



## 私募基金法律

### 德国创业投资行业研究

王勇 | 梅苇 律师

#### 1. 德国政府支持创业投资业发展的扶持政策。

全欧已形成“欧盟总部—欧盟成员国—省州市”3级创业投资引导基金体系，德国也设立了国家级创业投资引导基金，采取多元支持方式，增加对创业资本投资的支持。德国有关部门规定，引导基金以跟投方式实施支持的，跟投比例虽然可以高到70%，但要求对每家企业的投资不超过500万欧元，每一轮投资不超过250万欧元。

2009年，德国政府即承诺为设立公司的企业家、为专注于种子期和先期投资并为企业传承融资（financing of entrepreneur succession）提供资本的基金增加政府补助。政府通过保证条款，为机构投资者对创业投资基金的资金承诺可能遭受的损失提供担保。

#### 2. 德国公司型和合伙型基金税收政策和变化趋势。

2003年12月15日，德国颁布《投资税法》，德国《2010年度税法》（Jahressteuergesetz 2010）对该法进行了重要的修订，对投资基金产业产生很大冲击。《投资税法》规定了很细致的验证程序（certification of investment funds），并视投资基金满足《投资税法》相关要求的程度，给予不同的税收待遇。经验证认定的投资基金，享受《投资税法》的权益，不满足《投资税法》的基金则面临惩罚性税收。根据该法案，投资基金享受税收豁免，投资人视为直接投资者是纳税主体。就视为分派的收入而言，个人投资者从基金获得的红利、股息和资本利得，均需缴纳25%的税；机构投资者（包括合伙和公司）获得的红利须全部纳税；合伙获得的股息的40%享受税收豁免；公司获得的股息和资本利得、以及合伙获得的资本利得的95%享受税收豁免。需要注意的是，一般而言，德国的创业投资基金并不具有《投资法》下的“投资公司”的资格，德国《投资法》和《投资税法》不适用于私募股权和创业投资，其仍根据组织形式和相关税法的规定纳税。然而，外国创业投资基金，基于他们的公司结构，可能被认定为“外国投资公司”而适用上述法律。德国正在努力消除这种对德国本土基金不利的情况。

德国有限责任公司需要缴纳企业所得税（15%）、营业税（7%-17.15%）、团结附加税（5.5%）、增值税（一般为19%，有条件减免的为7%），独资企业每年享有24,500欧元的免税额。德国有限责任合伙公司，属于合伙，需要就收入缴纳营业税，但每年有24,500欧元的免税额，并在此外根据一个梯级税制缴纳所得税。若该有限责任合伙公司不被认定为商业主体（该认定有具体标准，并不以

该合伙是否从事经营活动为唯一标准），则该合伙公司不被征收营业税。投资者就合伙所得纳税，即使所得被再投资（或没有被分配），投资者仍然需要就利润纳税。德国税务机关一般将私募股权基金界定为非商业性（non-commercial）的资产管理企业，然而，在最新的案例中，德国高等税收法院（Bundesfinanzhof）则判定私募股权基金从事的是商业活动，这将对很多投资者产生不利影响。另一方面，根据德国《创业投资促进法》，满足特定条件的创业投资企业（合伙制的）不用缴纳所得税和营业税，且仅就其实现的绩效分成的 60% 纳税。

2008 年 1 月 1 日后在德国设立的私募股权基金，需要就管理费缴纳增值税（一般为 19%，有条件减免的为 7%）。该增值税问题被质疑并已经被提交到欧洲法院，但目前仍无结论。为避免该增值税，许多德国私募股权企业在卢森堡设立新的基金，根据卢森堡 SICAR 机制，该基金属于投资基金，根据德国《投资税法》享受增值税豁免。

德国近些年来，特别是 2001 年至 2008 年，都在依照“降低税率、拓宽税基以及保持税制公平”的指导思想进行税制改革，不断下调税率，并试图更大程度地保证不同商业组织类型的税收公平，以提高德国企业的竞争力。不过，根据德国年度税法，合伙正在逐步成为纳税主体。

### 3. 德国创业投资发展历史及现状。

在德国创业资本的资金来源结构中，银行等信贷机构占据绝对的优势，2010 年金融机构占据 57%，养老基金的比例逐步增加，不过银行的作用也在逐步、缓慢的转变，企业风险投资者的作用逐渐加强。1965 年，德国成立了第一个创业投资基金；1975 年德国创业投资公司（WFG）成立，虽然其最终失败，但此后德国绝大多数创业投资公司也如同 WFG 的结构一样，由国有银行、私人银行、储蓄银行、保险公司及其附属机构参股组建而成。90 年代中期以前，德国的创业投资活动发展极为缓慢。1997 年 3 月，德国证券交易所在法兰克福成立了专门针对创业企业上市和创业资本退出的创业板市场——德国法兰克福新市场（Frankfurt Neuer Market），并与法国、荷兰、比利时的新市场连成网络，组成“欧洲新市场”，对促进德国创业资本市场发展产生了重要影响。2004 年-2007 年，德国私募股权获得较大发展。金融危机期间，德国创业投资收到一定影响，但很快恢复过来。1998-2010 年，德国创业投资平均总收益增长 11.4%。2010 年间，一共有 48.6 亿欧元的私募股权资本注入公司，其中超过 75% 以股东转让的形式投入；而创业投资有 7.2 亿欧元，被融资的公司有 879 家。

自 2001 年开始，德国私募股权投资就集中于并购交易。2008 年，76% 的投资集中于此，种子期和创业投资只占 7%。德国企业在先期发展时的资金空缺是通过创业投资业和德国政府的共同努力来填补的。近些年大多数种子期融资都是在公共资金的支持下完成，特别是由联邦经济事务部支持的所谓高科技创立基金。尽管这些种子和先期投资运行良好，但德国创业投资业仍然受爆炸式网络泡沫影响而遭受损失，并在艰难地为下一轮基金的募集资本。

德国私募股权产业缺乏有效的竞争性法律构架。2008 年 7 月，德国颁布了《创业投资和股权投资框架条件现代化法》（MoRaKG），其新制定了《创业投资促进法》（Gesetz für Wagniskapitalbeteiligungen, WKBG），并对《股权投资公司法》、《所得税法》等进行了修订，然而这些法律在实践中收效甚微。极少有私募基金或创业投资基金试图满足《创业投资促进法》的标准以享受该法律相关条款给予的优惠，他们也极少采用股权投资公司的形式。另一方面，欧盟颁行了《另类投资基金经理指令》，并将于 2013 年并入各国法律体系。德国基金市场和私募股权市场监管也会做出相应调整和改变。《另类投资基金经理指令》为私募股权业的运行提供了法律保障，但同时也对基金管理人提出了最低资本要求、估价指南以及注册和信息透明度等义务要求，对小型私募股权公司产生较大影响。

#### 4. 德国创业投资基金运行模式及其投资策略。

德国私募股权基金采用的组织形式最主要的是有限责任公司 (GmbH & Co. KG, 有限责任公司为唯一的普通合伙人), 此外还有有限责任公司(GmbH)、股份公司、股权投资公司(UBG)中。德国要求管理者入股, 惯例是管理者投向基金的强制性资金承诺至少为资金承诺总和的 1%。除了德国商法中的一些基本要求外, 德国法律法规对私募基金的管理和运行并没有特别的限制。从事私募基金的咨询和经纪业务, 需要经主管部门 (即贸易管理部 Gewerbeaufsicht) 授权。

德国主要的创业投资基金一共有四种: 公共的 (政府、银行、德国储蓄银行和地方银行)、银行附属型的 (私有商业银行)、独立的和企业附属型的风投基金。独立的和企业风险投资基金与美国相似, 投资于年轻的、创新型公司, 这些公司有较高的估值, 这将产生较低的净市值比率、较高的市场价值和较大的发行规模。他们通常取得较多股权, 长期投资。大企业通过企业风险投资基金投资于与他们核心业务相关的投资组合企业, 并从他们自己与被投资企业的协同增效效应中获益。他们不希望与其他创业投资基金分享投资组合企业的创新概念, 因此较少与其他投资基金联合投资。与企业风险投资相比, 公共和银行依赖型创业投资基金或许并不适合被称之为“创业投资”, 他们一般获得较少股权, 主要投资于相对成熟的企业, 更迅速地谋求所投资公司上市, 并在公司 IPO 后保留较少的股份。他们一般与投资组合企业签订隐名股东协议或借款合同, 关注的是当地企业的发展, 而非投资回报。

#### 5. 德国创业投资资本退出渠道和股票市场运行规则。

德国创业投资资本退出渠道主要包括: 交易出售、转让给其他私募股权基金、IPO、转让有投票权的股权等。由于德国企业家对企业控制权有强烈的偏好, 在退出方式选择上并不依赖于 IPO, 交易出售和回购是主要的退出方式。有一定比例的创投公司在创业企业上市后仍然选择长期持有股权, 使创业投资转变为传统的股权投资。1997 年 3 月法兰克福证券交易所建立了“新市场”, 为创新型的高新技术企业提供上市机会, 该市场完全根据美国的 NASDAQ 模式建立, 在一定程度上丰富了创业资本的退出渠道。但德国资本市场在创业资本退出方面发挥的作用仍然极为有限。至 2008 年, 私募股权资本退出渠道中, 交易出售占 35%, 转让给其他私募股权基金占 30%, IPO/转让有表决权的股权占 9%。2011 年的调查显示, 大多数私募股权投资者对交易出售和二级收购最有信心, 对 IPO 则缺乏信心。不过, 截至 2012 年 2 月, 已有 34 家投资组合公司准备上市。

在法兰克福“新市场”注册上市的公司条件有: 新股价值至少 500 万欧元; 上市流通的股票至少 20% (建议 25%), 目的是为了保证股票的较广流通以及足够的流动资金; 两家以上的发行商对股票交易负责, 它还负责足够的交易流动资金并在新股发行后负责投资关系; 根据国际标准制定新股价格; 新股向公众发行 6 个月后, 旧股方可出让; 接受兼并准则; 德语和英语并重, 向公众提供信息; 新股可以超过公司整体股本的 50%。“新市场”上市企业必须承担以下重要义务: 年度结束后最迟 3 个月公布年度报表; 报表结算根据国际标准; 公开监事会和董事会拥有股票的份额; 季度结束后最迟两个月公开季度报告。

#### 6. 德国产业投资行业协会的功能定位和运行模式。

德国产业投资行业协会 (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, 简称 BVK) 是在德国经营的私募股权和创业投资公司的联合协会, 在世界范围内都具有很大影响力。其成立于 1989 年 12 月 8 日, 由最初的 BVK 和德国风险投资协会合并而成。截止 2009 年 1 月, BVK 有 217 个完全成员 (私募股权和创业投资公司) 和 103 个准成员 (律所、审计师等)。从结构上来说, BVK

成员在四个专业组工作：创业投资、小型和中型企业、中小型私募股权和创业投资公司、大型并购。管委会由代表各专业组的 8 个成员组成，同时还有 2 个委员会为协会提供意见和建议。

BVK 面向政府机构、决策者和公众，代表德国私募股权业的利益，为其成员提供使用和参与到德国私募股权公司网络的机会。BVK 向德国有关部门提交企业税改革和私募股权法律构架的建议书；与传媒合作并协助其成员与传媒合作进行相关宣传活动；提供相关产业信息，和产业数据；为成员提供培训活动。

## 7. 德国公司法/合伙企业法历史沿革/现状与修订趋势。

德国企业主要分个体企业、人合公司、资合公司三大类，具体注册形式有数十种之多。德国公司法承认后两种基本类型的公司。人合公司包括合伙、无限公司和两合公司，资合公司包括股份公司、有限公司和股份两合公司。

1892 年 4 月 20 日德国颁布了《有限责任公司法》，使有限责任公司得以以立法的形式正式确立起来。1980 年，修改后的《有限责任公司法》，使一人组建有限责任公司成为可能。2008 年 11 月 1 日德国《有限责任公司法现代化与反滥用法》(MoMiG)生效，德国有限责任公司法由此迎来了自 1892 年以来的一次重大变革：降低设立门槛，增加一欧元有限责任公司（企业主有限责任公司公司<sup>1</sup>）；简化出资缴纳规定、明确对隐性实物出资<sup>2</sup>规定；简化注册手续，取消提交审批文件的要求；放宽有关资本维持的规定；取消了对公司迁移其管理机构所在地的限制；修改相关规定防止对有限责任公司的滥用。在最新的改革中，股份公司中有关“法定资本”的规定，被运用到有限责任公司中。

1937 年 1 月 30 日纳粹统治时期首次颁布《股份公司法》，1965 年 9 月 6 日原西德颁布新的《股份公司法》并于次年 1 月 1 日生效。股份公司法共分四卷 20 张 410 条，极尽其详地从股份公司、股份两合公司、关联企业以特殊性及其惩罚性规定四个方面对股份公司的成立、机构设置、管理、业务开展、解散等进行规定。其后为适应社会的发展变化，特别是为了与欧盟法保持一致或将欧盟法转化为国内法，《股份公司法》经过多次修订。1994 年，德国股份公司法认可了由唯一股东设立的股份公司。2005 年 11 月 1 日《德国关于公司完善和股东诉讼现代化的法律》开始生效，该法律对德国股份公司法的诸多方面进行了重要改革，其中包括引进全新的、英美法意义上的股东代表诉讼。2011 年修订的《股份公司法》规定了不附加额外费用的无表决权优先股以及反向可转换债券的发行，为股份公司的融资提供更大便利。2012 年修正法案将在 2012 年下半年生效，该修正案涉及无记名股票、反向可转换债券、无权延期支付股息的优先股问题、提起宣告无效之诉的截止期限等。

在德国，合伙企业由《商法典》调整。《商法典》也经过数次修订，主要是修订了《商法典》的适用范围。1998 年德国商法典修订后规定，经营营业的人就是商人，除非依种类或规模无需以商人方式进行营业。也就是说，无论自然人或法人，只要从事商行为就是商人，就需要进行登记。2000 年，德国通过税制改革将合伙划分为工商类合伙和投资类合伙两大类，工商类合伙仍需作为纳税主体，而投资类合伙可以有条件地申请作为非纳税主体。

德国公司法和合伙企业法的修订趋势主要体现于：与欧盟立法保持一致；解决实践中的问题，减少不必要的限制，使德国企业更加具有竞争力。

<sup>1</sup> Die haftungsbeschränkte Unternehmergesellschaft.

<sup>2</sup> 也称之为“隐匿性实物出资”(Verdeckte Sacheinlage)，指公司章程中约定股东以资金形式出资，完成其出资义务后，公司再用这笔出资从该股东处购买实物资产。

## ● 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与基金设立与管理部**王勇**律师（+86-10-8525 5553; [james.wang@hankunlaw.com](mailto:james.wang@hankunlaw.com)）或**张平**律师（+86-10-8525 5534; [evan.zhang@hankunlaw.com](mailto:evan.zhang@hankunlaw.com)）联系，或与汉坤律师事务所的下列人员联系：

### 联络我们

#### 北京总部

电话：+86-10-8525 5500

地址：中国北京市东长安街1号东方广场办公楼C1座906室

邮编：100738

#### 陈容 律师：

电话：+86-10-8525 5541

Email: [estella.chen@hankunlaw.com](mailto:estella.chen@hankunlaw.com)

#### 上海分所

电话：+86-21-6080 0909

地址：中国上海市静安区南京西路1266号恒隆广场5709室

邮编：200040

#### 曹银石 律师：

电话：+86-21-6080 0980

Email: [yinshi.cao@hankunlaw.com](mailto:yinshi.cao@hankunlaw.com)

#### 深圳分所

电话：+86-755-3680 6500

地址：中国深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场4709室

邮编：518048

#### 王哲 律师：

电话：+86-755-3680 6518

Email: [jason.wang@hankunlaw.com](mailto:jason.wang@hankunlaw.com)