

中国私募基金监管

蓝皮书

(第二版)



漢坤律師事務所
HAN KUN LAW OFFICES

二〇一八年四月

目 录

一、行业概况及监管政策发展	1
1 中国PE/VC 行业发展	1
2 中国PE/VC 行业监管的法律框架	2
3 中国PE/VC 差异化监管概要	8
二、中国PE/VC 基金监管主要法律问题	10
1 PE/VC 基金的发起设立	10
1.1 PE/VC 基金的特殊发起方	10
1.2 PE/VC 基金的特殊背景投资人	12
2 PE/VC 基金的运作管理	20
2.1 管理人登记	20
2.2 管理人入会	22
2.3 募集规范	23
2.4 基金备案	25
2.5 信息披露	27
2.6 从业人员管理	28
2.7 外包服务	29
3 PE/VC 基金的投资	29
3.1 基金架构对基金投资的影响	29
3.2 境内基金境外投资	32
4 PE/VC 基金的税务问题	34
三、结语	37

一、行业概况及监管政策发展

1 中国 PE/VC 行业发展

私募股权投资（“PE”）及风险/创业投资（“VC”）¹的概念于20世纪80年代末²被介绍入中国³。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和VC机构的数量出现了井喷式增长。

20世纪90年代初，以IDG为代表的境外PE/VC机构相继进入中国市场，并于20世纪90年代至2006年的十余年间主导了中国PE/VC行业的发展。在此期间，境外PE/VC机构的主导投资方式为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⁴，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。但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⁵、《中华人民共和国合伙企业法（2006年修订）》（中华人民共和国主席令第55号，“《合伙企业法》”）等与

¹ 一般认为，“私募股权投资”及“风险/创业投资”术语分别是由英文 Private Equity 和 Venture Capital 翻译而来。其中，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含有一定的负面含义，因此现在更为常见的是使用“创业投资”这一术语进行指称。针对“私募股权投资”和“风险/创业投资”两者的关系，行业中存在不同的意见。一种意见是认为“风险/创业投资”指称以早中期创业企业为主要投资对象的投资行为，而“私募股权投资”则主要用于指称以发展成成熟期的非上市企业及上市企业非公开发行股份为主要投资对象的并购投资（“并购投资”）等其他以非公开交易股权资产为投资标的的投资行为；而另一种意见则认为“私募股权投资”涵盖了所有以非公开交易股权为主要投资对象的投资行为，按此理解可以认为“风险/创业投资”为“私募股权投资”的一个重要分支，而“私募股权投资”还包括并购投资等其他以股权资产为投资标的的投资行为。然而，目前中国针对“股权投资”和“创业投资”的监管规则并非完全一致，而私募行业自律组织中国证券投资基金业协会发布的关于私募基金备案的相关指引性文件中，根据投资标的将私募基金类型划分为“证券投资基金”、“股权投资基金”、“创业投资基金”等，可见监管机构层面倾向于将“私募股权投资”和“风险/创业投资”认定为存在区别（而非从属）的两类投资行为。因此，本文中我们将从狭义层面理解“私募股权投资”，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”指代两者同属的以非公开交易股权为主要投资标的的投资行为。

² 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”。

³ 仅为本文之目的，本文提及之“中国”不包含香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区。

⁴ 红筹架构为设立于中国境内的企业为获取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。

⁵ 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。

PE/VC行业密切相关的法律法规逐步修改完善和出台⁶，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。由于中国对外商投资产业、外商投资和外汇的监管，境外PE/VC机构于境外发起设立的外币基金在与中国本土PE/VC机构发起设立的人民币基金争取项目时处于明显不利地位。加上部分海外上市中国公司因财务造假丑闻而遭集体做空，以及海外市场本身对中国公司商业模式的熟悉和关注程度不足导致公司估值不理想等原因，境外资本市场对中概股的热情也因此大幅下降。越来越多的境外PE/VC机构将设立人民币基金和通过本土资本市场退出纳入其中国业务发展战略，积极探索各种参与发起设立及/或管理人民币基金的可行方案。2010年以后，中国本土PE/VC机构和人民币基金发展势头更为迅猛，一些新闻媒体甚至称中国出现了“全民PE”的狂潮。截至2018年2月底，中国证券投资基金业协会（“中基协”）已登记私募基金管理人23,097家，已备案私募基金70,802支，管理基金规模达12.01万亿⁷。

2 中国 PE/VC 行业监管的法律框架

长期以来，中国PE/VC行业的法律监管一直处于滞后的状态，与中国PE/VC行业的蓬勃发展不相适应。直到近几年，中国PE/VC行业的监管才开始发力，监管法律框架逐渐清晰。

“风险/创业投资”这一概念最初于1996年被写入了国内的法律文件⁸，而2003年和2005年对外贸易经济合作部（现商务部）和国家发展和改革委员会（“发改委”）也先后分别牵头制定了《外商投资创业投资企业管理规定》（对外贸易经济合作部等5部门令[2003]年第2号，“《FIVCE规定》”）和《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），明确了关于“外商投资创业投资企业”和“创业投资企业（内资）”的设立、运营相关基本规则。但由于该

⁶ 2006年修订后的《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形式。

⁷ 数据来源于中基协2017年私募基金登记备案综述及2018年2月私募基金登记备案月报。

⁸ 1996年5月颁布并实施的《促进科技成果转化法》（根据《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国促进科技成果转化法〉的决定》（中华人民共和国主席令第32号），此文件已于2015年被修订）中规定“科技成果转化的国家财政经费，主要用于科技成果转化的引导资金、贷款贴息、补助资金和风险投资以及其他促进科技成果转化的资金用途”。此后，中共中央和国务院于1999年8月联合发布的《关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定》中，明确提到“要培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制，发展风险投资公司和风险投资基金，建立风险投资撤出机制，加大对成长中的高新技术企业的支持力度。”由科技部等部门根据《关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定》指定的《关于建立风险投资机制若干意见的通知》（国办发[1999]105号）中就风险投资（又称创业投资）的含义定义如下：“风险投资（又称创业投资）是指向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。”

等规定针对创投企业投资领域、设立条件、企业组织形式⁹等的规定不甚灵活，创业投资企业这一投资载体形式难以满足VC行业的发展需要。2006年8月，全国人民代表大会常务委员会修订通过了新的《合伙企业法》，引入了国际私募基金通用的组织形式——“有限合伙企业”，这一举措对中国PE/VC行业具有里程碑式的意义。此后，经过五、六年的发展，有限合伙这一组织形式逐渐为业内参与各方所理解和接受，在2011/2012年前后开始成为市场上PE/VC基金的主流组织形式。

但针对“私募股权”（即PE），很长一段时间以来，国家未能就其法律地位和合规监管出台任何全国性法律法规，也未能明确PE/VC行业的统一监管机关。在这种背景下，包括北京、上海、天津、深圳等城市在内的各大城市先行先试，出台了促进私募股权投资行业发展的地方性政策¹⁰，针对基金规模、名称规范、投资者最低出资额、财政优惠政策等方面作出了一系列原则性规定。但鉴于这类规定的性质为地方性法规或地方政府规章，各地相关部门在办理股权投资企业的工商注册、税务、外汇等相关事宜时做法不甚统一，各地股权投资企业的设立和运营面临很大的地区性差异和不确定性。

2011年1月和2011年11月，发改委分别印发了《国家发展改革委办公厅关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》（发改办财金[2011]253号）（现已失效）和《国家发展改革委办公厅关于促进股权投资企业规范发展的通知》（发改办财金[2011]2864号）（现已失效），明确了私募股权投资企业设立、资本募集、投资领域、风险控制机制、信息披露制度、备案程序、适度监管和行业自律的管理体制等基本原则，取得了PE/VC行业的监管权限。但该等通知的法律效力层级相对较低，且规定较为原则、简略，难以满足PE/VC行业的发展需求，中国的私募基金行业仍然处于法律上的灰色地带，其合法地位仍难以得到充分认可。

2012年12月，全国人民代表大会常务委员会修订了《中华人民共和国证券投资基金法》（中华人民共和国主席令第71号，“《基金法》”¹¹），首次将“非公开募集基金”（即私募基金）纳入其调整范围，并授权中国证券监督管理委员会（“证监会”）制定相关业务规范，修订后的《基金法》于2013年6月1日起实

⁹ 根据相关规定，内资创业投资企业仅可采取有限责任公司、股份有限公司或法律规定的其他企业组织形式设立，外商投资创业投资企业仅可采取公司制和非法人制组织的组织形式设立。相关规定未能将国际上基金实体惯常使用的有限合伙企业类型作为一种备选的组织形式，因该等规定出台之时中国尚未修改《合伙企业法》引入“有限合伙企业”这一企业组织形式。

¹⁰ 关于当时部分地区相关地方政策的简述，可参阅汉坤法律评述《中国各地私募基金及管理公司设立法规的比较分析》，2011年2月12日，网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/23ed70f551640fc50b137daf76546261.pdf>。

¹¹ 根据《关于修改〈中华人民共和国港口法〉等七部法律的决定》（中华人民共和国主席令第23号），此文件已于2015年被修正。

施。虽然《基金法》中明确规定由证监会对“非公开募集基金”进行监管，但由于《基金法》第二条将该法的适用范围规定为“公开或者非公开募集资金设立证券投资基金进行证券投资活动”，故业内对以非公开交易股权为主要投资标的的PE/VC基金是否适用《基金法》曾一度存在争议。

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；发改委负责组织拟订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。此后，中央编办综合司又在2014年2月《关于创业投资基金管理职责问题意见的函》（编综函字[2014]61号）中，进一步明确由证监会负责拟订创业投资基金的监管政策、标准和规范，并组织开展监督检查。至此，证监会正式从发改委手中接过了对PE/VC行业的主要监管权。

作为对包括PE/VC基金在内的私募基金行业的主要监管机关，证监会授权中基协负责私募基金管理人登记和私募基金备案，并履行对私募基金行业的自律监管职能。2014年2月，根据证监会的授权，中基协率先发布《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》（中基协发[2014]1号，“《**私募登记备案办法**》”）。之后，证监会于2014年8月21日正式发布了《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令第105号，“《**私募暂行办法**》”），明确了私募投资基金及其管理人的备案和登记制度，定义了“合格投资者”，澄清了私募基金管理人的非公开发行活动和披露的要求。《私募暂行办法》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、基金份额还是以投资合同约定的其他投资标的为主要投资对象。2016年12月12日，证监会发布《证券期货投资者适当性管理办法》（证监会令第130号，“《**适当性办法**》”），于2017年7月1日起施行。《私募暂行办法》颁布以后，根据《私募暂行办法》和证监会的授权，中基协又先后制定了《私募投资基金管理人内部控制指引》、《私募投资基金信息披露管理办法》（“《**信批办法**》”）、《私募投资基金募集行为管理办法》（“《**募集管理办法**》”）、《私募投资基金合同指引》、《私募投资基金服务业务管理办法（试行）》（“《**服务办法**》”）等一系列行业自律规则，为贯彻执行《适当性办法》，中基协制定了《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**》”）。近年来，中基协通过开展私募基金登记备案和自律管理工作，初步形成和规范了我国私募基金行业的秩序，中国针对整个私募基金行业的系统性监管规则体系已初见雏形。

然而，总体而言，现有监管规则的法律效力层级仍然偏低，缺乏一部针对私募基金行业的上位法。在此背景下，2017年8月国务院法制办拟定了《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）**》”），公开向社会各界征求意见。《私募条例（征求意见稿）》明确了私募投资基金的定

义、组织形式和投资范围，加强了对私募投资基金参与主体（如私募基金管理人及其出资人和高管人员、私募基金托管人）的要求，对管理人募集活动、投资运作、信息披露进行规范，尤其强调法律责任。值得关注的是，《私募条例（征求意见稿）》所列举的私募投资基金的投资范围不再包括债权类标的，这与近年来中国经济的去杠杆趋势和金融监管层频出新规围堵私募非标业务的监管态度是一致的。此外，《私募条例（征求意见稿）》着重对私募基金管理人的从业要求作出明确规定，包括明确了私募基金管理人不予登记和注销登记的情形，并对其主要股东或合伙人及其高管人员的适格条件作出禁止性规定，相关人员可能会被终身禁入私募行业。不仅如此，《私募条例（征求意见稿）》还大篇幅规定了严格的法律责任，较之《私募暂行办法》，扩大了处罚范围，也增强了处罚力度。《私募条例（征求意见稿）》在《私募暂行办法》的基础上增加了十余项罚则规定，且大多采取了双罚制，即既处罚机构，又处罚直接负责的主管人员和其他直接责任人员；针对具体的违规事项，处罚的金额上限也有所提高。虽然正式稿尚未出台，但监管态度已可见一斑。该条例预计将于不久后正式发布，届时将以行政法规的形式对私募基金的监管规则进行明确和统一。一旦正式发布和实施，其将大大提高私募基金监管的立法层级，也将标志着中国私募基金行业监管体系顶层设计的初步完成。

此外，2017年11月17日，中国人民银行联合中国银行业监督管理委员会（“银监会”）、证监会、中国保险监督管理委员会（“保监会”）、国家外汇管理局（“外汇局”）发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（“《资管新规（征求意见稿）》”），拟为资产管理行业制定统一的监管规则。

《资管新规（征求意见稿）》从产品分类、投资者适当性管理、金融机构受托管理职责、产品代销、投资限制及鼓励、信息披露、第三方托管、资金池、刚性兑付、产品分级、多层嵌套和通道等方面对金融机构的资产管理业务进行了统一规范。《资管新规（征求意见稿）》对于国内资产管理行业和金融市场的影响是毋庸置疑的，但就其是否及如何适用于私募基金，目前尚存在一定争议。从《资管新规（征求意见稿）》对资产管理业务的定义来看，资产管理业务的开展主体为金融机构¹²，而实践中“金融机构”一般指由金融监管部门（通常指一行三会，即人民银行、银监会、证监会、保监会¹³）颁发金融业务经营许可的机构，私募基金管理人通常不被视作包含在“金融机构”的范围内¹⁴。尽管如此，《资管新

¹² 《资管新规（征求意见稿）》第二条规定：“资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。”

¹³ 根据2018年3月13日国务院提请十三届全国人大一次会议审议的机构改革方案，不再保留中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会，将两者合并为“中国银行保险监督管理委员会”。

¹⁴ 现行的法律法规对于私募基金管理人是否属于“金融机构”有不同的界定。例如，在中国人民银行发布的反洗钱相关规范性文件以及金融稳定报告中，私募基金管理人均未被纳入“金融机构”的范围。但在国家税务总局、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于2017年5月9日联合发布的《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》（国家税务

规（征求意见稿）》第二十九条对非金融机构开展资产管理业务仍留有一定的适用空间，即“非金融机构不得发行、销售资产管理产品，国家另有规定的除外。非金融机构依照国家规定发行、销售资产管理产品的，应当严格遵守相关规定以及本意见关于投资者适当性管理的要求”。央行有关负责人在就《资管新规（征求意见稿）》的答记者问中指出，此处“国家另有规定的除外”主要指私募基金的发行和销售。由此，对于私募基金而言，私募基金的发行和销售应遵守国家法律法规针对私募基金监管的相关规定（包括后续正式发布的《私募投资基金管理暂行条例》）；国家法律法规没有规定的，适用《资管新规（征求意见稿）》的要求。特别地，私募基金的发行和销售，应当严格遵守《资管新规（征求意见稿）》关于投资者适当性管理的要求。虽然《资管新规（征求意见稿）》对私募基金行业的具体影响尚待后续正式发布后再作观察，但是，根据目前发布的《资管新规（征求意见稿）》，可以预见其未来可能会在如下方面对PE/VC基金的监管产生影响。

（1）合格投资者认定

《资管新规（征求意见稿）》所规定的合格投资者标准较原先的《私募暂行办法》和《募集管理办法》的规定有所差异¹⁵，目前有观点认为《资管新规（征求意见稿）》会抬高私募基金合格投资者的门槛，因为《资管新规（征求意见稿）》规定了新的自然人合格投资者标准，但亦有观点认为对合格投资者标准的规定就属于《资管新规（征求意见稿）》中“国家另有规定”的范畴。

（2）产品分类

目前中基协将私募基金管理人以及私募基金按照私募证券投资类、私募股权/创业投资类和其他投资类等进行分类，并要求私募基金专业化经营。与中基协的前述分类不同，《资管新规（征求意见稿）》按照投资性质的不同，将私募产品分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品，并针对不同类型的资管产品，在信息披露、认购门槛、结构化设计等方面提出了

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）中，私募基金管理公司以及从事私募基金管理业务的合伙企业均被归为“金融机构”；中基协于 2018 年 1 月 23 日向私募基金管理人发送的关于非居民金融账户涉税信息申报的系统内通知亦明确私募基金管理人和私募基金均属于“金融机构”；财政部、国家税务总局于 2017 年 6 月 30 日联合发布的《关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税[2017]56 号）也明确将私募基金管理人与传统的银行、信托公司等金融机构一并纳入资管产品的管理人的范围。此外，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布并生效后，对于金融机构的监管将日趋完善，为避免 PE/VC 基金成为监管洼地，未来监管部门也有可能参照生效后的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》对 PE/VC 基金进行监管。

¹⁵ 《资管新规（征求意见稿）》第五条规定：“合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人。（一）家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元，且具有 2 年以上投资经历。（二）最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。（三）金融监督管理部门视为合格投资者的其他情形。合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于 30 万元，投资于单只混合类产品的金额不低于 40 万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于 100 万元。合格投资者同时投资多只不同产品的，投资金额按照其中最高标准执行。”

不同的要求。鉴于分类是监管的基础，未来如果私募基金在上述各方面的监管要求要与《资管新规（征求意见稿）》进行统一，可能也会根据《资管新规（征求意见稿）》中的产品分类标准进行分类，或在目前三大类的分类基础上对特定类产品根据其投资性质进一步细分。

此外，《资管新规（征求意见稿）》明确以不低于80%的投资比例作为划分不同类产品的指标，相比于目前中基协根据“主要投资于”某类产品作为区分不同产品的依据¹⁶更加明确。不排除未来私募基金的划分也有将参照《资管新规（征求意见稿）》以特定产品的投资比例作为划分依据的可能。

（3）消除多层嵌套和通道业务

《资管新规（征求意见稿）》规定将禁止多层嵌套和通道业务，同时对于消除多层嵌套和通道的监管目的进行了进一步明确，即旨在打击“规避投资范围、杠杆约束”的监管套利行为，而对于某些“善意通道”，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（征求意见稿）》首先要求金融监督管理部门和国家有关部门应当对各类金融机构开展资产管理业务实行平等准入、给予公平待遇，从根本上抑制目前市场上部分多层嵌套和通道业务的动机；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，不得为其他金融机构的资管产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

中国人民银行有关部门负责人在就《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，也提到了应考虑某些具有“合理需求”的通道业务，对于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”的边界如何判定，仍有待监管部门和市场的进一步验证。

（4）产品分级

《资管新规（征求意见稿）》对于分级产品的设计进行了比较严格的规定，其中可能影响PE/VC基金的规定包括如下三点：（1）投资于单一投资标的私募产品不得进行份额分级，投资比例超过50%即视为单一；（2）权益类产品的分级比例不得超过1:1；（3）分级产品不得直接或间接对优先级投资人提供保本保收益安排。未来监管部门对于PE/VC基金的监管如果与前述规定趋同，将对目前市场中存在分级安排的某些PE/VC基金的分级比例、对于优先级投资人的一些变相担保方式等造成影响。

值得注意的是，《资管新规（征求意见稿）》目前只提到了资产管理产品的

¹⁶ 中基协《有关私募投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》。

发行人或管理人不得提供保本保收益的安排，以及分级资产管理产品不得直接或间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排，但对于与发行人或管理人无关联关系的劣后级投资人或独立的第三方向资产管理产品的投资人提供担保应如何适用尚不明确。

(5) 净值化管理

《资管新规（征求意见稿）》要求，金融机构对资管产品实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险。目前《资管新规（征求意见稿）》仅提出了按照公允价值进行净值化管理的监管方向，关于公允价值的含义以及净值化管理的具体要求，根据《资管新规（征求意见稿）》相关规定，未来还会另行出台具体规则。未来，净值化管理的要求如适用于PE/VC基金，则会对基金管理人的后台管理系统，尤其是资产估值系统提出更高的要求¹⁷。

(6) 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（征求意见稿）》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，为抑制层层加杠杆催生资产价格泡沫，《资管新规（征求意见稿）》对于产品持有人层面的负债也作出了规定，要求资管产品的持有人不得以所持产品份额进行质押融资。未来，监管部门如果参照上述对于产品持有人层面的负债要求对PE/VC基金的投资人进行监管，将对于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造成影响¹⁸。

3 中国 PE/VC 差异化监管概要

承前所述，国内法律文件首先明确的是创业投资基金的概念¹⁹，而始终未对股权投资基金有区别于创业投资基金的专门规定。在很长一段时间内，股权投资和创业投资之间的界限都比较模糊，也因此造成了监管上的一定混乱。

很多业内人士都简单地按照投资阶段来区分股权投资和创业投资，即股权投

¹⁷ 为引导私募投资基金进行专业化估值，2018年3月30日中基协发布了《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》，强化了私募基金管理人作为估值的第一责任人的主体责任，强调了公允价值估值原则，在保持估值技术一致性、设定估值假设前提、使用估值技术的综合考虑因素、估值反向检验方面作出了规定，并提出了五种具体估值方法、适用场景及应用指南。

¹⁸ 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。

¹⁹ 根据《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），创业投资基金主要指向处于创建或重建过程中的未上市成长性创业企业进行股权投资，以期所投资企业成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的私募股权基金。

资的主要对象为成熟期的企业，创业投资的主要对象为早中期的企业。但该种划分可能无法体现股权投资和创业投资的实质区别，且在实操中难以准确界定不同企业的发展阶段。我们理解，股权投资和创业投资的根本区别应在于运作方式。证监会私募基金监管部相关领导指出，并购投资基金是股权投资基金的真正本原，也是股权投资基金的发展方向。而“并购投资基金”这一概念，也是从投资运作方式的角度来描述的，而非指以并购为退出方式的基金。创业投资基金是通过“增量资本供给，支持企业创建”，而典型的股权投资基金，即并购投资基金，则是通过“存量股权受让，支持企业重建”²⁰。究其内核，企业在发展初期，成长性强，但固定资产较少，融资方式有限，因此需要创业投资基金通过增加资本供给的方式，为其带来成长所需的资本支持；而当企业发展到一定阶段，其融资渠道已较为成熟，此时企业可能存在重大的股权结构、组织架构、运营管理问题，需要并购投资基金通过受让存量股权，来促进企业股权结构的重组并改善运营。从股权投资和创业投资的根本区别出发，才能有针对性地对二者进行差异化监管。

在私募基金管理人登记和私募基金备案实践中，中基协目前将“私募股权、创业投资基金管理人”作为管理人机构类型的一大类，区别于“私募证券投资基金管理人”和“其他私募基金管理人”，而未进一步将私募股权投资基金管理人和私募创业投资基金管理人区别开。这可能是按投资标的所作的分类，因为股权投资和创业投资均以企业股权为投资标的。但在私募股权、创业投资基金管理人为其管理的私募基金进行备案时，则只能选择一种基金类型，即必须明确该基金为股权投资基金还是创业投资基金。

在明确基金类型的同时，中基协也对不同类型的基金所允许的投资方式加以明确。中基协在资产管理业务综合报送平台中，对不同基金类型有明确定义。其中，创业投资基金是指主要向处于创业各阶段的未上市成长性企业进行股权投资的基金，并明确新三板挂牌企业视为未上市企业，且对于市场所称“成长基金”，如果不涉及沪深交易所上市公司定向增发股票投资的，按照创业投资基金备案；如果涉及上市公司定向增发的，按照私募股权投资基金中的“上市公司定增基金”备案。证监会相关领导也曾在公开讲话中强调，创投基金不得介入上市公司的股票的交易²¹。在尚未生效的《私募条例（征求意见稿）》中，也有“创业投资基金不得投资于已上市企业的股权”的规定。

明确基金类型，是差异化监管的需要。一方面，股权投资和创业投资运作方式的差别导致对二者的监管重点不同。由于股权投资的投资对象主要是较成熟的企业，成长性已有限，为了取得高投资回报，往往需要借助杠杆，而杠杆又容易导致系统性风险，因此监管部门近来尤其强调“去杠杆”。而由于创业投资的主要对象本身的成长性已能满足高回报的要求，且通常创业企业的融资渠道有限，

²⁰ 请参见：<http://finance.sina.com.cn/hy/hyjz/2016-11-05/doc-ifxxnety7429516.shtml>。

²¹ 请参见：<https://www.chinaventure.com.cn/cmsmodel/news/detail/299254.shtml>。

本身难以撬动杠杆，因此造成系统性风险的可能性相对较小，在这方面的监管力度也会相对较小。

另一方面，股权投资和创业投资运作方式的区别也决定了对二者扶持力度的不同。鉴于创业投资基金对中小微企业和高新技术企业的孵化和助推作用，国家会针对创业投资基金给予一定的扶持政策，体现在税收优惠（详见本报告第二章第4节）以及通过A股IPO退出的减持优惠等方面²²。2018年3月，证监会发布了《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》（证监会公告[2018]4号），上海、深圳证券交易所亦随即出台实施细则，自2018年6月2日起施行，进一步明确上市公司创投基金所投企业上市解禁期与投资期限反向挂钩政策，即符合条件的创投基金，按照截至首次公开发行申请材料受理日其投资期限为36个月以下、36-48个月和48个月以上三种情况，分别可以在90天、60天和30天内减持不超过公司股份总数1%（集中竞价交易方式）或2%（大宗交易方式）的股份。

二、中国 PE/VC 基金监管主要法律问题

1 PE/VC 基金的发起设立

1.1 PE/VC 基金的特殊发起方

1.1.1 国有企业

国有企业发起设立私募基金，根据私募基金实体性质的不同，情况会有所区别。对于公司型或契约型的私募基金，国有企业作为发起方与一般国有企业设立实体或对外投资类似，需要根据作为发起人的国有企业的实际情况，判断是否须履行相关的国有资产交易批准程序、国有产权登记程序等。但是如果发起设立的实体为合伙企业，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，该等情况将面临法律上的障碍。根据目前的市场实践，我们了解国有企业作为普通合伙人发起设立合伙制基金的情形并不少见，主要源于工商登记部门与国有企业监督部门对于“国有企业”的认定标准有所不同。因此在实操中，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部门确认注册无障碍外，也需要与该国有企业的国资主管机关进行确认，以避免违反国有企业的相关规定。

1.1.2 中央/地方政府

随着中央及各地方政府对于金融资本对经济发展作用的认识不断深化，不少政府部门也开始参与发起私募基金，发起的基金主要是引导当地产业发展和招商引资的政府引导基金。实践中，政府部门通过下属投资平台（一般为政府投资公司）下设的子公司作为政府引导基金的发起人，发起设立引导基金，并单独投入

²² 参阅汉坤法律评述《鼓励创业投资再出新政 证监会明确 IPO 审核中创业投资基金持股锁定期》，2017年6月5日，网址：

<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/4afe24ba5fbe623784d69ea11386d9a4.pdf>。

政府财政资金和/或通过引入银行等金融机构以及其它私募基金等社会资本对相关产业的实体或其它私募基金等进行投资。政府引导基金的特点包括：（1）投资目的明确，即通常为支持创新创业、扶持中小企业发展、支持产业转型升级、建设基础设施和公共服务；（2）以引导为主，一些政府引导基金中对社会资金所占的比例有最低要求，同时对于投资标的和返投比例也有要求，以引导社会资金投向相关产业或目标；（3）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，以保证引导基金本金安全，但同时一般会约定让利退出机制以保证优秀的基金管理团队可获得更多的超额收益分配。

1.1.3 保险公司

保险公司原先主要是私募基金市场的资金提供者，而随着2015年保监会发布《关于设立保险私募基金有关事项的通知》（保监发[2015]89号）之后，保险公司正式被允许作为普通合伙人发起设立私募基金（“**险资私募基金**”）。在保险公司满足一定条件并获得保监会批准的情况下，可以设立多种类型的私募基金，包括成长基金、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。截至目前，根据保监会网站的公示，保监会一共批准设立了23家保险资产管理公司。

相比其它私募基金，险资私募基金在募资能力方面有着较大的优势。除了发起人关联方的巨量资金储备之外，尚未获准进行直接私募股权投资的保险公司也是潜在的投资人，实践中保监会允许其投资险资私募基金，间接参与私募股权投资。

1.1.4 证券公司

根据2016年底中国证券业协会发布的《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**》”），证券公司开展私募基金业务需与其自有资金业务隔离开来，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（“**证券公司私募基金**”），但自有资金业务则只能通过设立另类投资子公司予以开展。按照《证券公司新规范》的规定，证券公司私募基金的设立和运营与一般私募基金相比，受制于较多的限制。例如，证券公司私募基金中证券公司自有资金所占比例不能超过全部募集金额的20%，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。根据证监会于2017年7月18日下发的《关于证券基金经营机构子公司规范整改有关工作意见的函》，对根据《证券公司新规范》要求进行整改的证券公司及其各级下设机构，按照“规范一批、恢复一批”的原则：对于已完成整改的证券公司，及时恢复其子公司有关管理人登记和产品备案工作；对于虽未全面完成规范整改但已明确规范后展业平台

（“规范平台”）的，先行恢复规范平台有关管理人登记和产品备案工作。截至2018年2月12日，中国证券业协会官网已先后公布六批证券公司及其私募基金子公司等规范平台名单，该等证券公司及其相关私募基金子公司等规范平台（包括二级管理子公司）的整改方案已获得通过，并可据此在中基协办理有关私募基金管理人登记和产品备案。

1.1.5 银行资管子公司

商业银行理财业务与信贷等其它业务的隔离以及银行托管业务的独立性一直以来都是监管部门关注的重点。《资管新规（征求意见稿）》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；其第十四条则进一步规定，在《资管新规（征求意见稿）》正式出台后的过渡期后，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²³。2018年3月23日，招商银行股份有限公司董事会发布《关于设立招银资产管理有限责任公司的公告》，宣布招商银行拟出资人民币50亿元，全资发起设立国内首家银行资产管理子公司。该资产管理子公司的设立尚需取得有关监管机构的批准。未来《资管新规（征求意见稿）》正式出台后，预计越来越多的商业银行将陆续提出设立资管子公司的申请。

鉴于目前银行理财产品以公募产品为主，未来银行资管子公司发行的产品短期内可能仍会以公募产品为主，但不排除未来新成立的银行保险监督管理委员会、证监会和中基协允许银行资管子公司在中基协登记为私募基金管理人，并根据证监会和中基协的有关规定发行部分私募产品的可能性²⁴。

目前，关于银行资管子公司的具体规则还未出台，银行资管子公司的具体业务范围、主体设立要求、产品销售和代销规则、与母公司的关联交易、适用的法律关系等仍有待监管部门进一步明确。

1.2 PE/VC 基金的特殊背景投资人

1.2.1 外资背景投资人

如上所述，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及/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：

²³ 截至2018年2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（征求意见稿）》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。

²⁴ 2015年底之前，曾有17家商业银行在中基协登记为私募基金管理人。而后，随着私募基金管理人登记制度的进一步规范以及银监会监管的进一步收紧，中基协将商业银行逐步清理出了私募基金管理人名单。

(1) 外商投资创业投资企业²⁵

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日颁布的《FIVCE规定》²⁶设立外商投资创业投资企业（“**FIVCE**”）。根据《FIVCE规定》，FIVCE可采用非法人的中外合作经营企业（“**非法人制FIVCE**”）或有限责任公司（“**公司制FIVCE**”）的组织形式设立。其中，一个或多个境外PE/VC机构在中国境内设立FIVCE时通常采用公司制FIVCE的组织形式，而境外PE/VC机构与中国境内PE/VC机构合作设立FIVCE的情况下则通常采用非法人制FIVCE的组织形式。

根据《FIVCE规定》，每一个FIVCE（无论其采用的组织形式）需有一个必备投资者，其角色和职能类似于采取有限合伙企业组织形式的基金中的普通合伙人。必备投资者需要满足一定的条件，包括但不限于：（1）主营业务为创业投资；（2）在过去的3年内累计管理的资本不少于1亿美元（或在中国投资者作为必备投资者的情况下，不少于1亿元人民币）；以及（3）对FIVCE的认缴出资不少于FIVCE总规模的1%（非法人制FIVCE）或30%（公司制FIVCE）。

在中国关于外商投资合伙企业的相关规定出台之前，非法人制FIVCE作为外资基金投资载体曾一度被广泛采用，主要由于其是最接近有限合伙企业的一种实体组织形式。《FIVCE规定》允许非法人制FIVCE的投资者约定由必备投资者对FIVCE承担连带责任，同时其他投资者以其认缴出资为限对FIVCE承担有限责任（与之相对，公司制FIVCE的投资者均受到有限责任的保护）。同时，非法人制FIVCE还可以选择成为类似合伙企业的透明纳税实体，在这种情况下，理论上FIVCE的收入将不需要在基金层面纳税，而是直接在投资者层面纳税。不过，由于当时很多地方税务机关的操作与法规的要求脱节，导致了众多非法人制FIVCE在设立后实际上无法享受到透明纳税实体的待遇。

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567号，“《**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。一些境外PE/VC机构已着手解散没有进行实质性投资或其投资并没有显著升值的FIVCE。在解散或重组过程中，FIVCE已投资项目可能转让给由同一批投资者设立的有限合伙型基金，但由于这

²⁵ 关于 FIVCE 的更多内容，请参阅汉坤法律评述《“外商投资创业投资企业”将淡出历史舞台？ - 外商投资创投企业“透明纳税实体”税务地位正式废止》，网址：
<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/621f96184cfa886935c765f471e3a88c.pdf>（英文版），
<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/2ae32de1676104cb84c11bf378faa356.pdf>（中文版）。

²⁶ 《外商投资创业投资企业管理规定》已于2015年被最新修订。

种情况很难被认定为免税重组的情形，故可能导致一些税务上的不利，例如不得不承担所得税税负。据我们所知，不少境外PE/VC机构探索过如何在不转移投资利益的前提下将FIVCE重组为有限合伙企业。不过，由于目前还没有法律法规授权FIVCE改制成有限合伙企业，具体方案只能根据个案实际情况分析，且据我们所知，市场上尚罕有此类重组成功的案例。

(2) QFLP 试点²⁷

如前所述，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，而国务院于2009年11月颁布并于2010年3月1日起实施的《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（“QFLP”）试点²⁸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²⁹、深圳、青岛、重庆、贵州（贵阳综合保税区）、福建平潭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

²⁷ 更多关于各城市 QFLP 或 RQFLP 项目的讨论，可参阅下列汉坤法律述评

《深圳<QFLP 试点办法>评述》，网址：

<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/2f35dd4551b2bccfb0bc8ce8f372dddc.pdf>;

《人民币合格境外有限合伙人（RQFLP）试点推行在即》，网址：

<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/a853cc028c36ccbf1c346031b123260d.pdf>;

《上海、天津、北京三地 QFLP 制度比较》，网址：

<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/c01e5068177a72c0e4159faedb44e1c3.pdf>;

《<北京 QFLP 办法>解读》，网址：

<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/7ed1b1ec937559e67827278d14602b6e.pdf>;

《近期上海外商投资股权投资（QFLP）试点工作政策解读会纪要》，网址：

<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/2ac6cbbabef9fda11ede072f90a666e.pdf>;

《深圳新版<外商投资股权投资企业(QFLP)试点办法>解读》，网址：

<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/5224dd932a1355c635a00f6b5424b092.pdf>。

²⁸ 北京、天津、重庆、深圳、青岛、贵州、福建平潭都跟着以上海为蓝本推出各自的 QFLP 试点项目。到目前为止，在 QFLP 试点城市中，上海在这方面较为成功。

²⁹ 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 试点申请更快捷，亦无在当地设立外商投资股权投资管理企业的硬性要求。

³⁰。2018年3月27日，福建省平潭综合实验区管委会办公室亦发布了《开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法（试行）》（岚综管办[2018]50号，“《平潭QFLP办法》”），在境外投资者自有资产规模及管理资产规模、股权投资企业认缴出资额方面，《平潭QFLP办法》对港澳台投资者相较于非港澳台境外投资者提出了更加优惠的条件。

与需要缴纳25%的企业所得税的FIVCE相比，QFLP基金作为一个有限合伙企业，在基金层面可作为透明纳税实体，享受税收穿透待遇³¹。而与境外基金相比，由于国家外汇管理局对QFLP基金的审批是前置的（即在基金设立的时候就已获得批准），因此QFLP基金设立后可直接在托管银行办理结汇，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³²。另外，对于未曾管理过境内基金的境外PE/VC机构而言，QFLP基金还能带来一定的声誉、政府关系等无形优势。迄今为止，已有数十家境外机构在上海获得了QFLP试点资格，其中包括黑石、凯雷、3i、弘毅、赛富、富达等知名投资机构。

在过去七年中设立的QFLP基金通常采取三种基本架构安排（每一种架构都存在不同的变体）：（1）准内资模式，即由境外PE/VC机构设立一个外商独资企业作为境内有限合伙企业的普通合伙人/管理公司，只向境内投资者募集人民币资金（如黑石QFLP基金）；（2）合资模式，即由境内外PE/VC机构共同合资设立一个普通合伙人/管理公司，并同时向境内外投资者募集资金（如凯雷/复星QFLP基金）；（3）纯外资的模式，即由外国PE/VC机构设立并运营普通合伙人/管理公司，并仅向境外投资者募集外币资金（如富达亚洲QFLP基金）。

QFLP基金尽管有其优势，但仍存在一些制度安排层面的问题，面临一些有别于纯内资人民币基金的特殊限制。其中一个重要的问题即为QFLP基金在对外

³⁰ 相较原先相关规定，《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。

³¹ 在实践操作中，不同的地方税务机关可能会要求QFLP按25%的居民企业标准缴纳企业所得税，或按5%-10%的标准缴纳预提所得税。

³² 《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，“19号文”）颁布后，在实践中，不乏银行以经营范围不包含“股权投资”为理由拒绝一般性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可以用于境内股权投资仍以该股权投资行为明确包含在企业的经营范围为前提。因此，虽然19号文对非以投资为主要业务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。2016年6月9日，国家外汇管理局发布了《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，“16号文”）。16号文在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。16号文和19号文旨在使国内其他地区和QFLP试点区域站在同一起跑线。然而，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PE/VC机构筹划设立外商投资股权投资企业的首选地。

投资时是否适用外商投资产业准入政策的问题。在上述三种QFLP基金通常采取的架构模式中，采取第（2）、（3）种架构安排的QFLP基金在中国现行法律框架下被视为境外投资者³³，故其在进行投资时应走和离岸基金一样的外商投资审批程序（但我们也注意到，在部分省份，QFLP投资境内企业有按外商投资企业再投资而非境外投资者直接投资的方式处理的先例）（另外，如前所述，QFLP在结汇方面与境外投资人亦有不同）；而针对采用第（1）种架构安排的QFLP基金，就其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》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，针对采取上述第（1）种架构安排且普通合伙人/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，发改委在其向上海市发改委下发的复函中，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》规定。

另外，此次《深圳新QFLP办法》第十六条明确规定，外商投资股权投资企业应当以《外商投资产业指导目录》为导向，直接投资于实业³⁴，不允许以母基金（FOF）模式设立外商投资股权投资管理企业。此规定无疑为深圳QFLP通过下设SPV或利用母子基金等形式间接投资于运营公司的操作之可行性带来疑问。

（3） RQFLP 试点

此外，基于QFLP试点延伸出的变体制度之一——人民币合格境外有限合伙人（“RQFLP”）试点也是境外投资人投资境内人民币基金的一种途径。截至目前，除《青岛市开展合格境外有限合伙人试点工作暂行办法》中明确提及RQFLP外³⁵，相关监管机构尚未就RQFLP制度发布任何详细规定。个别地区虽未

³³ 《商务部关于外商投资管理有关问题的通知》（商资函[2011]72号）规定，以投资为主要业务的外商投资合伙企业被视同境外投资者。尽管如此，据我们所知，QFLP基金在上海之外的其他省市投资时是作为境外投资者投资还是作为外商投资企业再投资、被投资的内资企业是否需要变更为中外合资企业，各地做法并不完全一致，在若干省市，实践中QFLP基金的投资按照外商投资企业境内再投资办理，被投资企业不需变更为中外合资企业。

³⁴ 《新QFLP办法》第十六条：“外商投资股权投资企业应当以《外商投资产业指导目录》为导向，直接投资于实业；禁止以基金中的基金（FOF）模式设立外商投资股权投资管理企业。外商投资股权投资企业的普通合伙人与有限合伙人为同一控制人时，该同一控制人出资占比不超过50%。外商投资股权投资管理企业和外商投资股权投资企业不得从事法律法规禁止从事的事项。”

³⁵ 《青岛市开展合格境外有限合伙人试点工作暂行办法》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RQFLP，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

对RQFLP作出明确规定，但存在个案试水的情况。相较于QFLP，RQFLP最大的区别在于其境外投资人以离岸人民币资金而不是外币资金投资于外商投资股权投资企业，但由于RQFLP基金受限于中国人民银行对基金离岸人民币使用的管制等原因，相对而言RQFLP试点并不甚成功。迄今为止，只有少数企业在上海、深圳等地获得RQFLP试点资格。

1.2.2 国资背景的投资人

在中国市场中存在大量财力雄厚的国资背景企业，他们是在中国募集PE/VC基金的重要资金来源³⁶。

对于拟在中国向国资背景企业募集资金的所有PE/VC机构，在决定是否接受国资背景企业投资之前，国有股转持原是其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。49号文的正式生效实施，意味着关系众多PE/VC基金切身利益的国有股转（减）持制度可能将成为历史。49号文建立了划转部分国有资本充实社保基金实施方案，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”），而不再针对拟境内上市的公司，划转对象也仅限于49号文划转范围主体的股权。由此，含有国有成分的相关PE/VC基金作为拟境内上市公司的股东时，可能将无须再面临国有股转持义务确认的问题。

值得注意的是，49号文并不影响企业国有资产相关的其他现行监管规定，因此，如一支PE/VC基金的潜在投资者中含有国资背景企业，则PE/VC机构应提前考虑PE/VC基金是否会因国资投资者的参与导致基金所持资产被认定为国有资产，进而导致PE/VC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审批、资产评估、进场交易等程序（详见本报告第二章第3.1.3节）³⁷。

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。”

³⁶ 近年来，越来越多的国资背景企业也积极寻求发起设立PE/VC机构来自行募集设立并管理PE/VC基金，以求以更加主动的方式参与到PE/VC行业的高速发展中来。国资背景企业作为普通合伙人发起设立PE/VC基金也伴随着一系列特殊的问题。如国资背景企业拟作为普通合伙人发起设立基金，则其将面临的第一个问题即为其在中国现行法律下是否被允许的问题。中国《合伙企业法》明确禁止国有企业担任普通合伙人，但此处“国有企业”具体包括哪些实体尚不明确，不同政府部门采用的标准也各有差异。根据国家工商总局的定义，国有企业仅指全民所有制企业，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。

³⁷ 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条例》、《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》（

1.2.3 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（包括以股权投资基金和其他金融产品为通道）。

截至2017年9月末，超过100家的保险机构投资了120多家私募股权投资基金管理公司，设立了230多支私募基金，累计投资规模超过5000亿元，成为私募股权基金市场的重要机构投资者³⁸。

对于一线PE/VC机构而言，保险公司是其在境内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1月底，保险公司总资产为169,052.81亿元人民币³⁹）。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。保监会对于保险资金投资PE/VC基金过程中涉及各主体及相关条件，包括基金管理机构的注册资本⁴⁰、目标基金规模⁴¹、目标基金向单一被投资企业投资比例⁴²、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⁴³等均提出了不同要求⁴⁴。

1.2.4 社保资金

对于一线PE/VC机构而言，全国社会保障基金（“全国社保基金”）也是其

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。

³⁸ 《私募基金市场的重要参与主体——保险资金》，中国保险资管协会执行副会长兼秘书长曹德云 2017 年 11 月 5 日演讲实录。

³⁹ 《2018 年 1 月保险统计数据报告》，网址：<http://www.circ.gov.cn/web/site0/tab5257/info4101774.htm>。

⁴⁰ 根据《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），保险资金投资股权投资基金，发起设立并管理该基金投资机构的资本要求，调整为注册资本或实缴资本不低于 1 亿元人民币。

⁴¹ 根据《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），保险资金投资的创业投资基金单只基金募集规模不超过 5 亿元。保险资金投资股权投资基金的，单只目标基金规模不低于 5 亿元。

⁴² 根据《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），保险资金投资的创业投资基金，单只基金投资单一创业企业股权的余额不超过基金募集规模的 10%。保险资金投资股权投资基金情况下，法规层面没有该等对于目标基金向单一被投资企业投资比例的限制。

⁴³ 根据《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），保险资金投资的创业投资基金，基金普通合伙人（或基金管理机构）及其关联方、基金主要管理人员投资或认缴基金余额合计不低于基金募集规模的 3%。保险资金投资股权投资基金情况下，法规层面没有该等对于管理团队在目标基金中的跟投比例的限制。

⁴⁴ 险资投资股权基金主要适用《保险资金运用管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会令 2010 年第 9 号）、《保险资金投资股权暂行办法》（保监发[2010]79 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）以及《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）；险资投资创投基金则主要适用《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）。

在中国募资所追寻的金主之一。自2008年5月起，全国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全国社保基金总资产（按成本计）的10%（截至2016年底，全国社保基金总资产为20,423.28亿元人民币⁴⁵）。截至目前，全国社保基金尚未获准投资境外PE/VC基金。

此外，根据全国社保基金理事会于2017年6月13日发布的《社保基金年度报告（2016年度）》，全国社保基金拟参与出资设立中国政企合作投资基金及基金管理公司，加大投资市场化股权投资基金的力度，力求稳定的投资收益。

1.2.5 第三方资产/财富管理机构资金

尽管保险公司和全国社保基金具有前述的资金优势，但对于大多数PE/VC机构而言，仍是可望而不可及。因此，越来越多的此类PE/VC机构将目光投向了数量众多的第三方资产/财富管理机构。随着中国富裕人群和宽裕中产阶级的高速增长，诸如信托公司、证券公司、公募基金公司及其子公司以及其他私人财富管理机构正在PE/VC行业扮演着越来越重要的角色。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，且不同类别的机构对投资者适当性的要求也各不相同。而对于财富管理机构等背后投资人多为高净值个人的投资机构，为了向尽可能多的高净值个人募集资金，同时又符合私募相关规定，这些机构也多数会选择用契约型基金/资管计划这些可以容纳较多投资人的载体作为投资工具。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，这些机构对PE/VC私募基金进行投资后，可能使其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，如需接受，需尽量在法律文件中约定清楚未来的解决方案，以免日后就整改清退事宜产生纠纷。

1.2.6 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⁴⁶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

⁴⁵ 《2016年全国社会保障基金理事会社保基金年度报告》，网址：
http://www.ssf.gov.cn/xxgk/tzycb/cwbg/201706/t20170612_7282.html。

⁴⁶ 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。

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，2017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0.16%⁴⁷）。

尽管存在前述限制，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）益权转让等安排间接投资PE/VC基金的案例。这类做法的主要原因在于，法律法规允许商业银行理财资金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。值得注意的是，2016年7月27日由银监会下发至各银行的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》中明确规定，商业银行理财产品不得直接或间接投资于境内上市公司公开或非公开发行或交易的股票及其受（收）益权、或非上市企业股权及其受（收）益权。该文仍处于征求意见阶段，尚未正式生效。如果未来正式出台的规定中该条款得以保留，则商业银行理财资金通过嵌套信托计划、其他资产管理计划或受（收）益权等结构间接投资PE/VC基金的安排将受到挑战。此外，《资管新规（征求意见稿）》亦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⁴⁸。如《资管新规（征求意见稿）》按现有规定正式实施，银行理财资金的投资还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。

2 PE/VC 基金的运作管理

2.1 管理人登记

根据《私募登记备案办法》和《私募暂行办法》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。

完成私募基金管理人登记需满足相当的门槛和条件。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

⁴⁷ 《中国银行业理财市场报告（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/2018-02-22/192483164.html>。

⁴⁸ 《资管新规（征求意见稿）》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）。”

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》”），作为中国律师事务所出具私募基金管理人登记法律意见书的指导性文件。除对律师出具法律意见书作出原则性规定外，《法律意见书指引》也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的若干方面，包括但不限于存续情况、名称及经营范围、专业化经营、股权结构、实际控制人、关联方、从业人员、营业场所、资本金、内控制度、外包情况、高管从业资格、诚信记录及涉诉情况等。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前述各具体方面的要求。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、列入严重违法失信企业名单、高管人员存在重大失信等⁴⁹。从中基协于2017年12月20日公布的第一批不予登记的申请机构及所涉律师事务所、律师情况来看，上述六种情形中前三种所占比例最大，分别出现20次、42次、11次。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、通报相关司法行政机关和律师协会等工作机制。

除聘请律师事务所出具法律意见书外，在私募基金管理人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私募基金管理人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。申请机构有5次补正申请材料的机会，如退回补正超过5次，机构申请将会被锁定3个月。因此，虽然中基协声明对于私募基金管理人登记的审核并非行政审批，但实际上，私募基金管理人登记的难度相当高。

⁴⁹ 《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、中国证监会和中国证券投资基金业协会规定的其他情形。

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对外进行公示，私募基金管理人一旦完成登记，即可以其名义进行私募基金的募集设立并为其管理的私募基金申请备案。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。

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》，向社会公开选取律师事务所、会计师事务所参加入会核查，并于2016年9月28日发布了《关于公布第一批入会核查专业中介服务机构名单的公告》。本所有幸成为了第一批参与入会核查的四家专业机构之一，协助中基协开展对部分私募基金管理人的入会核查工作。

在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后，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，入会申请材料包括入会申请书和会员登记表、申请机构及会员代表人的基本资料，以及未来一年的持续经营计划、历史经营情况说明、营业场所的合法使用权证明、资本金验资文件和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一份入会法律意见书。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。

虽然根据《基金法》规定，基金管理人、基金托管人应当加入基金行业协会，但实践中，在很长一段时间内，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。

私募基金管理人之所以大多积极争取入会，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）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。

2.3 募集规范

随着国内私募基金行业的热潮和市场的不断壮大和发展，大量涌现的私募基金管理人中亦不乏有鱼龙混杂、良莠不齐的情况，一些机构甚至从事公开募集、内幕交易、以私募基金为名的非法集资等违法违规活动。面对市场上这些不和谐的现象，各方监管部门也逐渐发力，前后相继出台了一系列的法律法规、自律规则⁵⁰，从上位法到下位法逐渐细化对私募基金的募集规范要求，同时也对私募基金管理人提出了更高的注意义务、申报义务要求。自此，私募行业的关键词慢慢从“创新”和“发展”往“合规”和“监管”过渡。

2.3.1 募集管理办法

中基协于2016年4月15日发布了《募集管理办法》，2016年7月15日起正式施行，给中国的私募基金行业带来了不小的冲击。根据先前《私募暂行办法》的原则性规定，私募基金管理人必须用投资者调查问卷的方式逐一确定合格投资者，并准备书面的风险提示函交由投资者签字确认。而《募集管理办法》则进一步规定了调查问卷和风险提示函必须包含的主题和问题，并明确基金募集应当履行特定对象确定、投资者适当性匹配、基金风险提示、合格投资者确认、投资冷静期、回访确认的程序。同时，《募集管理办法》还明确了只有已登记的私募基金管理

⁵⁰ 包括但不限于2016年7月15日正式施行的《募集管理办法》（中国证券投资基金业协会发布），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）。

人和在证监会注册取得基金销售业务资格并已成为中基协会员的机构才有权开展私募基金募集活动，并对资金募集过程中的宣传推介行为准则、通过互联网媒介募资等一系列问题作出了具体规范和限制。此外，《募集管理办法》还要求所有从事基金募集工作的人员都必须取得基金从业资格并参加后续相关的执业培训课程⁵¹。

2.3.2 适当性管理新规

前文所述的证监会发布的《适当性办法》将作为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、期货及其他衍生品外，也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日正式发布了《适当性实施指引》（与《适当性办法》合称“适当性管理新规”）。

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应当将投资者分为“专业投资者”⁵²和“普通投资者”。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，但私募基金管理人及相关销售机构不得将任何其他机构的转化结果决定作为参考依据，直接将相关普通投资者转化为专业投资者；（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/销售机构或产品的信息有明确的认识和评估，包括但不限于管理人/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

⁵¹ 《募集管理办法》没有明确说明该人员的定义范畴，也没有明确“募集业务”的具体所指，但结合《募集管理办法》的规定及此前中基协的起草说明，通常理解该等人员应覆盖所有与投资者直接接触的从事基金销售、推介工作的人员。

⁵² 根据《适当性办法》，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、企业年金等养老基金，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。”

费用及费率等⁵³；（3）规范基金管理人/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、普通投资者回访制度、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。

2.3.3 募集管理办法与适当性管理新规的衔接

其实“适当性管理”的原则并非适当性管理新规所首创，《募集管理办法》也对“适当性匹配”进行了简单的原则性规定。因此，一定程度上，适当性管理新规可以被视为对“适当性管理”流程的具体细化。从适当性管理新规的内容出发，其实际涵盖了《募集管理办法》中的各个环节，例如特定对象确定程序、风险揭示等。因此，在既有重合又有差异的《募集管理办法》和适当性管理新规同时适用的当下，两者之间的统一协调也成为了私募基金市场讨论的重要话题，包括但不限于普通投资人、专业投资者、当然合格投资者募集程序的适用和豁免，私募基金风险评级的具体标准和认定等。

2.4 基金备案

自2017年4月起，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。较之此前的“私募基金登记备案系统”，资产管理业务综合报送平台所要求的基金备案申请材料更为具体。资产管理业务综合报送平台的信息填报要求在方便中基协的信息统计工作的同时，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⁵⁴。

2.4.1 专业化经营与基金类型

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”等机构类型以及对应的业务类型中仅选择一类机构及业务类型进行登记；基金管理人只可备案与已登记业务类型相符的私募基金。与此同时，资产管理业务综合报送平台亦遵循该等原则设置，只有在该平台完成专业化经营整改的基金管理人方可提交新增私募基金备案申请。

⁵³ 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《适当性实施指引》并无附有前述的附表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。

⁵⁴ 此前已有私募基金因未及时完成基金备案而导致无法及时划拨投资款、其参与的定向增发交易直接中止或无法开展的案例。

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》，除了私募证券投资基金和私募股权/创业投资基金，还有一类“其他私募投资基金”，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，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，中基协洪磊会长在第四届中国（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⁵⁵；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《私募投资基金备案须知》（“《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新增申请和在审申请。这一要求意味着原来大量作为其他类私募投资基金进行备案的产品，都很难再得以基金备案。这一要求也是金融监管层围堵私募非标业务的监管态度的体现。不过，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2018年2月12日以来，截至2018年3月27日，仍有超过200支其他类私募投资基金成功完成备案。受限于公开渠道所公示的信息，我们难以确知该等其他私募投资基金具体的投资方式和投资标的。但同时，通过公开渠道可以查知，自2017年10月起至今，再无其他类私募基金管理人完成私募基金管理人登记，这也从另一个侧面体现出监管层的态度。

2.4.2 募集监管账户

为响应《募集管理办法》对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”的要求，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之处。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。

2.4.3 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

⁵⁵ 请参见：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/392653.shtml>。

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⁵⁶。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人事方面的安排，以避免影响基金备案进度，进而影响基金的对外投资。

2.4.4 穿透核查合格投资者

《私募暂行办法》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，或是中国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⁵⁷。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。

2.4.5 与适当性管理新规的衔接

目前，资产管理业务综合报送平台对私募基金备案的相关文件及信息填报要求仍仅基于《私募暂行办法》和《募集管理办法》，例如基础材料包括但不限于私募基金合同、投资者风险调查问卷、募集结算资金专用账户监督协议、计划说明书/招募说明书/推介材料、投资者明细、风险揭示书、实缴出资证明等，尚未根据适当性管理新规对填报内容或上传材料进行相应调整，但不排除不久的将来监管机构会通过调整基金备案系统的调整，在实操层面对私募基金管理人和私募基金进行更严格的合规监管。

2.5 信息披露

中基协近年来发布了多项规范私募基金信息披露的规范性文件，分别规定了基金管理人应向投资者履行信息披露义务，并按要求向协会报送及备份信息披露信息。其中最主要的是2016年2月4日发布的《信批办法》、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

⁵⁶ 根据目前的实操，对于员工跟投，中基协往往会要求同时上传“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和服务关系。

⁵⁷ 《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。

股权（含创业）投资基金》（“《2号指引》”）。

此外，《信批办法》第五条所提到的私募基金信息披露备份平台（<http://pfid.amac.org.cn>）（“备份系统”）也已于2016年10月10日和2017年1月13日分两个阶段正式上线，已在中基协备案过的私募证券投资基金和私募股权（含创业）投资基金都应通过该备份系统进行信息披露文件备份。根据中基协2017年1月13日发布的《推进信息披露工作 积累私募行业信用——私募基金信息披露备份平台全面上线运行》（“《备份系统上线通知》”），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。针对私募证券投资基金，投资者可以登录查询相关备份信息，而针对私募股权（含创业）投资基金，该系统仅用作协会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。

根据《备份系统上线通知》，中基协下一步还将制作针对FOF基金的信息披露指引，进一步完善私募基金信息披露行业规范⁵⁸。

2.6 从业人员管理

在过去的两年间，中基协对基金从业人员的相关管理要求逐渐完善。

自2015年6月16日中基协发布《关于基金从业资格考试有关事项的通知》（中基协字[2015]112号），对基金业从业人员的从业资格进行明确规定后，2016年2月5日的《公告》进一步明确了私募基金管理人高管人员从业资格的相关要求，并陆续通过《私募基金登记备案相关问题解答（九）》、《私募基金登记备案相关问题解答（十一）》、《私募基金登记备案相关问题解答（十二）》对《公告》中关于私募高管人员资格的相关要求加以补充，并对实践中发现的新问题作出及时的反馈。2017年6月26日，中基协进一步发布《关于基金从业人员资格管理实施有关事项的通知》（中基协字[2017]100号），对除高管人员以外的一般基金从业人员的基金从业资格取得和注册进行了规定。

根据中基协的规定和目前的实践要求，私募基金管理人至少需要有2名高管人员，其中法定代表人/执行事务合伙人（委派代表）和合规/风控负责人必须取得基金从业资格；高管人员应当与任职机构签署劳动合同，不得在非关联的私募机构兼职，且一般情况下，除法定代表人以外的高管人员均不得有任何兼职（无论是否关联机构或是否私募机构）；在关联私募机构兼职的，中基协可能要求其说明在关联机构兼职的合理性、胜任能力、如何公平对待服务对象等。中基协重点关注在多家关联机构兼职的高管人员履职情况，但暂未对在非关联的非私募机构兼职的情形作出明确要求。

⁵⁸ 关于新系统信息披露的要求，详情请参见汉坤评述，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/85549c9de95d1ab94119ea1306a698a3.pdf>。

高管人员可以通过考试和资格认定（后者的门槛条件较高）两种方式取得基金从业资格，而一般从业人员只能通过考试取得基金从业资格。中基协认可的考试科目包括：中基协组织的科目一《基金法律法规、职业道德与业务规范》、科目二《证券投资基金基础知识》、科目三《私募股权投资基金基础知识》，中国证券业协会组织的《证券投资基金》、《证券市场基础知识》、《证券投资基金销售基础知识》（该三个科目已停止组织考试）。需注意的是，通过基金从业资格考试并不等于取得基金从业资格，相关从业人员在通过相应的考试科目组合后，需由所在任职机构向中基协申请其基金从业资格注册，并取得载明有效期的基金从业证书。根据我们向中基协的咨询情况，未在私募机构实际从业、仅自行通过基金从业资格考试的人员，尚无法自行注册取得基金从业资格。

已取得基金从业资格的从业人员需完成每年度不少于15学时的后续培训（可选择面授培训或远程培训），并通过所在机构每两年参加中基协组织的从业资格年检。每个私募基金管理人须指定一名资格管理员，由资格管理员负责进行本机构从业人员的注册、变更、离职备案、年检等工作。

2.7 外包服务

2017年3月1日，中基协发布了《服务办法》，规范了基金管理人委托私募基金服务机构（“服务机构”）提供“份额登记”、“估值核算”、“信息技术系统”、“基金募集”和“投资顾问”五类服务业务的主要环节；除列示该五类服务业务的共同原则性要求以外，《服务办法》重点规定了“份额登记”、“估值核算”和“信息技术系统”三类服务业务的资质条件及业务规范，剩余两类则规定由中基协另行制定相关细则。

与基金管理人类似，中基协也对服务机构提出了一定的门槛和条件。按照《服务办法》，拟从事服务业务的服务机构应向中基协申请登记，在私募基金服务业务登记系统⁵⁹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。中基协随《服务办法》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。该指引指出了律师进行尽职调查时必须核查的若干方面，包括但不限于实缴资本、治理结构、从业人员、营业场所、内控制度和风险管理机制、申请机构及高管诚信记录及涉诉情况等。此外，《服务办法》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，包括委托前需对该等服务机构开展尽职调查、需选择已在中基协完成登记并成为中基协会员的服务机构等。

3 PE/VC 基金的投资

3.1 基金架构对基金投资的影响

⁵⁹ 系统链接：<http://fo.amac.org.cn>。

3.1.1 投资者人数⁶⁰

PE/VC私募基金投资者人数对于投资的影响主要体现为其投资的拟上市/已上市或拟挂牌/已挂牌公司股东人数穿透计算后是否超过200人，穿透核查一般穿透至自然人、国资委、上市公司/股份公司（视具体情形而定）。虽然针对不同情形（如IPO、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）对基金穿透核查的尺度存在一定差异，但基本原则为，非专门投资于目标公司的已备案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一般应当穿透计算人数，但可能都被要求穿透核查最终投资人的身份情况和资金来源。在私募基金需穿透计算且本身投资者人数较多时，可能面临被投资企业要求其整合投资者或提前退出的情况。

3.1.2 组织形式

在实务操作中，若私募基金的直接或间接投资人存在信托计划、契约型私募基金、资产管理计划（即所谓的“三类股东”），则可能会对被投资企业境内上市造成障碍⁶¹。截至目前为止，在证监会企业上市审核实践中少有正式认可契约型私募基金、资产管理计划、信托计划作为拟上市公司股东（或存在于拟上市公司股东架构中）的先例。究其原因，一般理解主要是因为法律法规和证监会要求拟上市公司股权清晰、稳定，而信托计划、契约型基金、资管计划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，但这类架构仍可能面临被证监会穿透核查的风险。不过，证监会对于三类股东作为拟上市公司股东（或存在于拟上市公司股东架构中）的情况并非绝对禁止。自2016年下半年以来，先后有常熟汽饰（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）四个虽股东架构中含资管计划但最终仍成功过会的案例，而长川科技（2017年4月17日上市）则是公司股东架构中含契约型基金成功过会的第一例。2018年1月12日，证监会通过新闻发布会的方式，对于新三板挂牌公司申请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

⁶⁰ 关于股东人数穿透尺度更为详细全面的分析，请参阅汉坤法律评述《股东人数穿透尺度》，网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/dad09cab87977e7dc14badba3006bdd1.pdf>。

⁶¹ 实践中前述投资类计划投资拟新三板挂牌企业、新三板挂牌企业定增及上市公司定增并无实质障碍。但投资上市公司定增可能面临更严格的穿透披露和人数合并计算的要求。

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”中持有权益应进行核查；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，新三板公司广东文灿压铸于2018年3月13日成功过会，再次证明“三类股东”对于拟上市/挂牌公司不会构成绝对障碍。但是，实践中“三类股东”的穿透披露等问题还有待进一步解决。

3.1.3 国资影响

若PE/VC基金中含有国资成分，则可能会导致基金的投资面临相关规定的限制。该等限制主要体现在以下几个方面：

(1) 交易审批

若其被认定为《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32号）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”），则其拟进行产权转让（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）⁶²。

(2) 资产评估

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对应的审批或备案程序。

(3) 进场交易

除部分可进行非公开交易的特殊情形，若其属于32号文主体，则其进行产权转让、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。

3.1.4 外资限制

外资成分可能会使得私募PE/VC基金在中国境内的投资受到外资行业准入的限制。根据《商务部关于外商投资管理有关问题的通知》（商资函[2011]72号）和《外商投资合伙企业登记管理规定（2014修订）》（国家工商行政管理总局令第63号），以投资为主要业务的外商投资合伙企业视同境外投资者，其境内投资应当遵守外商投资的法律、行政法规、规章⁶³。因此，从事《外商投资产业指导目录》限制类项目的外商投资合伙企业应经登记，且外商投资合伙企业不得

⁶² 实践中，一些地方工商局在企业进行权益转让的工商变更登记前，可能会穿透核查企业所有层面的权益持有人直至自然人或上市公司。若企业任何层面的权益持有人中含有国资成分，无论国资成分比例，地方工商局都有可能要求企业参照对32号文主体的相关要求进行评估和进场交易等程序。

⁶³ 《外商投资合伙企业登记管理规定（2014修订）》第六十二条：“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。”

从事《外商投资产业指导目录》禁止类项目，否则将可能遭受相关处罚⁶⁴。

因此，如果人民币PE/VC基金（无论是普通合伙人、有限合伙人还是直接、间接投资人层面）存在外资成分，则需要考虑其外资成分对人民币PE/VC基金被投资企业的影响。在上述一般性外资准入限制的原则下，特殊行业的主管部门一般还会有其各自适用的外资准入限制细则，境内投资领域常见的受外资限制的特殊行业包括互联网、文化娱乐、新闻出版等行业。虽然《外商投资产业指导目录》以及其他相关法律法规可能并未明文禁止外商投资所有该等业务领域，但在实践中，相关监管部门的核查标准十分严格，一旦发现其背后架构中存在外资成分（对于外资成分的审核采用穿透核查方式），该企业将无法申请或被吊销已获得的相关资质或证照，如增值电信业务经营许可证、网络文化经营许可证等，从而对其业务经营及上市造成实质性障碍。

此外，如本报告第二章第1.3节所述，虽然上海《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》中另有规定，且各地实践中对于部分QFLP基金及其被投企业的性质认定存在差异，但根据前述商资函[2011]72号、国家工商行政管理总局令第63号、国家发改委复函、《深圳新QFLP办法》以及其他各地QFLP相关规定的内容判断，QFLP基金（无论其外资所占比例）应按照外资政策法规进行管理，其项目投资适用《外商投资产业指导目录》。

在中国境内设立的外商投资企业可以直接成为PE/VC基金（合伙制等）的投资人。但非投资性的外商投资企业将资本金结汇成人民币用于股权投资存在实际障碍。因此，在实践中，外商投资企业较多地利用其在境内的人民币利润作为投资资金。

3.2 境内基金境外投资

随着中国PE/VC行业的高速发展和中国本土PE/VC机构的逐步发展壮大，越来越多的PE/VC机构不再满足于对中国境内投资标的投资，而开始将目光投向海外。同时，作为PE/VC机构重要资金来源的中国高净值个人财产的国际分配需求越来越大，也对PE/VC机构在投资运作和全球资产配置等方面提出了新的要求。而随着暴风科技于2015年3月登陆中国A股创业板并获得巨大成功，大量PE/VC机构也争先恐后募资出境，参与到中国海外上市红筹企业回归的狂潮中。2017年12月29日，万众瞩目的360借壳江南嘉捷重组事项获证监会有条件通过。

2014年起，境外直接投资（“ODI”）已由审批流程变更为备案流程，简化了原来的行政程序，同时部分城市的自贸区也施行了更为便捷的ODI备案程序。许多渴望通过ODI出境投资的PE/VC机构纷纷在这些地区设立了特殊目的企业

⁶⁴ 《外商投资合伙企业登记管理规定（2014修订）》第五十一条：“从事《外商投资产业指导目录》禁止类项目的，或者未经登记从事限制类项目的，由企业登记机关和其他主管机关依照《无照经营查处取缔办法》规定处罚。法律、行政法规或者国务院另有规定的，从其规定。”

办理资金出境业务。对于希望投资离岸二级市场、离岸股权投资或创业投资基金及对冲基金的企业，上海、天津和青岛的合格境内有限合伙人（“QDLP”）试点项目、深圳的合格境内投资者境外投资（“QDIE”）试点项目和合格境内机构投资者（“QDII”）项目给这些机构提供了更多选择。值得一提的是，近期QDLP和QDIE试点项目有重新放开的趋势，据媒体报道，上海金融办在2018年初已向部分境外资产管理机构发放了若干张QDLP牌照，这对于境外资产管理机构来说是个利好消息。

2016年，中国企业开展ODI的规模有了极大的增长。然而，由于在岸和离岸人民币汇率持续走低，人民币贬值预期强烈，针对日趋紧张的对外投资形势，为保持国际收支基本平衡，2016年12月6日，发改委、商务部、人民银行、外汇局四部门在《发展改革委等四部门就当前对外投资形势下中国相关部门将加强对外投资监管答记者问》中表示，通过ODI方式出境的资金应当注意投资领域，避免非理性投资。随后，人民银行于2016年12月发布的《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）、国家外汇管理局于2017年1月发布的《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），以及国务院办公厅发布的《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）等一系列规范性文件进一步加强对资金流出的监管。其中，《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）通过“鼓励发展+负面清单”的模式对ODI方向作出引导，明确将“房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资”、“在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台”列为限制类境外投资，并要求提交境外投资主管部门核准。

2017年，由于中国政府对于中国企业通过ODI等方式将境内资产转移到境外加强管制，中国企业开展ODI项目的数量明显下降。2017年底开始，中国政府显著提高了ODI审批所需的披露等要求，该等要求主要体现在发改委2017年底及2018年初发布的一系列新规中，包括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”）（对2014年5月8日施行的《境外投资项目核准和备案管理办法》（国家发展和改革委员会令第9号）（现已失效）进行了修改和调整）、《国家发展改革委关于发布境外投资敏感行业目录（2018年版）的通知》（发改外资[2018]251号，“敏感行业清单”）以及《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，“配套格式文本”），详细列举了在境外投资过程中需要重点监管的敏感行业，并明确规定了在申请境外投资核准/备案时需要提交的材料以及材料内容要求。前述规范性文件均于2018年3月1日起实施⁶⁵。

⁶⁵ 《企业境外投资管理办法》将新建境外企业或向既有境外企业增加投资，以及通过协议、信托等方式控制境外企业或资产列为其项下所定义的投资活动，且均需报发改委审批，这或将意味着即使通过内保外贷的方式，也无法避开相关监管部门对ODI的审批。

4 PE/VC 基金的税务问题

在进行PE/VC基金的架构设计时，税务考量十分关键。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，而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。

与美国、香港以及一些其他法域的情况类似，对于中国PE/VC基金的普通合伙人从PE/VC基金获得的超额收益分成，该等收入的性质不甚清晰。以美国为例，自2006年起，国会议员不时提出立法议案以试图将普通合伙人的超额收益分成定性为非资本利得的一般性收入。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”收入而进行增值税纳税申报被地方税务机关处罚，PE/VC基金普通合伙人的超额收益分成被视作服务性收入而被课征额外税负的风险开始真正引起行业关注。因此，在基金成立初期即谨慎设计基金架构和进行税务筹划显得尤为重要。

税务考量的一个重要因素是降低双重征收所得税的风险。这一点可能因为基金收入的性质（主要包括处置投资组合所得和从被投资企业取得的股息红利）、基金形式（如合伙制、公司制和契约型）、投资人的性质（包括机构投资者和个人投资者）的不同而有所差异。

对于机构投资者而言，无论基金采用合伙形式或公司形式，都存在被双重征税的可能。首先，对于项目退出收益，作为有限合伙人的机构投资者需要就其从合伙企业取得的投资本金增值部分缴纳企业所得税（公司制基金情况下，则直接在基金层面就处置股权的溢价缴纳企业所得税），并在投资者向其自然人股东分配时，由该等自然人股东缴纳个人所得税。其次，对于从被投资企业取得的股息红利，如果通过合伙制基金向机构投资者分配，是否属于《中华人民共和国企业所得税法》（中华人民共和国主席令第64号，“《企业所得税法》”）⁶⁶第二十六条下作为免税收入的居民企业之间的股息红利，目前实践中仍存在一定争议⁶⁷。如果在机构投资者层面需要缴纳企业所得税，则会产生双重征税的问题（公司制基金对于这部分收入则因前述《企业所得税法》第二十六条的规定有机会避免被

⁶⁶ 根据《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国企业所得税法〉的决定》（中华人民共和国主席令第64号），此文件已于2017年被修订。

⁶⁷ 在现行税收征管政策背景下，对于居民企业间通过合伙企业这类“税务透明体”分配的股息红利是否属于免税收入仍存在一定的征管争议：根据《企业所得税法实施条例》第83条规定，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，对于居民企业通过合伙企业取得的该等股息红利是否属于免税收入，部分区域的主管税务机关在征管实践中可能持不同意见；值得关注的是，在财政部和国家税务总局于2008年12月发布《关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（财税[2008]159号）并确认了“先分后税”机制的背景下，合伙企业作为“税收透明体”的原则具备一定的理论基础，市场中对合伙企业法人合伙人取得的股息红利收入享受居民企业之间的免税股息待遇的呼声也较高。深圳、北京等地关于促进股权投资基金发展的地方性文件中多有类似下列表述的规定“合伙制股权投资基金从被投资企业获得的股息、红利等投资性收益，属于已缴纳企业所得税的税后收益，该收益可按照合伙协议约定直接分配给法人合伙人，其企业所得税按有关政策执行”，但该等政策在执行过程中是否能够被主管税务机关认可为免税待遇仍需要进行个案沟通和确认。

双重征税）。然而，在基金的主要收入来源是处置投资组合所得的情况下，无论合伙制基金还是公司制基金，对于机构投资者在双重征税方面的实质差别却不大。

对于个人投资者而言（包括PE/VC机构的管理团队和基金投资人等），基金组织形式的选择和架构设计显得尤为重要。由于就个人投资者获得的源于基金的权益性收入并无类似的免税规定，因此无论是否在下层实体被征收所得税，个人投资者层面仍需按照20%甚至更高的税率缴纳个人所得税⁶⁸。因此，相比于公司制基金，对个人投资者和其他主要由个人投资者组成的机构有限合伙人（比如有有限合伙形式的母基金）来说，有限合伙型基金提供了更多（但也可能有一定挑战性）的税收筹划空间。

2016年中国全面推开营业税改征增值税试点⁶⁹后，金融业被纳入营改增范围。因其投资标的不同，私募基金可能因发生增值税应税行为（如债券利息收入和买卖股票、债券所产生的金融商品转让收入）而需缴纳增值税。其中由于契约型基金本身为不具有法人资格且不进行税务登记，实践中其增值税应税行为该如何缴纳增值税一直存在疑问。2017年上半年，财政部和国家税务总局先后发文明确，资管产品（包括契约型基金）运营过程中发生的增值税应税行为，以资管产品管理人为增值税纳税人，自2018年1月1日起暂适用简易计税方法，按照3%的征收率缴纳增值税。对PE/VC基金而言，其组织形式除契约型外，还包括合伙制和公司制。在差异化的组织形式背景下，合伙制、公司制PE/VC的应用可能会使得相关资管产品本身已经构成独立的纳税主体，其增值税适用规则（即6%的税率）在2016年全面营改增之初就得以明确，因此合伙制、公司制PE/VC基金是按照其原有的适用税率还是按照3%税率的简易计税方法缴纳增值税以及优惠政策的适用范围等问题仍有待进一步明确。

另一个值得关注的问题是外商投资有限合伙企业的税务处理。具体而言，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外方合伙人需要面对更为复杂的税务环境。实务界的一种观点认为，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，包括给外国普通合伙人的超额收益分配（carried interest）。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时可被降低为5%。然而，如果境外合伙人被认为在中国有应税机构、场所，则应就相关所得缴纳25%的企业所得

⁶⁸ 从公司型基金向个人投资者分配的投资收益会被征收20%的个人所得税是相对明确的，但由有限合伙型基金向个人投资者分配的源于处置被投项目的收益是按照20%还是5%-35%的累进税率征税仍存在一定的区域差异。一些省市的地方政策中明确自然人有限合伙人适用20%的个人所得税，但基于国家税务总局在2006年《合伙企业法》修订之前发布的多个针对合伙企业合伙人所得税的征管政策，不少税务机关在征管实践中倾向于采用应比照个体工商户适用5%到35%的累进税率。累进税率的适用对于私募基金的个人投资者将可能带来较高的税收成本。

⁶⁹ 2016年3月23日，财政部与国家税务总局联合发布《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税[2016]36号，于2016年5月1日正式生效）。

税。但由于缺乏统一的税收征管政策，外商投资有限合伙企业的外方合伙人如何缴纳中国所得税仍是一个尚待明确的问题，不同地方税务机关的征管实践也存在差异，按5%-10%和按25%征收所得税的征管案例均有出现。

此外，正如本报告第一章第3节所提及，国家给予了创业投资基金更多税收方面的扶持政策。自2006年1月1日起，为贯彻国务院《关于印发实施若干配套政策的通知》（国发[2006]6号）精神，结合《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），为扶持创业投资企业发展，财政部、国家税务总局出台了《关于促进创业投资企业发展有关税收政策的通知》（财税[2007]第31号）（现已失效），明确创业投资企业采取股权投资方式投资于未上市中小高新技术企业2年以上（含2年），凡符合一定条件的，可按其对中小高新技术企业投资额的70%抵扣该创业投资企业的应纳税所得额。此外，根据2008年1月1日生效的《企业所得税法》的规定，创业投资企业从事国家需要重点扶持和鼓励的创业投资，可以按投资额的一定比例抵扣应纳税所得额。同时在2008年1月1日生效的《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（国务院令[2007]第512号）中作了进一步明确，即创业投资企业采取股权投资方式投资于未上市的中小高新技术企业2年以上的，可以按照其投资额的70%在股权持有满2年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税所得额；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。后续国家税务总局又进一步出台文件对创业投资企业抵扣应纳税所得额这一优惠政策的具体执行口径进行明确⁷⁰。

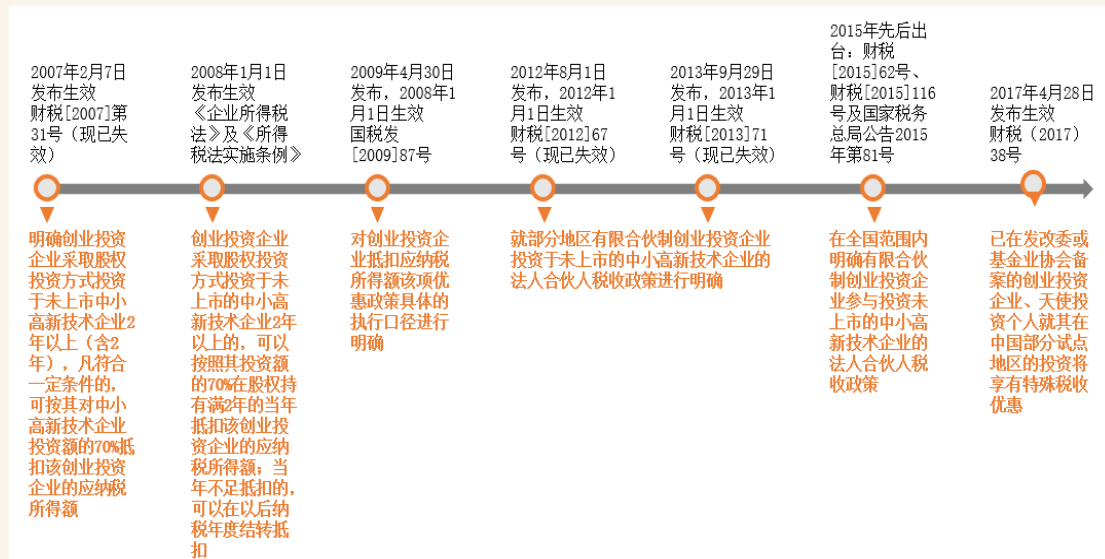
然而，鉴于合伙企业不适用《企业所得税法》，财政部、国家税务总局曾先后于2012年至2013年期间，分别就苏州工业园区⁷¹、中关村国家自主创新示范区⁷²有限合伙制创业投资企业投资于未上市的中小高新技术企业的法人合伙人税收政策进行明确，并于2015年先后出台《财政部、国家税务总局关于推广中关村国家自主创新示范区税收试点政策有关问题的通知》（财税[2015]62号）、《财政部、国家税务总局关于将国家自主创新示范区有关税收试点政策推广到全国范围实施的通知》（财税[2015]116号）及《国家税务总局关于有限合伙制创业投资企业法人合伙人企业所得税有关问题的公告》（国家税务总局公告2015年第81号），在全国范围内明确有限合伙制创业投资企业参与投资未上市的中小高新技术企业的法人合伙人税收政策。而根据2017年4月28日生效的《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收试点政策的通知》（财税〔2017〕38号，“38号文”）最新规定，已在发改委或中基协备案的创业投资企业、天使投资个人就其在中国部

⁷⁰ 《国家税务总局关于实施创业投资企业所得税优惠问题的通知》（国税发[2009]87号）。

⁷¹ 《财政部、国家税务总局关于苏州工业园区有限合伙制创业投资企业法人合伙人企业所得税试点政策的通知》（财税[2012]67号），现已失效。

⁷² 《财政部、国家税务总局关于中关村国家自主创新示范区有限合伙制创业投资企业法人合伙人企业所得税试点政策的通知》（财税[2013]71号），现已失效。

分试点地区⁷³的投资将享有特殊税收优惠。若其直接持有符合条件的种子期、初创期科技型企业股权满2年（24个月），可以按照投资额的70%在股权持有满2年的当年抵扣该创业投资企业的应纳税所得额；当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。对于合伙制创业投资企业，前述税收优惠由其法人或个人合伙人享有。因此，38号文进一步细化了政策执行口径并降低了税收优惠的适用条件，同时扩大了税收优惠政策的适用范围，首次明确天使投资个人、合伙创投企业的个人合伙人也适用优惠政策。



三、 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，有效地助力了许多中国优秀企业的成长和壮大。在国内私募基金行业迅速发展的同时，众多的商业问题和法律问题也层出不穷。其中，有些问题是全球私募基金市场所共同面临的，而有些则是中国私募基金行业所特有的，这些问题为行业的快速、持续、健康、稳定的发展带来了挑战。中国的法律法规、监管政策的发展变化速度远快于欧美发达国家，但同时，针对私募基金行业的法律法规在很多方面仍滞后于行业的发展。在这样一个飞速发展的动态市场中，机遇与挑战并存。

⁷³ 试点地区包括京津冀、上海、广东、安徽、四川、武汉、西安、沈阳 8 个全面改革创新试验区域和苏州工业园区。

版权与免责

本报告仅供业内人士参考，不应被视为任何意义上的法律意见。未经本所事先书面同意，本报告不得被用于其他目的。如需转载，请注明来源。如您对本报告的内容有任何问题，可联系本报告撰写责任人汉坤投资基金组王勇先生 (james.wang@hankunlaw.com) 或您熟悉的其他汉坤律师。



北京 Beijing · 上海 Shanghai · 深圳 Shenzhen · 香港 Hong Kong