



## 私募基金法律

### 直投新规推动券商直投业务市场化发展

王勇 | 林深 律师

2012年10月26日，中国证监会（简称“证监会”）机构监管部向各地证监局发布了《关于进一步完善证券公司直接投资业务监管的通知》（机构部部函[2012]565号，简称“565号文”），决定不再执行2011年颁布的《关于做好证券公司直接投资业务纳入常规监管有关工作的通知》和《证券公司直接投资业务监管指引》（简称“《指引》”），并确定由中国证券业协会（简称“协会”）制定相关自律规则，对证券公司直接投资业务（简称“直投业务”或“直投”）及直接投资业务子公司（简称“直投子公司”）实施自律管理。

2012年11月2日，协会发布《证券公司直接投资业务规范》（简称“《规范》”）对直投业务进行自律管理。

新颁布的565号文和《规范》与原来的《指引》相比，对审批程序进行了简化，同时出台了一些新的政策使直投更加符合股权投资行业的市场惯例，也标志着直投业务行业协会自律管理制度的建立。

#### 1. 简化直投子公司的设立条件和程序

相较于《指引》，565号文将证券公司设立直投子公司的条件简化为三项<sup>1</sup>，并明确证券公司设立直投子公司的，应当依法向证券公司住所地证监局申请在公司章程的对外投资重要条款中加入公司可以设立直投子公司的条款，公司章程变更获得批准后，证券可以设立直投子公司。

#### 2. 增加业务范围

《规范》规定直投子公司及其下属机构可以使用自有资金或设立直投基金，对企业进行股权投资或与股权相关的债权投资，或投资于与股权投资相关的其他投资基金。其中，首次明确了直投子公司和直投基金可以参与股权相关的债权投资，为直投子公司和直投基金以可转债或过桥贷款等债权方式向被投资企业进行投资提供了可能性，增强了直投业务的灵活性和可操作性。

<sup>1</sup> 根据《关于进一步完善证券公司直接投资业务监管的通知》，符合下列审慎性要求的证券公司可以设立直投子公司：（1）具有健全的公司治理结构，晚上有效的内部控制机制、风险管理制度和合规管理制度，防范与直投子公司之间出现风险传递和利益冲突；（2）最近1年各项风险控制指标持续符合规定；设立直投子公司后，净资本等风险控制指标仍符合规定；（3）最近2年未因重大违法违规行为受到刑事或行政处罚；最近1年未被采取重大监管措施，不存在因涉嫌重大违法违规正受到监管部门和有关机关调查的情形。

另外，同样值得注意的是，与《指引》中明确规定直投业务的投资对象是“境内企业”不同，《规范》中提及的直投投资对象为“企业”，这一变化为直投子公司或下属直投资基金通过对外投资途径投资境外企业提供了可能性。

### 3. 允许负债经营

《规范》中的一大亮点是明确了直投子公司及其下属机构、直投资基金由于补充流动性或并购过桥贷款可以负债经营。这一规定将一定程度上解决直投子公司由于自有资金不足造成的流动性较差的问题，也为未来直投子公司及直投资基金参与杠杆融资并购活动留下了空间。同时，考虑到负债经营的风险性，《规范》也对负债经营的直投子公司及其下属的直投资基金提出了一定的要求，明确规定负债经营期限不得超过十二个月，负债余额不得超过注册资本实缴出资总额的百分之三十。

### 4. 废止部分对于直投业务的特别要求

2011年11月22日，协会曾根据《指引》发布了《关于落实〈证券公司直接投资业务监管指引〉的通知》（简称“《通知》”），其中提出“执行业务隔离”<sup>2</sup>、“承诺主动延长股份锁定期”<sup>3</sup>以及“增加直接投资项目信息披露内容”<sup>4</sup>三项特殊要求。《规范》中吸收继承了“执行业务隔离”的要求，但并未提及“承诺主动延长股份锁定期”和“增加直接投资项目信息披露内容”的要求，这两项特殊要求实际上已经不再执行。“承诺主动延长股份锁定期”和“增加直接投资项目信息披露内容”本意在于防范突击入股、内幕信息等腐败行为，但实际上单方面给直投增加了比一般股权投资行为更多的限制和义务，该等特殊要求的废止体现了推动直投业务市场化发展的精神。

### 5. 要求对拟投资企业开展尽职调查

《规范》中明确要求直投子公司及其下属机构应当对拟投资企业开展尽职调查，必要时可以聘请第三方专业机构或专家协助完成相关工作。将尽职调查作为直投的必备环节，体现了《规范》对直投业务投资的审慎性和合理性的关注，同时也更好地保障了直投资基金投资者的利益。

### 6. 直投资基金的特别规定

直投资基金作为直投子公司吸纳第三方资本进行投资的唯一方式，自2011年推出以来已经成为各直投子公司关注的焦点。《规范》也将直投资基金作为重点，专门用一章的内容来对其进行细化规范。

#### 直投资基金种类：

《规范》首先明确了直投资基金的组成包括由直投子公司及其下属机构设立和管理的股权投资基金、创业投资基金、并购基金、夹层基金，以及以前述基金为主要投资对象的直投资基金，即直投母

<sup>2</sup> 根据《关于落实〈证券公司直接投资业务监管指引〉的通知》，证券公司应严格执行保荐业务与直接投资业务相互隔离的规定，凡担任拟上市企业的辅导机构、财务顾问、保荐机构或主承销商的，应按照签订有关协议或者实质开展相关业务两个时点孰早的原则，在该时点后公司直投子公司及其下属直投资基金、产业基金及基金管理机构不得再对该拟上市企业进行投资。

<sup>3</sup> 根据《关于落实〈证券公司直接投资业务监管指引〉的通知》，证券公司直投子公司以自有资金或持有权益比例超过30%的直投资基金、产业基金投资拟上市企业后，证券公司担任该企业保荐机构的，在严格执行现有股份锁定期期限要求基础上，直投子公司应承诺主动再延长股份锁定期不少于六个月。

<sup>4</sup> 根据《关于落实〈证券公司直接投资业务监管指引〉的通知》，对于证券公司直投子公司及其下属直投资基金、产业基金及基金管理机构投资的企业，证券公司担任该企业保荐机构的，在严格执行现有信息披露要求基础上，应在发行保荐工作报告中增加披露直投子公司独立决策情况、投资资金来源、投资价格、股份锁定期承诺以及防范利益冲突情况。

基金。可以发现,《规范》中列举的直投基金的种类已经基本囊括了目前中国市场上的所有私募股权基金,表明了直投基金的业务种类上,协会鼓励多元化、市场化发展,不会在这一方面对直投基金进行过多限制。

### 合格投资者:

考虑到直投基金的风险性和私募基金的本质,《规范》规定了直投基金应当以非公开的方式向合格投资者募集资金,直投基金的投资者不得超过二百人;合格投资者应当为具备充分的风险识别、判断和承受能力,且认购金额不低于人民币一千万元的法人机构或专业从事股权投资或基金投资业务的有限合伙企业;合格投资者为有限合伙企业的,该有限合伙企业的有限合伙人应当为认购金额不低于人民币一千万元的法人机构。同时,对于直投子公司及其下属机构的投资管理团队进行跟投的,《规范》明确其不受合格投资者的要求限制。

值得注意的是,前述合格投资者的定义中排除了个人投资者,因此直投基金不能向个人投资者直接募资,个人投资者只能通过其他间接途径投资于直投基金。

### 直投基金备案:

《规范》中明确了直投基金备案制度,要求直投子公司或其下属机构完成直投基金的首轮募集<sup>5</sup>或签订受托管理第三方募集设立的直投基金的协议后十个工作日内,直投子公司应当向协会备案,协会自受理备案材料<sup>6</sup>之日起十五个工作日内予以确认。

值得注意的是,《规范》出台之前,实践中直投子公司设立首只直投基金需要取得证监会的无异议函,并且《指引》中要求直投子公司的首只直投基金须运行满一年并且经评估运作良好、符合各项要求,直投子公司方可根据市场需要和自身管理能力,设立多只直投基金。根据我们向协会有关人员的咨询,《规范》出台后原则上对直投基金的管理改为事后备案管理,设立首只直投基金无需再取得证监会的无异议函,并且由于《指引》已经被 565 号文废止,《指引》中规定的首只直投基金运行满一年后方可设立其他直投基金的限制也已经取消,但鉴于《规范》刚刚出台,仍然属于政策过渡期,各地证监局对政策的执行情况也不尽相同,建议目前在设立直投基金时仍然需要跟证券公司所在地的证监局事先进行沟通确认。

另外,我们理解直投基金属于私募股权基金范畴,直投基金向协会备案后,仍然需要根据其募集规模,按照《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》以及各地备案机关的相关规定向国家发改委或各地备案机关备案。

### 设立直投基金管理企业:

除了设立直投基金,《规范》同时也规定直投子公司及其下属机构可以设立基金管理机构管理直投基金。直投子公司及其下属机构设立基金管理机构管理直投基金的,直投子公司及其下属机构应当持有基金管理机构 51% 以上的股权或出资,并拥有管理控制权。尽管《规范》的用语并不明确,

---

<sup>5</sup> 直投基金完成首轮募集是指直投子公司或其关联方之外的其他投资者完成对直投基金的首次出资且直投基金就此完成工商登记。

<sup>6</sup> 备案材料包括:(1)直投基金备案申请书;(2)直投基金招募说明书;(3)直投基金章程或合伙协议;(4)直投基金管理机构章程或合伙协议;(5)直投基金认缴承诺书;(6)直投基金委托管理协议、托管协议;(7)直投基金募集合法合规情况说明;(8)直投子公司及其下属机构、直投基金遵守法律法规及本规范的承诺;(9)协会要求的其他材料。

在合伙制直投资基金的普通合伙人和管理公司不是同一公司的情况下，对“基金管理机构”的上述要求可能被理解为亦适用于普通合伙人。

## 7. 跟投机制

《规定》明确规定直投子公司及其下属机构可以建立投资管理团队的跟投机制，同时，为避免利益冲突，还着重要求直投子公司及其下属机构的投资管理团队对自有资金或直投资基金投资的项目进行跟投的，应当对自有资金或直投资基金投资的所有项目进行跟投，投资管理团队的投资额与自有资金或直投资基金的投资额之间的比例应当在所有项目上保持一致，且投资管理团队的投资价格与自有资金或直投资基金的投资价格应当在单一项目上保持一致。

## 8. 自律管理

根据《规范》，直投子公司应当加入协会，直投子公司及其下属机构、直投资基金、直投从业人员应当接受协会的自律管理。

一方面，《规范》要求直投子公司在完成工商登记后的五个工作日内，向协会报告直投子公司的名称、注册地址、注册资本、业务范围、法定代表人、高管人员以及防范与直投子公司风险传递、利益冲突的制度安排等并同时在证券公司的网站上披露。在前述情况发生变更时，直投子公司应当及时更新报告协会。

另一方面，《规范》要求直投子公司向协会报送月度和年度报告，并报告直投子公司及其下属机构在运作过程中发生的重大事件。

与此同时，565号文中亦规定，证券公司应当在直投子公司完成工商登记后五个工作日内向证券公司住所地进行报告，并且证券公司应向证监局报送的直投子公司月度报告和年度报告。

由此可见，565号文和《规范》实施之后，对于直投业务将形成地方证监局通过证券公司间接管理，同时由协会进行自律管理的双重监管局面。根据我们从协会有关人员的了解，目前这种双重监管的局面主要是为了做好行政监管与自律管理的有效衔接，未来直投业务自律管理的比重将逐步增加。

## 结语

回顾直投业务的历史，从2001年证监会出台《关于对证券公司参与风险投资进行规范的通知》禁止证券公司直接或通过参股风险投资公司间接进行风险投资，到2007年证监会向中信证券发出了《关于中信证券股份有限公司开展直接投资业务试点的无异议函》标志着证券公司直投试点拉开帷幕，再到2011年证监会正式颁布《指引》，将证券公司直投从个案试点转为常规监管，并第一次明确规定了证券公司下属的直投子公司可以设立直投资基金筹集并管理客户资本进行投资，整个过程中政府部门对直投业务的监管逐步放松。565号文和《规范》的出台顺应了这样的趋势，开启了直投业务市场化自律管理的新时代。较为宽松的监管环境将为直投业务的市场化发展提供良好的契机，为中国的股权投资和资产管理市场注入新的活力。

## ● 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**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)）或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

#### 金文玉 律师：

电话：+86-10-8525 5557

Email: [wenyu.jin@hankunlaw.com](mailto:wenyu.jin@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)