Wang）  
座机：010-5809 1510（北京）  
021-2613 6378（上海）  
手机：185 1188 0418  
电邮：wang.yong@jingtian.com