



## 私募基金法律

### 我是谁？——私募基金身份认定的惑与解

王勇 | 江辰晨 | 张艳芳 | 林施伊 | 王继敏

随着近年来我国私募基金行业的迅猛发展，私募基金在资本市场中扮演着越来越重要的角色。伴随着高速发展而来的是日趋严格的行业监管，不少客户会遇到这个问题——我设的有限合伙是需要备案的私募基金吗？也有不少企业在申请新三板挂牌、IPO 或进行重大资产重组等资本运作时遇到了同一个问题的另一面——我的股东或潜在投资人中存在需要备案的私募基金吗？

以上两个问题本质上均为私募基金的认定问题，对投资人的利益以及企业的资本运作有实质性影响，一直以来都颇受资本市场关注。但由于现行法律法规对于“私募基金”的界定过于模糊，该问题一直也是实践中客户经常纠结的问题。对于基金律师而言，则处于一个较难给出统一的判定标准、“见了我才知道”（I know it when I see it）的状态。

本文基于对现行法律法规及监管政策的解读并结合相关实践经验进行讨论，旨在对实践中的私募基金认定规则加以初步归纳总结，希望对业界同仁有所助益。

#### 一、立法层面的要件标准

首先，在法律法规层面，《证券投资基金法》<sup>1</sup>（下称“《基金法》”）第二条规定，在中华人民共和国境内，公开或非公开募集资金设立证券投资基金，由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，进行证券投资活动，适用本法。虽然《基金法》并未明确对“私募基金”作出定义，且其适用对象仅为证券投资基金，但其对此后法规及监管规则中私募基金的定义思路和方式有着较为深远的影响。

其次，在部门规章层面，证监会于2014年8月21日颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》（下称“《暂行办法》”）第二条规定，私募投资基金，是指中华人民共和国境内，以非公开方式向投资人募集资金设立的投资基金。非公开募集资金，以进行投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，其登记备案、资金募集和投资运作适用本办法。虽然相较《基金法》，《暂行办法》对“私募基金”作出了明确定义，但针对“募集”“投资”等对

<sup>1</sup> 2012年12月28日首次颁布，2015年4月24日修订。

于私募基金认定具有核心意义的行为本身的含义,《暂行办法》未再作进一步界定,故《暂行办法》对“私募投资基金”的定义并未扫除实务认定中的主要障碍。

最后,在自律规则层面,中国证券投资基金业协会(下称“基金业协会”)于2014年1月17日颁布的《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》(下称“《登记和备案办法》”)第二条规定,私募投资基金,系指以非公开方式向合格投资人募集资金设立的投资基金,包括资产由基金管理人或者普通合伙人管理的以投资活动为目的设立的公司或合伙企业。相较《暂行办法》,《登记和备案办法》亦未对“募集”“投资”等行为作出明确界定,但其将募集对象限定为合格投资人。对此,我们理解,募集对象为合格投资人是私募基金合规运营的必要条件,但并非私募基金的认定要件。换句话说,若某一实体满足私募基金的其他认定要件但其募集对象非为合格投资人,其仍应属于私募基金,只是募集行为合规性存在问题而已。所以,稍晚颁布的《暂行办法》未将“合格投资人”作为“私募基金”的认定要件具有逻辑上的合理性。

此外,国务院曾于2017年8月30日发布《私募投资基金管理暂行条例(征求意见稿)》(下称“《私募条例(征求意见稿)》”),其中第二条规定,私募投资基金是指在中华人民共和国境内,以非公开方式向合格投资人募集资金设立,由基金管理人管理,为投资人的利益进行投资活动的私募证券投资基金和私募股权投资基金。《私募条例(征求意见稿)》仍未就“募集”“投资”等核心行为的含义作出明确界定,且又再次将逻辑合理性上存在瑕疵的“合格投资人”限定纳入其中。此外,暂且不论将私募基金类型限定为“私募证券投资基金”及“私募股权投资基金”能否满足市场及监管的实际需求,单就内涵来看,“私募证券投资基金”及“私募股权投资基金”实为“私募基金”的子集,两者内涵均有赖于“私募基金”内涵的确定,因此,以“私募证券投资基金”及“私募股权投资基金”定义“私募基金”的方式存在循环解释之嫌,其合理性有待商榷。虽然目前该文本仍为征求意见稿,但若后续正式颁布的私募条例沿用该等定义,私募基金认定方面存在的核心问题仍无法得到真正的解决。

综上,现行法律法规及监管规则认可的且具备逻辑合理性的私募基金认定要件主要包括:(1)以非公开方式募集资金;(2)以投资活动为目的;以及(3)资产由基金管理人或普通合伙人管理。但由于现行法律法规及监管规则定义的模糊性,对于前述三个要件的判断还需要结合具体因素进行考量。

## 二、 实践层面的考量因素

### (一) 以非公开方式募集资金

对于“以非公开方式募集资金”行为的判断,可分为“非公开”和“募集资金”两部分来看。

《基金法》第八十七条规定,非公开募集基金应当向合格投资人募集,合格投资人累计不得超过200人。《暂行办法》第十四条规定,私募基金管理人、私募基金销售机构不得向合格投资人之外的单位和个人募集资金,不得通过报刊、电台、电视、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会和布告、传单、手机短信、微信、博客和电子邮件等方式,向不特定对象宣传推介。根据前述规定不难看出,“非公开”的核心要素主要包括:(1)推介方式为非公

开方式<sup>2</sup>；(2) 针对特定的推介对象；以及(3) 募集对象累计不超过 200 人<sup>3</sup>。“非公开”的界定相对较为清晰，争议不大。

而对于何为“募集资金”，现行法律法规及监管规则未作明确定义。在不少新三板挂牌、IPO 案例或重大资产重组案例中，主办券商和律师往往会以“该投资人的出资来源于其股东（或合伙人）的自有资金”为由认为该投资人不存在募集资金的情形。

按照业界较主流的观点，私募基金管理人或普通合伙人<sup>4</sup>与投资人之间为信托法律关系<sup>5</sup>。总体而言，结合信托关系的基本特点，在私募基金的信托法律关系当中，管理人或普通合伙人接受投资人委托的资产，以自身的名义进行管理，同时该等资产独立于投资人。尤其应注意的是，信托法律关系和委托关系等其他法律关系具有较大的相似性，但信托法律关系与该等相似法律关系的根本区别在于，信托法律关系中受托财产的独立性，即受托财产的处置不因投资人的意志而决定。我们可以尝试从信托法律关系的角度论证募集行为。在私募基金的信托法律关系当中，私募基金资产是起点，管理人或普通合伙人在信托关系中的一切行为都是围绕受托财产实施的<sup>6</sup>。募集行为作为私募基金财产的来源，是该信托关系成立的基础条件和路径。募集行为可能表现为向特定投资人提供推介资料（如募集说明书）或以其他形式进行的意向交流。实践中不少情况下，基于投资人之间存在某些现有的特殊关系而通常不被认为存在募集行为或构成私募基金，从上述法律关系的分析角度，便较易理解了：

**有限合伙型员工持股平台** — 其普通合伙人多为企业创始股东或创始股东控制的实体，有限合伙人均为企业员工，目的是持有企业的股权或期权。普通合伙人与有限合伙人组建持股平台的目的在于委托普通合伙人代为管理有限合伙人的资产，当事方之间不形成信托关系，故不存在募集行为，通常不被认定为私募基金。

**企业集团内部投资平台** — 该等投资平台的投资人一般均为受同一实际控制人控制的关联方，且财务上多存在并表的情况，该等特殊关系的存在大大削弱了信托关系存在的合理性和必要性，实践中多不认为该等投资平台属于私募基金。

**亲戚（尤其是近亲属）共同设立的企业** — 许多新三板挂牌、IPO 或重大资产重组的成功案例中存在以“投资人之间存在近亲属关系（如夫妻、兄弟姐妹等）”作为合伙企业不构成私募基金的论证理由且均被接受的情况。同样，该等近亲属关系（尤其是夫妻关系）的存在较大程度上削弱了委托管理前当事方之间资产的独立性，也就变相削弱了信托关系存在的必要性，以此为由论证不存在募集行为具有一定说服力。但相较夫妻关系，其他近亲属关系对于信托关系

<sup>2</sup> 美国《1933 年证券法》下与公开推介基本相对应的概念是“general solicitation”和“general advertising”，如果私募基金份额的推介对象与基金管理人之间存在实质性的现有关系（a pre-existing, substantive relationship），则针对该等对象的推介行为不构成非公开推介（SEC Division of Corporation Finance Compliance and Disclosure Interpretations, Securities Act Rules (updated Aug. 6, 2015), at Question 256.29-31）。

<sup>3</sup> 在美国《1933 年证券法》下，推介对象（offerees）的人数是判定是否属于“公开募集”（public offering）的因素之一，推介对象的人数越多则属于“公开募集”的可能性越大；而实际投资人的人数亦是美国证券/基金法一些类别认定的门槛要求（如《美国 1933 年交易证券法》下成为“报告公司”（reporting company）的要求为 2,000 在册权益人（holders of record）；《美国 1940 年投资公司法》下的 3(c)(1) 基金要求不超过 100 位受益人（beneficial owners））。

<sup>4</sup> 指的是普通合伙人委托私募基金管理人募集，但自行管理资产的情形。

<sup>5</sup> 如基金业协会洪磊会长于 2018 年 8 月 19 日在中国财富管理 50 人论坛发表演讲时指出，“尽快出台私募基金管理条例，厘清私募基金的本质与边界，明确契约型、合伙型、公司型基金的信托义务要求”。

<sup>6</sup> 参见赵磊：《信托受托人的角色定位及其制度实现》，载于《中国法学》2014 年第 4 期。

存在基础的影响显然较小，实践判断中很可能需要结合其他因素综合考量。

当信托关系的直接判断存在较大不确定性时，一些其他因素可能成为判断信托关系的辅助工具，如投资人的人数和投资背景等。具体而言，若投资人人数极少，则解释资金非由募集而来有一定空间；若投资人人数较多，在非公开的前提下，不通过募集的方式往往很难达到很大的人数规模，被认定为“募集”的可能性就会增大。如果投资人中具备专业投资背景的投资人较多，无疑也将会大大增加该企业被认定为私募基金的概率。

## **(二) 以投资活动为目的**

该要件的认定重点在“目的”二字，而企业活动的目的性主要可以通过形式和实质两方面进行考量。

从形式上看，企业的主要目的可通过其名称、经营范围以及组织性文件或类似合同进行初步判断。若某企业的名称或经营范围中包含“投资”“基金”“股权投资”“创业投资”“对外投资”“投资管理”等与投资活动密切相关的字眼，或其组织性文件或类似合同中所描述的企业目的包含前述字眼，那么至少可以说明设立人在设立该企业时存在通过该企业进行投资活动的主观意愿，而该企业成立后存在较大可能性从事投资活动。但企业是否真正从事了投资活动且以投资活动为其经营目的，则需要进一步通过其他考量因素进行实质性判断。另一方面，企业名称、经营范围以及组织性文件或类似合同中没有包含前述字眼并不表示该企业当然不以投资活动为目的。若从企业的实质经营活动判断满足“以投资活动为目的”的要素，则其仍可能具备私募基金的性质，只是可能存在违规经营的情况，需要根据法律法规要求进行相应整改。因此，形式判断只能作为辅助考量因素，最终判断结果主要依赖于实质判断。

从实质上看，存在可以直接判断目的性的情形，比如上文中提到的员工持股平台，虽然表面上看，其主要活动是投资目标公司，但其设立的真正目的是激励员工而非风险投资，故不宜将其目的认定为投资活动。当然，实践中更多的是无法直接判断目的性的情形，此时，则需要通过一些具体考量因素将“目的性”量化，比如每年投资收入在企业总收入中的占比等。如果某企业绝大部分收入均来源于投资活动而非生产经营活动，那么其以投资活动为目的的特征就非常明显。

最后，对于将投资标的数量作为“以投资活动为目的”的考量因素的看法我们认为有待商榷，只要投资活动存在且无其他特殊目的，投资标的为单个或多个、是确定项目的专项基金还是盲池基金（blind-pool fund），似不应影响其基金属性<sup>7</sup>。

## **(三) 资产由基金管理人或普通合伙人管理**

如上文对于私募基金基本法律关系的分析所述，私募基金的基础法律关系是信托关系，而资产由基金管理人或普通合伙人受托独立管理便是该基础法律关系的具体内容。随着信托关系的形成，受托资产脱离投资人的控制而成为基金资产，而基金管理人或普通合伙人对基金资产拥有控制权，对基金资产的处置拥有很大的自主决定权。

相较前两个要件，该要件判断所存在的不确定性及难度相对较小，但实务当中以不具备基

<sup>7</sup> 但据悉也有相关监管机关人士意见曾认为专项基金无需备案，所以是否需备案的最终认定还需以相关监管机关和基金业协会具体负责基金备案的人员意见为准。

基金管理人的身份为由，进而推导不构成私募基金的认定的情形并不罕见。《基金法》第十二条规定，基金管理人由依法设立的公司或者合伙企业担任。《登记和备案办法》第五条规定，私募基金管理人应当向基金业协会履行基金管理人登记手续并申请成为基金业协会会员。据此，不少人理所当然地认为，如果不存在已经完成管理人登记的基金管理人，或资产由自然人管理（如由自然人担任有限合伙企业的普通合伙人），则不存在基金管理人，继而得出不属于私募基金的结论。但需要注意的是，现行法律法规及监管规则对于基金管理人形式和资质的要求更多是出于监管需求，而非对基金管理人的本质定义。其实，将“资产由基金管理人或普通合伙人管理”理解为“存在受托独立管理资产的人士”可能更为恰当。换言之，只要存在受托管理他人资产的行为且无其他削弱信托关系的因素，无论受托人是自然人还是非自然人，也无论其是否已经取得相关资质，都应认为满足“资产由基金管理人或普通合伙人管理”的要件。而私募基金管理人形式或资质是否符合法定要求，只是判断该基金管理人管理行为是否合规的标准。

就管理费和业绩报酬而言，虽然不能作为认定存在受托独立管理资产行为的直接依据，但可作为重要的辅助因素进行考量。获取管理费和业绩报酬是受托人管理私募基金的主要目的，也是其主动建立信托关系的动力所在。虽然实践中不乏豁免管理费和业绩报酬的情况存在，但收取管理费或业绩报酬显然会增大被认定为私募基金的可能性。

综上，“以非公开方式募集资金”“以投资活动为目的”及“资产由基金管理人或普通合伙人管理”涉及多方面因素的考量，需针对个案具体分析：

- “以非公开方式募集资金”的考量因素包括：（1）是否存在信托法律关系；（2）投资人之间的关系；（3）投资人的人数；（4）投资人的专业背景等；
- “以投资活动为目的”的考量因素包括：（1）名称、经营范围及组织性文件或类似合同中是否包含“投资”“基金”“股权投资”“创业投资”“对外投资”“投资管理”等与投资活动密切相关的字眼；（2）投资收入占比等；
- “资产由基金管理人或普通合伙人管理”的考量因素包括：（1）存在受托管理资产的人士且该人士对资产是否拥有控制权；（2）是否收取管理费和业绩报酬等。

以上是我们结合法律法规、监管政策和实践经验对私募基金认定问题的一点看法。

如果读完本篇文章还是未能解决您在私募基金认定方面的所有困惑，那就是时候拨打您的基金律师电话了。

## 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。