



## 私募基金法律

### PIPE 管理人及基金登记/备案之迷局初探

王勇 | 杨李 | 祖菘 | 张艳芳

在基金律师的日常工作中，经常收到客户关于 PIPE 基金的问询，例如：基金业协会登记的私募股权、创业投资基金管理人是否可以发起 PIPE 基金？如计划发起设立一家私募机构并发行 PIPE 基金产品，应申请登记为哪个类型的私募管理人？

PIPE (Private Investment in Public Equity)，直译为“私人投资公开股权”（或为更符合中文表达习惯亦为更准确体现其交易实质，可译为“对公开股权的私募投资”），为起源于境外资本市场并被境外私募机构所广泛采取的一类私募基金投资策略，而另一方面亦为众多上市公司的一个重要融资渠道。作为一类私募基金投资策略的 PIPE，其特征主要体现在其投资标的为上市公司股份，但其投资上市公司股份的具体方式又具有一些私人性质。

随着中国<sup>1</sup>资本市场发展和境外优秀投资经验的引入，我们注意到越来越多的中国私募机构考虑发行采用 PIPE 策略的私募基金。与此同时，近年来中国私募基金的监管体系愈渐完善，私募机构的运作管理受到监管的多方位约束，衍生出一系列与私募机构运营密切相关的合规问题。其中，与 PIPE 相关首当其冲的问题便是在私募基金分类监管的大背景下，PIPE 基金这类兼具公开性和非公开性的私募基金究竟应当属于哪一业务类型。有鉴于此，本文拟就中国市场中 PIPE 基金在现行监管规则下应如何分类定性这一问题进行简析，供各相关业内人士参考和共同探讨，以期对存在文首所述类似疑惑的业内同仁有所启发。

#### 一、背景——中国私募基金分类差异化监管

不同类别的私募基金在运作上有各有特点，针对不同类别私募基金按照其运营特点进行差异化监管，是作为中国私募基金行业统一自律监管组织的中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）始终贯彻的一项监管原则。在此背景下，为合规开展私募业务而向基金业协会申请登记的私募机构目前在申请登记的过程中面临的首要问题便是从“私募证券投资基金管理人”、“私募股权、创业投资基金管理人”及“其他私募投资基金管理人”三类机构类型中选择一类作为自身拟申请登记

<sup>1</sup> 仅为本文之目的，不包括香港、澳门特别行政区及台湾地区。

的机构类型。私募机构作出选择时需特别慎重，因为根据基金业协会发布的《私募基金登记备案相关问题解答（十三）》中的明确要求，“私募基金管理人只可备案与本机构已登记业务类型相符的私募基金，不可管理与本机构已登记业务类型不符的私募基金；同一私募基金管理人不可兼营多种类型的私募基金管理业务”，如选错了登记的机构类型，将直接影响私募业务的如期开展<sup>2</sup>。

目前各类私募机构的机构类型和业务类型的分类基准主要是按照基金业协会于资产管理业务综合报送平台（登录入口：<https://ambers.amac.org.cn>）上提供的《有关私募投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》（“《基金分类说明》”）执行。《基金分类说明》中对于“私募证券投资基金”、“私募证券类 FOF 基金”、“私募股权投资基金”、“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”及“其他私募投资类 FOF 基金”八类私募基金类型的内涵进行了定义。

就三类机构类型的私募基金管理人，其分别可申请从事的业务类型如下：

机构类型	可申请从事业务类型 <sup>3</sup>
私募证券投资基金管理人	私募证券投资基金、私募证券类 FOF 基金
私募股权、创业投资基金管理人	私募股权投资基金、私募股权投资类 FOF 基金、创业投资基金、创业投资类 FOF 基金
其他私募投资基金管理人	其他私募投资基金、其他私募投资类 FOF 基金

基金业协会的《基金分类说明》中对于各类私募基金业务类型的定义主要是基于私募基金“主要投资”的投资标的，而就何谓“主要投资”无明文规定。结合《基金分类说明》中对于权益类基金等产品类型的定义及基金业协会在基金备案申请中的审核实践，通常理解投资于任一类资产的投资比例高于 80% 的情况可称为是“主要投资”于该类资产。略去四类 FOF 业务类型，《基金分类说明》对于其他四种私募基金业务类型分别定义如下：

业务类型	定义
私募证券投资基金	指主要投资于 <u>公开交易</u> 的股份有限公司股票、债券、期货、期权、基金份额以及中国证监会规定的其他证券及其衍生品种的私募基金
私募股权投资基金	指 <u>除创业投资基金以外</u> 主要投资于 <u>非公开交易</u> 的企业股权的私募基金
创业投资基金	指主要向处于创业各阶段的 <u>未上市成长性企业</u> 进行股权投资的基金（新三板挂牌企业视为未上市企业）
其他私募投资基金	指投资 <u>除证券及其衍生品和股权以外</u> 的其他领域的基金

按照上述划分，主要投资于“公开交易的股份有限公司股票”的私募基金为私募证券投资基金，主要投资于“（属于创业投资基金投资标的以外的）非公开交易的股权”的私募基金为私募股权投资基金。此外，《基金分类说明》中还特别明确说明，“如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”。因此，按照《基金分类说明》，并非所有主要投资“上

<sup>2</sup> 根据基金业协会于资产管理业务综合报送平台（登录入口：<https://ambers.amac.org.cn>）中关于机构类型选项的特别提示，“机构类型”初次选定、提交办理、办理通过后，均不能再修改，请慎重选择！“退回补正”时需要修改“机构类型”，请点击系统右上角的“放弃登记”，重新填写登记申请信息。“办理通过”后，若需要修改“机构类型”，请点击“注销登记”，在注销私募基金管理人登记后重新申请。

<sup>3</sup> 请注意，并非相应类别的私募基金管理人即可从事该类别所有的业务类型，前提是相应的私募机构在申请进行私募基金管理人登记时勾选申请了相应的业务类型。

上市公司股票”的私募基金均属于私募证券投资基金，还需进一步判断相关股票/股权是否满足“公开交易的”这一限定。

我们理解，基金业协会在《基金分类说明》中“私募证券投资基金”及“私募股权投资基金”投资范围的划分及将“上市公司定增基金”归入“私募股权投资基金”的要求，原则上是基于全国人民代表大会常务委员会于 2015 年 4 月 24 日发布的《中华人民共和国证券投资基金法》（2015 年修正）（“《证券投资基金法》”）第九十四条关于“证券投资”的定义，根据该条规定，“非公开募集基金财产的证券投资，包括买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额，以及国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种”。

## 二、 引入——何谓 PIPE？

PIPE 作为一项私募基金投资策略的主要特点体现在其投资标的为上市公司股份，但其投资方式又具有一些私人属性。基于此会产生疑问，是否以 PIPE 方式投资即意味着是以非公开交易方式投资，采取 PIPE 投资策略的私募基金所属业务类型是否均确定为私募股权投资基金？欲就此问题作出答复，我们首先需要进一步了解一下所谓 PIPE 的具体所指。

### （一） 美国市场的一些参考

虽然在美国资本市场上已发展至较为成熟，美国法律法规或监管规定中对于 PIPE 这一概念并无明确定义。不过在美国，PIPE 通常被认为是私募股权投资基金（private equity fund）（为示区别以下简称“**PE 基金**”）主要采取的一项投资策略，而其他 PE 基金主要投资策略包括并购投资（buyout investment）等。但需要特别注意的是，美国证券交易委员会（SEC）对于私募基金的分类规则与中国基金业协会的分类规则并不相同，故美国市场中所述的 PE 基金与中国监管规则项下所述的私募股权投资基金内涵并不一致。根据美国 SEC 提供的定义，PE 基金是指“除对冲基金（hedge fund）、流动性基金（liquidity fund）、房地产基金（real estate fund）、资产证券化基金（securitized asset fund）或创业投资基金（venture capital fund）外且在一般情况下不向投资者提供赎回权利的私募基金。”<sup>4</sup>

虽无法规定义，美国纳斯达克交易所网站上的术语词典中就 PIPE 的定义有如下介绍<sup>5</sup>：“主要在私人投资者对上市公司进行大规模投资时发生。通常是在股权估值下降且公司在寻找新的资金来源时发生。是上市公司通往股权市场的一条额外的快速通道——它们已有股份公开交易而这是根据证券购买协议针对投资者的一项额外股票发行，发行人承诺在交割后一定时日内通过一项转售登记声明来登记股份。在私募股权投资的语境下，PIPE 指私募股权投资基金对上市公司的投资。这些投资通常以购买存在有一定折价的优先股的方式进行。”

参考上述定义说明并结合美国实务界的一般理解<sup>6</sup>，美国资本市场上所述的 PIPE 投资通常

<sup>4</sup> 参见：SEC Form PF (Reporting Form for Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors)。

<sup>5</sup> 参见：<https://www.nasdaq.com/investing/glossary/p/private-investment-in-public-equity>。

<sup>6</sup> 参见：Morrison & Foerster LLP，Frequently Asked Questions about PIPEs，载于：<https://media2.mofo.com/documents/faqspipes.pdf>；另根据 Morrison & Foerster LLP 于其官网刊登的一篇介绍性文件 Hedging PIPEs 中所述，其于 1984-1985 年创造了 PIPE 投资架构；Bernhard Särve, Alexander Knauer, Bernhard Schwetzler, A Note on Private Investments in Public Equity (PIPE) of Private Equity Firms。

而言具备如下几个要素：

- **私人 (Private)**：为上市公司和少数投资者之间通过私下协商方式进行的一项交易。上市公司不进行公开发行，交易条款由各方私下协定；
- **投资 (Investment)**：为对上市公司的直接投资。投资者从上市公司购买新发行的股票，所有募集款项直接归属于上市公司；
- **公开 (Public)**：发行股票者为已上市公司；
- **股权 (Equity)**：**投资者**主要投资于股权或股权相关证券（例如可转换债券），意味着投资者可直接或间接获取上市公司所有者权益。

即，大多数情况下，美国市场上所说的 PIPE 指的是“投资者通过私人交易方式对上市公司进行的一项投资”。从上市公司层面，PIPE 是上市公司的一种融资渠道，虽亦可为大规模上市公司所采用，但尤其受到中小规模上市公司的青睐。受限于公开市场融资的高昂成本、缺乏机构投资者青睐、股票交易量低迷和投资银行无偏好等因素，中小规模上市公司往往在通过公开市场融资方面面临较多困难及障碍，而 PIPE 即为资本市场为该等中小规模上市公司提供了一种融资渠道，使得这些中小规模上市公司能够以相对较低的成本获得融资。

根据一些美国市场研究资料中的介绍，美国市场上的 PIPE 交易从交易标的上来看可分成“传统型 PIPE”和“结构型 PIPE”两种：(i) “传统型 PIPE”通常包括对普通股或者可转换证券（转换价格固定）的交易；(ii) “结构型 PIPE”包括可转换债券或者可转换优先股（根据普通股的市场决定转换价格）、浮动可转换证券（fluctuating convertibles）、结构股本额度（structured equity lines）等证券形式，但无论何种形式，该等交易标的通常均与上市公司股票相关。

## （二）中国市场的一些理解

PIPE 这一概念在中国属于舶来品，故在中国法律法规或监管规定中尚无明确定义。近年来中国私募行业飞速发展，PIPE 作为一项在美国等境外资产市场已发展成熟的私募基金投资策略，也受到中国市场参与者的关注并被逐步被介绍到国内市场（此处仅指 PIPE 概念本身，其在中国市场所具体对应的如定增等投资方式则早已在中国市场被广泛采用），PIPE 这一术语本身亦已见诸于一些中国私募机构发行的私募基金产品的产品要素。

但就 PIPE 内涵，目前中国市场上暂不存在被广泛认可的一致理解，一些目前较为常用的 PIPE 内涵外延的理解如下：

- “PIPE 全称 Private Investment in Public Equity，私募股权投资已上市公司股份，PIPE 是这个英文名称的首字母。PIPE 投资的最大特点是投资已上市公司，具体的进入形式：定向增发、协议转让、可转债、可交换债等。”<sup>7</sup>
- “PIPE 一词源于海外成熟发达资本市场，英文为 Private Investment in Public Equity，译指专注于上市公司的**私募**股权投资，在国内一般又称为一级半市场，包括定增、大

<sup>7</sup> 参见：终于有人把 PIPE 投资讲透了，载于：<https://xueqiu.com/4539283487/74973340>。

宗交易、协议转让、EB、CB 等多种投资方式。”<sup>8</sup>

- “归纳来说，PIPE 目前已经走上 A 股前台，具体的投资方式无非是三类：针对一般性 PE 机构的**竞价**定增；**针对**上市公司关联方的定价定增；PE 机构与上市公司达成的大宗交易或大宗协议转让。”<sup>9</sup>

这些关于 PIPE 含义的说明表述从法律角度来看未必严谨，但结合我们在实务中的了解，一定程度上也代表了中国市场多数市场参与者对于 PIPE 这一概念的理解。即，所谓 PIPE 投资主要指的是以二级市场集中竞价交易方式以外的具有一定非公开性质的方式对上市公司进行的投资，具体的投资方式包括但不限于参与定增（非公开发行股票）、大宗交易或协议转让等，投资的标的主要为上市公司的股票，但也可能包括可转债、可交债等股票衍生品。

对比中国市场中对于 PIPE 概念的理解和前述美国市场中关于 PIPE 概念的理解，可见虽然 PIPE 源于境外，但中国市场中 PIPE 这一概念已衍生出了新的内涵。从美国市场的经验来看，市场普遍理解 PIPE 是作为上市公司的一条融资渠道，是投资者通过非公开方式对上市公司进行的一项直接投资，其内涵更加类似于中国法律语境下所述之定增（非公开发行股票）；而在中国市场中，PIPE 并不局限于通过认购上市公司非公开发行证券对上市公司投资这一交易类型，还包括了通过大宗交易、协议转让等二级市场集中竞价交易以外其他方式对上市公司投资的情形，而此等情形下投资者通常并非系直接向上上市公司进行投资，而是通过二级市场从上市公司其他股东购买上市公司已公开发行股份。

### 三、 浅析——PIPE 基金属于何种基金类型？

鉴于上述中国市场中对于 PIPE 这一概念的通常理解，当某一中国市场参与者提及一支采取 PIPE 投资策略的私募基金，这支私募基金可能采取的投资方式可能包括但不限于定增（非公开发行股票）、大宗交易或协议转让。而根据中国现行私募监管规则，采取这三类方式投资的私募基金视其拟主要采取的具体投资方式不同，其按照私募基金分类监管规则所属基金类型也可能不同。

#### （一）定向增发

定向增发非法律概念，其对应的法律概念为非公开发行股票。根据中国证券监督管理委员会于 2006 年 4 月 26 日发布的《上市公司证券发行管理办法》中定义，“非公开发行股票，是指上市公司采用非公开方式，向特定对象发行股票的行为”。如私募基金拟参与上市公司定向增发（包括询价发行或定价发行的情况），其将会取得上市公司向其“**非公开**”定向发行的股票，这一交易行为明显区别于《证券投资基金法》项下定义的“买卖**公开发行的**股份有限公司股票、债券、基金份额 以及国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种”的“证券投资”行为。基金业协会的《基金分类说明》也特别说明，“主要投资上市公司定向增发的上市公司定增基金，基金类型建议选择股权投资基金”。因此，主要采取参与定增方式投资的 PIPE 基金应作为私募股权投资基金备案是清楚明确的。

<sup>8</sup> 参见：中新融创胡维波：差异化的 PIPE 投资如何助力消费升级，载于：<http://pe.pedaily.cn/201612/20161207406388.shtml>。

<sup>9</sup> 参见：PE 深度介入一级半市场：解码 PIPE 投资 A 股三大模式，载于：<http://finance.eastmoney.com/news/1668,20141106442598924.html>。

## （二）协议转让

本文中所述协议转让是指《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》项下所述“协议转让”。根据该法规相关条款规定，“上市公司流通股股份转让涉及下列情形之一的，可以通过证券交易所和结算公司办理流通股协议转让手续：（一）与上市公司收购及股东权益变动相关的股份转让；（二）转让双方存在实际控制关系，或均受同一控制人所控制的；（三）外国投资者战略投资上市公司所涉及股份转让；（四）中国证监会认定的其他情形。收回股权分置改革中的垫付股份、行政划转上市公司股份等情形，比照本规则办理。”

参照《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》及《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》中的定义，“协议转让”具体是指“出让方和受让方依据依法订立的协议申请转让上市公司流通股股份的行为”。从前述定义中可以看出，协议转让的标的为上市公司流通股股份，但交易仅发生在作为协议转让之协议双方（即转让方及受让方）之间，交易条款和条件由双方协商确定，从交易方式上看具有一定的“非公开性”。

协议转让的标的为上市公司流通股，投资标的性质为“公开交易的”证券；但通过协议转让方式取得上市公司流通股这一交易本身又因协议转让的对象特定、交易过程非公开而可说是一项“非公开交易”。由于兼具“公开性”和“非公开性”，市场上就通过协议转让方式买卖上市公司股票是否构成一项“证券投资”、主要以协议转让方式投资上市公司股票的私募基金应当作为私募证券投资基金备案还是作为私募股权投资基金备案等问题存在不同观点。尤其是，考虑到通过协议转让方式受让上市公司股票通常是与上市公司收购兼并、战略投资、结构重组等交易目的结合，此类投资行为与通过二级市场买卖股票赚取差价的证券投资行为在交易目的和交易方式上都有较为显著的区别，继而有不少业内人士认为相对于证券投资以“协议转让”方式投资更符合私募股权投资的基本特点，而实践中市场上也有较多私募股权投资基金（特别是其中的并购基金）以协议转让方式对上市公司进行投资的案例。

从法条语言分析角度看，《证券投资基金法》项下定义的“证券投资”指“买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额，以及国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种”，此项定义对于本质为非公开发行股票发行的定增而言明显不适用，但对于买卖“流通股”的协议转让并无法当然排除；而根据基金业协会发布的《基金类型说明》，私募基金是否属于“私募证券投资基金”，主要看其主要投资的投资标的是否属于“公开交易的”证券产品。“协议转让”从交易方式上具有一定的“非公开性”，但同时，作为交易标的的上市公司流通股股份有显著的“公开交易性”。因此，在现行中国监管法规项下，主要采取协议转让方式进行投资的 PIPE 基金作为私募证券投资基金备案有一定的理论依据，但据我们所知，市场上亦有该类 PIPE 基金在基金业协会成功备案为私募股权投资基金的先例，因而具体基金的备案类型仍应以基金业协会的意见为准。

## （三）大宗交易

所谓大宗交易，是证券交易所针对大额证券买卖创设的一项交易制度。满足一定条件的证券买卖方可采用大宗交易方式进行，例如，根据《上海证券交易所交易规则》中的规定，可采取大宗交易方式的证券买卖包括但不限于“A 股单笔买卖申报数量应当不低于 30 万股，或者交易金额不低于 200 万元人民币”。根据《上海证券交易所大宗交易系统专场业务办理指南》，大宗交易系统专场业务是指“由股份持有者发起出售需求，或股份购买者发起购买需求，经委

托为其提供公开发售、配售或购买等相关服务的会员向本所提出申请，由本所组织专场，相关会员和合格投资者作为响应者参加，通过本所大宗交易系统采取协商、询价、投标等方式确定成交，并由中国证券登记结算有限责任公司完成结算的业务”。

大宗交易的标的包括上市流通的股票、基金、债券及债权回购等。区别于集中竞价交易，大宗交易是通过证券交易所的专设系统（如上海证券交易所的大宗交易系统及深圳证券交易所的综合协议交易平台）进行，且相应系统实行准入制度，仅允许交易所会员（具有自营和客户资产管理业务资格的）和合格投资者直接参与大宗交易系统专场业务。具体交易方式上，相关会员和合格投资者通过证券交易所专设系统采取协商、询价、投标等方式确定成交。

大宗交易的交易标的是明显具有“公开”属性的上市流通证券，而大宗交易的交易方式相对于二级市场集中竞价交易而言又有一些“非公开”属性。虽然兼具一些“公开”和“非公开”属性，但我们理解所谓“大宗交易”本质是证券交易所为便于大额证券交易的执行而推出的一项交易制度，交易标的仍然是“公开交易的”股票、基金、债券及债权回购等，交易方式上虽然是通过会员制的专门系统进行，但仍然是在证券交易所主导下的竞价交易。此外，考虑到大宗交易一直以来都是公开募集证券投资基金最为常见的一种投资方式，将以大宗交易买卖上市公司股票及其他证券认定为构成《证券投资基金法》项下所述“证券投资”较为合理，因此主要以大宗交易方式投资的 PIPE 基金作为私募证券投资基金备案为宜。

#### 四、 结语

目前，监管机构对包括 PIPE 在内的各种私募投资业态的理解处在不断加深的过程当中，相关的监管规则也处于不断变动、演进的状态，我们会持续关注 PIPE 领域的登记备案实践，为业内同仁提供第一线的最新动态和资讯。

## 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，不应被看作是特定事务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，请与汉坤投资基金组王勇先生（+86-10-8525 5553/185 1188 0418; [james.wang@hankunlaw.com](mailto:james.wang@hankunlaw.com)）联系。