

## 私募基金法律

### 私募基金减持规则更新 — 再谈创业投资基金与股权投资基金的政策比较

作者：投资基金与资管组

2020年3月6日，中国证券监督管理委员会（“证监会”）发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020年修订）》（中国证券监督管理委员会公告〔2020〕17号，“17号公告”），完善了私募基金<sup>1</sup>投资企业上市解禁期与上市前投资期限长短反向挂钩的制度安排，17号公告及其配套规则将于2020年3月31日起正式实施。

与《上市公司创业投资基金减持股份的特别规定》（中国证券监督管理委员会公告〔2018〕4号，“4号公告”）相比，17号公告将创业投资基金适用减持优惠政策条件进一步放宽<sup>2</sup>，同时明确在中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）备案的私募股权投资基金（“股权投资基金”）亦可以参照创业投资基金适用减持优惠政策。关于17号公告及其配套规则的简析，请参见[《鼓励创业投资基金再出新政 — 中国证监会修订〈上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定〉》](#)。

我们在2018年4月12日曾经发表[《如何选择设立私募股权投资基金和私募创业投资基金》](#)，意在为拟设立股权投资基金或创业投资基金的管理人做出基金类型选择时提供参考。时隔近两年，相关政策已有一定变化，比如上述17号公告就一定程度上改变了一直以来政策优惠向创业投资基金倾斜的情况，使得在私募基金减持政策方面，股权投资基金与创业投资基金基本不再有实质差异。但基于两种不同类型基金的特点以及差异化管理的原则，创业投资基金及股权投资基金的监管政策仍然存在诸多不同，本文从募资、运营、退出等多角度再次综合分析股权投资基金和创业投资基金的区别，以方便私募基金管理人在确定私募基金类型时做出正确的选择。

<sup>1</sup> 本文所指私募基金指在基金业协会备案的创业投资基金及私募股权投资基金。

<sup>2</sup> 4号公告要求创业投资基金进行项目投资时，被投资企业为“早期中小企业”（即创业投资基金首次投资该企业时，该企业成立不满60个月、经企业所在地县级以上劳动和社会保障部门或社会保险基金管理单位核定职工人数不超过500人、年销售额不超过2亿元、资产总额不超过2亿元）或者“高新技术企业”，并要求该基金“对早期中小企业和高新技术企业的合计投资金额占比50%以上”。而17号公告仅要求满足“投早”（首次接受投资时，成立不满60个月）、“投中小”（首次接受投资时，企业职工人数不超过500人、年销售额不超过2亿元、资产总额不超过2亿元）、“投高新”（属于高新技术企业）三者之一即可，并删除基金层面“对早期中小企业和高新技术企业的合计投资金额占比50%以上”的要求。

## 一、资金募集

### （一）接纳保险资金的差异

《保险资金投资股权暂行办法》（保监发〔2010〕79号）及其配套规则与《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）对保险资金投资股权投资基金及创业投资基金进行了区分监管。

在私募基金管理人层面，接受保险资金投资的股权投资基金管理人的注册资本或认缴资本应当不低于1亿元人民币，且应当已建立风险准备金制度，而创业投资基金的管理人无此要求。保险资金投资人对接受其投资的股权投资基金管理人的管理经验等方面有较高要求，但对接受其投资的创业投资基金的管理人要求则相对较低。

### （二）创业投资基金的多层嵌套豁免

根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号）的要求，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，也即惯常所说的“**两层嵌套限制**”。此后发布的《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》（发改财金规〔2019〕1638号，“**1638号文**”）明确了符合特定条件的创业投资基金接受资产管理产品及其他私募投资基金投资时，不视为一层资产管理产品。关于1638号的具体分析，请见《[金融机构资产管理产品投资两类基金规范出台](#)》。

虽然两层嵌套限制对于非金融机构管理的私募基金的约束还有待进一步明确，但对于金融机构管理的创业投资基金以及希望接纳金融机构管理的资产管理产品投资的创业投资基金而言，1638号文的规定无疑为一利好消息。

### （三）政府引导基金等财政背景出资人的投资倾向

许多政府引导基金设立和投资的主要目的是扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域，促进创业企业的发展，因此政府引导基金在选择其参股基金时，多数都对基金投资于创业企业的比例有一定的要求。有鉴于此，创业投资基金在吸引政府引导基金等财政背景出资人出资方面具有一定的优势。

## 二、税收优惠

在税收方面，《财政部、税务总局关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》（财税〔2018〕55号，“**55号文**”）及《财政部、税务总局、发展改革委、证监会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，“**8号文**”）均可直接适用于符合条件的创业投资基金。对于已在基金业协会备案为股权投资基金的私募基金而言，其需要通过按照《创业投资企业管理暂行办法》（国家发展和改革委员会令〔2005〕第39号，“**《创投办法》**”）备案为创业投资企业相应适用该等税收优惠政策。

### （一）55号文税收优惠——初创科技型企业投资额抵扣

根据55号文，符合《创投办法》规定或者《私募投资基金监督管理暂行办法》（中国证券监督管理委员会令第105号，“**《暂行办法》**”）关于创业投资基金的特别规定，按照上述规定完成备案且规范运作的公司制创业投资企业和有限合伙制创业投资企业均可以享受70%投资额抵扣应纳税所得额的优惠政策。

就公司制创业投资企业而言，采取股权投资方式直接投资于种子期、初创期科技型企业（“**初创科技型企业**”）满 2 年（24 个月）的，可以按照投资额<sup>3</sup>的 70%在股权持有满 2 年的当年抵扣应纳税所得额，当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。就有限合伙制创业投资企业而言，采取股权投资方式直接投资于初创科技型企业满 2 年（24 个月）的，其法人合伙人可以按照对初创科技型企业投资额<sup>4</sup>的 70%抵扣法人合伙人从有限合伙制创业投资企业分得的所得，当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣；其自然人合伙人可以按照对初创科技型企业投资额的 70%抵扣个人合伙人从有限合伙制创业投资企业分得的经营所得，当年不足抵扣的，可以在以后纳税年度结转抵扣。

享受 55 号文的优惠政策的创业投资基金<sup>5</sup>其投资标的<sup>6</sup>和出资方式<sup>7</sup>均需满足特定条件。此外，在申请 55 号文税收优惠时创业投资基金还需要提供该基金在发改委备案的证明或取得当地证监局出具的年度证明材料（“**无异议意见**”）。若创业投资基金希望申请当地证监局的无异议意见，则需要满足证监会于 2019 年 6 月 19 日发布的《私募基金监管问答——关于享受税收试点政策的创业投资基金标准及申请流程》规定的创业投资基金的具体条件<sup>8</sup>，且基金管理人应当于每年 4 月底前向创业投资基金注册地证监局提出书面申请。

## （二）8 号文税收政策——个人合伙人税率选择

根据 8 号文，按照《创投办法》或者《暂行办法》完成备案并规范运作的合伙制创投企业（含创业投资基金）可以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。选择按单一投资基金核算的，其个人合伙人从该基金应分得的股权转让所得和股息红利所得，适用 20%税率，但在计算股息红利所得时应全额计算不得扣除、计算单个投资项目的股权转让所得时仅可扣除对应股权原值和转让环节合理费用且亏损不得跨年结转；选择按创投企业年度所得整体核算的，则按照“经营所得”项目，适用 5%-35%的超额累进税率，但在计算分配给个人合伙人的所得前可扣除创投企业当年的成本、费用以及损失，且亏损可跨年结转。

创业投资基金如需选择按单一投资基金核算，应当在其完成备案的 30 日内，向主管税务机关进行核算方式备案；未按规定备案的，视同选择按创投企业年度所得整体核算。创业投资基金选择按单一投

<sup>3</sup> 根据 55 号文，投资额按照创业投资企业对初创科技型企业的实缴投资额确定。

<sup>4</sup> 合伙创投企业的合伙人对初创科技型企业的投资额，按照合伙创投企业对初创科技型企业的实缴投资额和合伙协议约定的合伙人占合伙创投企业的出资比例计算确定。合伙人从合伙创投企业分得的所得，按照《财政部 国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（财税〔2008〕159 号）规定计算。

<sup>5</sup> 享受 55 号文规定税收政策的创业投资企业，应同时符合以下条件：（1）在中国境内（不含港、澳、台地区）注册成立、实行查账征收的居民企业或合伙创投企业，且不属于被投资初创科技型企业的发起人；（2）符合《创投办法》规定或者《暂行办法》关于创业投资基金的特别规定，按照上述规定完成备案且规范运作；（3）投资后 2 年内，创业投资企业及其关联方持有被投资初创科技型企业的股权比例合计应低于 50%。

<sup>6</sup> 初创科技型企业，应当同时符合以下条件：（1）在中国境内（不包括港、澳、台地区）注册成立、实行查账征收的居民企业；（2）接受投资时，从业人数不超过 200 人，其中具有大学本科以上学历的从业人数不低于 30%；资产总额和年销售收入均不超过 3,000 万元；（3）接受投资时设立时间不超过 5 年（60 个月）；（4）接受投资时以及接受投资后 2 年内未在境内外证券交易所上市；（5）接受投资当年及下一纳税年度，研发费用总额占成本费用支出的比例不低于 20%。

<sup>7</sup> 仅限于通过向被投资初创科技型企业直接支付现金方式取得的股权投资，不包括受让其他股东的存量股权。

<sup>8</sup> 私募基金监管问答——关于享受税收政策的创业投资基金标准及申请流程：  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306226/201906/t20190619\\_357510.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306226/201906/t20190619_357510.htm)。

<sup>9</sup> 当地证监局另有特别规定的，还应当遵守当地证监局的特别规定。如北京市证监局于 2019 年 4 月 16 日发布的《关于北京辖区创业投资基金享受财税 55 号文税收政策的通知》和上海市证监局于 2019 年 5 月 15 日发布的《关于对创业投资基金出具享受财税 55 号文税收政策无异议意见的公告》。

资基金核算或按创投企业年度所得整体核算后，3年内不能变更。

相较于 55 号文，8 号文的适用更为简便，根据我们此前和宁波、苏州地区税务机关的了解，创业投资基金提交一份制式备案表及其已在基金业协会进行备案的证明即可。

### 三、投资运作

根据《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，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（新三板挂牌企业视为未上市企业；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）。虽然基金业协会的相关规定中暂未明确何为“主要投资于”，但参照《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的定义，我们理解可能需要达到 80% 的标准方可认定为“主要投资于”。虽然在规定和实践层面难以准确界定不同企业的发展阶段，但通常理解股权投资基金的投资阶段相对晚于创业投资基金。

根据《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，私募基金如果涉及上市公司定向增发的，按照股权投资基金中的“上市公司定增基金”备案。根据目前尚在征求意见中的《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》第 41 条，创业投资基金不得投资于已上市企业的股权，但是所投资企业上市后，创业投资基金所持有的未转让股权及其配售股权除外。此外，根据我们与基金业协会的咨询，创业投资基金原则上不得投资于上市企业，部分创业投资基金亦在备案阶段被基金业协会要求删除与参与定向增发等上市公司投资相关的表述或出具承诺函承诺不进行上市企业投资。

### 四、投资退出

创业投资基金在锁定期之后，方可享受减持优惠政策，对创业投资基金投资的锁定期亦有相关优惠政策。

就锁定期的一般而言，根据《公司法》第 141 条的规定，发行人首次公开发行股票前已发行的股份，自发行人股票在证券交易所上市之日起一年内不得转让。根据证券交易所《股票上市规则》的有关规定，发行人控股股东和实际控制人所持股份自发行人股票上市之日起 36 个月内不得转让。对于发行人没有或难以认定实际控制人的，为确保发行人股权结构稳定、正常生产经营不因发行人控制权发生变化而受到影响，审核实践中，要求发行人的股东按持股比例从高到低依次承诺其所持股份自上市之日起锁定 36 个月，直至锁定股份的总数不低于发行前股份总数的 51%。

2017 年 6 月 2 日，证监会发布《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》，对创业投资基金作为发行人股东的股份限售期规定了较上述证券交易所实践更为优惠的政策：

1. 发行人有实际控制人的，非实际控制人的创业投资基金股东，按照《公司法》第 141 条的有关规定，自发行人股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让；
2. 发行人没有或难以认定实际控制人的，对于非发行人第一大股东但位列合计持股 51% 以上股东范围，并且符合一定条件的创业投资基金<sup>10</sup>股东，按照《公司法》第 141 条的有关规定，自发行人股

<sup>10</sup> 根据证监会于同日发布的《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》，上述“符合一定条件的创业投资基金”是指符合下列全部条件的创业投资基金：（1）创业投资基金首次投资（指）该首发企业时，该首发企业成立不满 60 个月；（2）创业投资基金首次投资该首发企业时，该首发企业同时符合以下条件：经企业所在地县级以上劳动和社会保障部门或社会保险基金管理单位核定，职工人数不超过 500 人；根据会计师事务所审计的年度合并会计报表，年销售额不超过 2 亿元、资产总额不超过 2 亿元；（3）截至首发企业发行申请材料接收日，创业投资基金投资该企业已满 36 个

---

票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。

我们理解上述锁定期优惠政策的适用前提与 4 号公告中的要求在一定程度上类似（如要求该首发企业为早期中小企业、要求创业投资基金持股达一定期限等），我们也期待后续证监会可将锁定期的优惠政策对创业投资基金进一步松绑并将其推及至股权投资基金。

\*\*\*

我们理解基于国家对创业投资的鼓励和引导，创业投资基金将持续受到监管政策的倾斜，但在募资、投资等方面，创业投资基金基于其本身的性质也存在一定的局限性，私募基金管理人应当结合拟管理基金的投资策略、募资对象及各类优惠政策综合考虑确定基金类型。

---

月；（4）按照《暂行办法》，已在中国证券投资基金业协会备案为“创业投资基金”；（5）该创业投资基金的基金管理人已在中国证券投资基金业协会登记、规范运作并成为中国证券投资基金业协会会员。

## 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或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 张平

电话： +86 10 8525 5534

Email: [evan.zhang@hankunlaw.com](mailto:evan.zhang@hankunlaw.com)

### 冉璐

电话： +86 10 8525 5521

Email: [lu.ran@hankunlaw.com](mailto:lu.ran@hankunlaw.com)