

中国私募基金监管与实务

蓝皮书

(第三版)



漢坤律師事務所
HAN KUN LAW OFFICES

二〇一八年十月

第三版序

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，从业者和监管部门一起摸着石头过河，时至今日，中国的私募基金市场已初具规模。为适应行业发展需要，营造更加健康有序的投资环境，近年来针对私募基金行业的各项监管规定频出，中国私募基金行业的系统性监管规则体系已初见雏形。

汉坤律师事务所（“汉坤”）长期以来活跃于中国和跨境私募基金领域的最前沿，协助客户深度参与了私募基金募集、投资、管理、退出各环节，在陪伴客户成长的同时，积累了大量理论与实践经验。作为中国私募基金行业发展的见证者和私募基金领域法律服务的实践者，汉坤对国内私募基金的发展始终心存使命，在服务客户的同时不断总结工作心得，与广大私募基金行业从业者分享，为中国私募基金行业的发展略尽绵力。

汉坤从2016年起开始组织本所投资基金组律师撰写《中国私募基金监管与实务热点评论》（“《热点评论》”），获得市场的广泛好评。此后，我们于2018年4月推出了《热点评论》的升级版——《中国私募基金监管蓝皮书》，结合私募基金与资管行业的最新监管动态，从中国私募基金的监管法律框架、募集设立、投资运作、税务筹划等方面出发，全景式勾勒中国私募基金监管体系，在确保专业性的前提下力争提高可读性。时隔半年，我们结合最新监管要求和市场动态，再次推出第三版《中国私募基金监管与实务蓝皮书》（“《蓝皮书》”），以酬业内读者厚爱。

总体而言，较之第二版《蓝皮书》，本第三版在体例、内容方面都有较大调整和更新，写作逻辑更顺畅，内容更丰富，整体篇幅增加近一倍。第三版《蓝皮书》在第二版的基础之上，对国内监管框架下的私募基金类型及不同类型私募基金的发展和差异化监管情况作了整体性梳理。在具体展开私募基金监管法律问题时，将私募基金管理运作时涉及的普遍问题和PE/VC基金与私募证券投资基金所涉及的不同法律问题区分论述，融合了《资管新规》对私募基金的适用、外资参与境内私募基金设立、政府引导基金参与市场化子基金、境内基金境外投资等众多市场热议问题。本第三版还拓展了近期私募基金行业内关注的焦点——私募基金的税务问题，对私募基金的整体税收筹划、具体税种的适用及CRS等问题均予以关注。此外，国内私募基金一级市场的发展也已逐渐催生了私募基金二级市场的产生和成长，本第三版以专章介绍了私募基金二级市场交易的最新发展。我们真诚地希望本《蓝皮书》能对中国私募基金业界人士有所助益。

目 录

第一章 中国私募基金监管发展概览	1
第1节 中国私募基金行业发展概况	1
1.1 中国监管规则下的私募基金	1
1.2 各类私募基金发展概况	3
第2节 中国私募基金行业监管框架	7
2.1 私募基金行业统一监管前时代	7
2.2 中国私募行业的统一监管	8
2.3 中国私募基金的分类型差异化监管	14
第二章 中国私募基金监管主要法律问题	18
第1节 私募基金的运作管理	18
1.1 管理人登记	18
1.2 管理人入会	19
1.3 募集规范	21
1.4 基金备案	25
1.5 信息披露	28
1.6 从业人员管理	29
1.7 外包服务	30
第2节 中国PE/VC基金监管主要法律问题	30
2.1 PE/VC基金的特殊发起方	30
2.2 PE/VC基金的特殊背景投资人	33
2.3 PE/VC基金的投资	59
第3节 中国私募证券投资基金监管主要法律问题	69
3.1 私募证券投资基金的组织形式	69
3.2 私募证券投资基金的托管	71
3.3 私募证券投资基金的运作管理要求	72
3.4 外资私募证券投资基金管理人	74
第三章 中国私募基金的税务问题	79
第1节 税收筹划	79
1.1 基金架构	79
1.2 地方优惠扶持	81
第2节 基金税收关注热点	82
2.1 资管产品增值税适用	82
2.2 印花税	82
2.3 外商投资有限合伙企业的税务处理	83
2.4 创投税收政策	83
2.5 通用报告标准（CRS）	86
第四章 中国私募股权二级市场和交易	88
第1节 PE二级市场简介	88
第2节 PE二级市场的发展现状	91

第3节 PE二级市场交易平台的设立及相关法律问题.....	92
第4节 PE二级交易模式.....	94
第5节 PE二级交易环节.....	95
第6节 PE二级交易谈判要点.....	98
第7节 PE二级市场发展展望.....	100
第五章 结语.....	102

第一章 中国私募基金监管发展概览

第1节 中国私募基金行业发展概况

1.1 中国监管规则下的私募基金

私募基金¹行业从20世纪80年代起在中国²市场萌芽及发展，但中国监管机构/行业自律组织正式发布的监管规定/自律规则中首次提到私募基金并对其进行定义，则是在中国私募基金行业自律组织中国证券投资基金业协会（“中基协”）2014年1月17日发布的《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》”）中。《私募登记备案办法》第二条规定：“本办法所称私募投资基金（以下简称私募基金），系指以非公开方式向合格投资者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者合伙企业”。

2014年6月30日，中国证券监督管理委员会（“证监会”）审议通过了《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》”），对私募基金的定义作了进一步明晰。《私募暂行办法》第二条规定：“本办法所称私募投资基金（以下简称私募基金），是指在中华人民共和国境内³，以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金。私募基金财产的投资包括买卖股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的。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。”

在中国监管机构/行业自律组织发布的监管规定/自律规则下，私募基金即指“以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金”。私募基金是投资基金、以投资为主营业务，此特征将其与以实业项目经营为主营业务的实业企业相区别。私募基金的一个核心特征是以“非公开方式”募集资金，此点将其与以公开方式募集资金投资的公募基金（即经证监会批准设立的证券投资基金管理公司公开面向投资者发售基金份额募集资金的证券投资基金）区别开来（二者区别可详见本《蓝皮书》第二章第1.3节）。根据《私募暂行办法》中对于私募基金的定义和对其投资范围的规定，私募基金不仅包括《中华人民共和国证券投资基金法》（“《基金法》”）下通过非公开募集方式设立的证券投资基金（私募证券投资基金），还

¹ 中国监管机构/行业自律组织正式发布的监管规定/自律规则中使用“私募投资基金”和“私募基金”术语的情况均较为常见，本《蓝皮书》中统一使用“私募基金”进行指代。

² 仅为本《蓝皮书》之目的，本《蓝皮书》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。

³ 目前中国的私募基金监管法规、自律规则暂不直接适用于在中国之外设立的私募基金，但这并不代表该等境外基金的募集设立、投资运作在任何情况下均不需要考虑中国的监管法规、自律规则或相关政策对其的影响。

包括以非公开方式募集资金进行股权投资（PE）、创业投资（VC）或其他投资活动的实体⁴。

在中基协对中国私募基金管理人及私募基金登记/备案管理实践中，中基协基于私募基金主要投资标的不同，将私募基金划分为“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”八种类型⁵，并基于不同类别私募基金管理人可发起设立/受托管理的私募基金类别将私募基金管理人划分为“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⁶。三类私募基金管理人可申请从事的业务类型（即可申请管理的私募基金类型）分别如下⁷：

私募基金管理人类型	可申请管理的私募基金类型 ⁸	
私募证券投资基金管理人	私募证券投资基金	指主要投资于公开交易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
	私募证券类 FOF 基金	指主要投资于证券类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金

⁴ 关于实践中在私募基金认定方面的一些常见问题以及相关认定规则，请参阅汉坤法律评述《我是谁？——私募基金身份认定的惑与解》（2018/09/10），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/e84a9f019c53e71aa3b80af747f4ab5e.pdf>。

⁵ 关于投资策略为 PIPE（定向增发、协议转让、大宗交易）的管理人及其基金的登记/备案类型，请参阅汉坤法律评述《PIPE 管理人及基金登记/备案之迷局初探》（2018/08/16），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/c96c19510cfa8192f022bb2fc37451dd.pdf>。

另需注意的是，与中基协的分类不同，2018年4月27日发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发[2018]106号）（“《资管新规》”）按照投资性质的区别，将资产管理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。鉴于分类是监管的基础，未来如果私募基金被纳入“资产管理产品”进行统一监管，监管部门可能也会根据《资管新规》中的产品分类标准对私募基金以及私募基金管理人进行分类，或在目前中基协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。

⁶ 2018年8月29日，中基协发布了《私募基金登记备案相关问题解答（十五）》（“《问答十五》”），明确自2018年9月10日起，新的申请机构或已登记的私募基金管理人，可以向协会申请成为“私募资产配置基金管理人”。自此，在目前证券类、股权创投类和其他类私募基金管理人之外，有了一种全新的私募基金管理人类型可以选择。目前，监管部门还未就私募资产配置基金管理人出台进一步相关法律法规。相关监管规定请参阅汉坤法律评述《跨界神器横空出世之“私募资产配置基金管理人”——基金业协会问答（十五）解读》（2018/08/30），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/1a616bf6f24bb4cael1ec8358ab2457e.pdf>。

⁷ 请参见中基协于2017年4月启用的新的资产管理业务综合报送平台上发布的《有关私募证券投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》。

⁸ 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。

私募基金管理人类型	可申请管理的私募基金类型 ⁸	
私募股权、创业投资基金管理人	私募股权投资基金	指除创业投资基金以外主要投资于非公开交易的企业股权的私募基金
	私募股权投资类 FOF 基金	指主要投资于股权类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金
	创业投资基金	指主要对处于创业各阶段的未上市成长性企业进行股权投资的私募基金（新三板挂牌企业视为未上市企业）
	创业投资类 FOF 基金	指主要投资于创投类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金
其他私募投资基金管理人	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私募基金
	其他私募投资类 FOF 基金	指主要投资于其他类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金

1.2 各类私募基金发展概况

1.2.1 私募股权、创业投资基金（PE/VC 基金）发展概况

私募股权投资（“PE”）及风险/创业投资（“VC”）⁹的概念于20世纪80年代末¹⁰被介绍到中国，“私募股权投资”及“风险/创业投资”术语分别对应英文“Private Equity”和“Venture Capital”。针对“私募股权投资”和“风险/创业投资”两者的关系，行业中存在两种不同的意见：一种意见认为“风险/创业投资”指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；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

⁹ 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。

¹⁰ 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”。

重要分支，而“私募股权投资”还包括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。本《蓝皮书》中除非另作说明，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”指代两者合称。

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/VC机构的数量出现了井喷式增长。在发展早期，中国的PE/VC行业发展主要依赖国资机构及外资机构推动。一方面，原国家科学技术委员会于1985年出资成立了中国新技术创业投资公司，1992年上海、江苏、浙江、广东、重庆等地地方政府出资设立了以科技风险投资公司为名的创业投资机构；另一方面，20世纪90年代初以IDG等为代表的境外PE/VC机构相继进入中国市场，并在20世纪90年代起至2006年的十余年间一定程度上主导了中国PE/VC行业的早期发展¹¹。

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¹²、《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PE/VC行业密切相关的法律法规逐步修改完善和出台¹³，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，一些新闻媒体甚至称中国出现了“全民PE”的狂潮。

根据中基协的统计，截至2018年8月底¹⁴，已在中基协登记私募股权、创业投资基金管理人14,538家，已备案私募股权、创业投资基金合计32,622支（其中私募股权投资基金26,572支、创业投资基金6,050支），管理基金规模合计达8.31万亿元（其中私募股权投资基金7.5万亿、创业投资基金8,100亿）。

1.2.2 私募证券投资基金发展概况

私募证券投资基金指以非公开方式募集设立并以“证券投资”为其主营业务的私募基金，即现行有效的《基金法》项下所述的通过非公开募集方式设立的证

¹¹ 在此期间，大量境外PE/VC机构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，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。红筹架构为设立于中国境内的企业为进行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。

¹² 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。

¹³ 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。

¹⁴ 数据来源于中基协《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报》（2018年第8期）。

券投资基金。虽然中国立法机构于2003年即颁布了《基金法》，但直至2012年12月28日方才通过修订《基金法》正式认可了私募证券投资基金的合法地位并将其纳入了监管范围（该次修订于2013年6月1日起生效）。

因此，私募证券投资基金在中国的发展基本可分为以下两个阶段：

第一阶段，“阳光私募”阶段。在此阶段针对私募证券投资基金没有明确的法律依据和有效监管。从2004年开始，国内的一些私募投资管理机构通过与信托公司合作，由信托公司向特定的投资人发行证券投资集合资金信托计划。在此种架构下，投资人作为委托人，由信托公司担任受托人，第三方银行担任资金保管人，私募投资管理机构则作为投资顾问实际参与信托计划的募集和管理。此种信托产品使得私募契约、资金募集及信息披露规范化、公开化，迅速得到了很多私募投资管理机构和投资人的青睐。通过采用信托公司集合资金信托计划的形式，私募证券投资基金在国内法律法规尚未完善的大环境下，找到了一条合法发展的阳光之路，较为有效地解决了资金募集、报酬提取等问题，得到了迅速发展。

第二阶段，规范管理阶段。2012年修订的《基金法》将“非公开募集基金”纳入调整范围，私募证券投资基金的法律地位得到认可，从而进入了规范管理阶段。从2014年起，中基协开始对包括私募证券投资基金在内的私募基金实行登记备案制度，在中基协登记成功的私募基金管理机构可以作为管理人募集设立或受托管理私募证券投资基金。在中基协备案成功的私募证券投资基金可以到登记结算机构开户，投资交易所上市交易的股票、债券及其他衍生品等。

随着私募证券投资基金的发展步入正轨，其发展规模迅速壮大。根据中基协的统计，截至2018年8月底¹⁵，已在中基协登记私募证券投资基金管理人8,880家，已备案私募证券投资基金36,086支，管理私募证券投资基金规模达2.4万亿元。

1.2.3 其他私募投资基金发展概况

《私募暂行办法》第二条规定：“私募基金财产的投资包括买卖股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的”。根据该条规定，私募基金可投资范围不限于“股票、股权、债券、期货、期权、基金份额”，而是除此之外还可投资于基金合同约定的其他投资标的。因此，相对于前述两个类别的私募基金而言，其他私募投资基金的内涵并不明确。可以理解为符合私募基金本质但不可以划入私募股权、创业投资类基金、私募证券投资类基金以及私募资产配置类基金的私募基金都将归入此类。

中基协于2015年7月在旧私募基金登记备案系统上刊载的《基金备案及信息更新填表说明》中曾有“其他投资基金”包括“红酒艺术品等商品基金、债权基

¹⁵ 数据来源于中基协《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报》（2018年第8期）。

金（非标债权、委托贷款等）、FOF、其他”等投资类型的说明，但其后中基协于2017年4月5日全面启用了新的资产管理业务综合报送平台（<https://ambers.amac.org.cn>），而在新平台上发布的《有关私募投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》中，“其他私募投资基金”被定义为“投资除证券及其衍生品和股权以外的其他领域的私募基金”，并包含“红酒艺术品等商品基金、其他类基金”两个细分产品类型，“债权基金”类别被删除。

从中基协的审核实践来看，在2017年9月以前，以委托贷款、信托贷款、收益权投资、非标债权投资等方式进行债权投资的私募机构登记为其他私募投资基金管理人/其他私募投资基金的情况较为常见，而自2017年9月起截至目前，在中基协登记为其他私募投资基金管理人的均为合格境内有限合伙人（QDLP）管理机构。2017年以来，中基协对从事债权投资的私募基金管理人和私募基金监管逐渐趋严。2017年12月2日，中基协领导在第四届私募投资基金峰会上发表讲话，谈到“一些机构充当信贷资金通道，通过单一资产对接或结构化设计等方式发行‘名股实债’、‘明基实贷’产品，变相保底保收益”，中基协“对违法违规开展金融机构持牌专营业务或者不符合协会自律规则的产品，如进行直接借贷、民间借贷、P2P、众筹投资等，或直接购买商品房产出售获取差价等的，不予备案”。

2018年1月5日，中国银行业监督管理委员会（“银监会”）¹⁶颁布《商业银行委托贷款管理办法》（银监发[2018]2号），其中第十条第（一）项规定，商业银行不得接受委托人受托管理的他人资金发放委托贷款。紧随其后的2018年1月12日，中基协在其资产管理业务综合报送平台发布《私募投资基金备案须知》（“《备案须知》”）中明确规定：“私募投资基金是一种由基金和投资者承担风险，并通过主动风险管理，获取风险性投资收益的投资活动。私募基金财产债务由私募基金财产本身承担，投资者以其出资为限，分享投资收益和承担风险。私募基金的投资不应是借贷活动。下列不符合‘投资’本质的经营活动不属于私募基金范围：1、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）》（‘《问答七》’）所提及的属于借贷性质的资产或其收（受）益权。2、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；3、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。”

如上所述，在2017年9月以前以委托贷款、信托贷款、收益权投资、非标债权投资等方式进行债权投资的私募机构登记为其他私募投资基金管理人/其他私募投资基金的情况较为常见，但如《备案须知》及《问答七》中所规定，中基协不再认可主要投资于属于借贷性质的资产或其收（受）益权或通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动的实体为私募基金。《备案须知》在《问

¹⁶ 根据2018年3月13日《国务院机构改革方案》，国务院拟组建中国银行保险监督管理委员会，不再保留银监会与保监会。2018年4月8日，中国银行保险监督管理委员会正式挂牌成立。

答七》的基础上对其他私募投资基金中不予备案的产品范围进行了扩大，但并未明确穷尽列举禁止的所有底层资产类型或业务类型，对于投资银行不良资产、非标应收账款或其收益权、其他特定资产收益权等的其他私募投资基金是否属于《备案须知》所禁止的范围，目前尚待监管部门以及实践的进一步明确。

目前市场上其他私募投资基金管理人以及其他私募投资基金数量均远小于其它两类私募基金管理人及私募基金，且2017年9月后的新增机构均为QDLP管理机构，本《蓝皮书》以下内容中暂不再就本类私募基金管理人及私募基金作进一步介绍。

第2节 中国私募基金行业监管框架

中国私募基金行业的监管框架是随中国私募基金行业的高速发展而逐渐形成的，经历了一个从无到有、从分散到统一的发展阶段。目前中国私募基金行业由证监会主导进行整体监管，在私募基金行业发展的历史进程中，国家发展和改革委员会（“发改委”）、对外贸易经济合作部（现商务部）等部委也发挥了重要的作用。

2.1 私募基金行业统一监管前时代

2.1.1 私募股权、创业投资基金（PE/VC 基金）的监管

“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¹⁷。2003年和2005年，对外贸易经济合作部和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。由于该等规定针对创投企业投资领域、设立条件、企业组织形式¹⁸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

¹⁷ 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。”

¹⁸ 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。2006年8月，全国人民代表大会常务委员会修订通

行业的发展需要。

不同于针对创业投资有明确规定，针对“私募股权”（即PE），有很长一段时间，国家层面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¹⁹，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。但该等通知的法律效力层级相对较低，且规定较为原则及简略，未形成全面的监管体系。

2.1.2 私募证券投资基金监管

如前文所提及，在《基金法》通过2012年12月的修订对私募证券投资基金的合法地位予以明确并将其纳入监管范围之前（修订于2013年6月1日起生效），对于私募证券投资基金的监管处于缺失状态。在此期间，通过合法渠道发行私募证券投资基金具有较高的要求，往往需要依靠信托公司、证券公司、商业银行等金融机构才能发行募集。而对于非依托前述金融机构发行的私募证券基金，由于法律法规中没有统一的标准对其进行定性，私募证券投资基金的募集、经营行为甚至与非法经营证券业务、非法集资等违法行为存在区分困难。因而在法律上，私募证券投资基金经常游走于合法与非法的灰色地带。

2.2 中国私募行业的统一监管

2.2.1 证监会的统一监管权限

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。

¹⁹ 关于当时部分地区相关地方政策的简述，请参阅汉坤法律评述《中国各地私募基金及管理公司设立法规的比较分析》（2011/02/12），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/23ed70f551640fc50b137daf76546261.pdf>。

2012年12月，全国人民代表大会常务委员会修订了《基金法》²⁰，首次将“非公开募集证券投资基金”纳入其监管范围，并授权证监会制定相关业务规范，修订后的《基金法》于2013年6月1日起实施。《基金法》中明确规定由证监会对“非公开募集证券投资基金”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”，而根据《基金法》中的定义，“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”，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》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），明确由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。基于此，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。

2.2.2 《私募暂行办法》的出台

2014年6月30日，证监会审议通过了《私募暂行办法》并于2014年8月21日正式发布并实施。《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。以《私募暂行办法》的发布为正式起点，证监会开始对包括私募股权投资（含创业投资、并购投资等细分类别）、私募证券投资及其他私募投资机构在内的整个私募行业实行统一监管。《私募暂行办法》中对私募行业的行政监管规则做出了一系列明确规定，包括但不限于明确了私募基金及其管理人的备案和登记制度、定义了“合格投资者”及澄清了私募基金管理人的非公开发行活动和披露等要求。

2.2.3 行业自律监管体系的建立

作为对包括PE/VC基金在内的整个私募基金行业的统一监管机关，证监会授权于2012年6月6日成立的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《私募登记备案办法》，开始履行私募基金登记备案职能。

²⁰ 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。

证监会制订的《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一系列自律管理规则，包括但不限于《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》（“《信披办法》”）、《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（1-3号）》、《私募投资基金服务业务管理办法（试行）》（“《服务办法》”）等，逐步搭建起了“7+2”的自律规则体系。

2.2.4 私募条例的征求意见

证监会发布的《私募暂行办法》及中基协陆续出台的私募基金监管自律规则初步形成和规范了中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初见雏形。然而，总体而言，现有私募行业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监管的上位法。

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）还以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《私募条例》尚未正式出台，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。

2.2.5 资管新规的出台

（1）《资管新规》对私募基金的适用

2017年11月17日，由中国人民银行主导并会同银监会、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。2018年4月27日，《资管新规》经国务院金融稳定发展委员会讨论，由习近平主席主持的中央全面深化改革委员会第一次会议审议通过并正式发布。作为一个部委规章，《资管新规》的规格之高极为罕见，其对于国内资产管理行业和金融市场的影响之广之深是毋庸置疑的，但就其如何适用于私募基金目前尚存在一定不确定性。

《资管新规》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、金融资产投资公司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”，第三条规定：“资产管理产品包括但不限于人民币或外币形式的银行非保本理财产品，资金信托，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等。”可见，私募基金管理人及私募基金并不在《资管新规》第二条及第三条中所列明的各类“金融机构”或“资产管理产品”之列。

但是，《资管新规》第二十二条第三款中规定：“公募资产管理产品的受托机构应当为金融机构，私募资产管理产品的受托机构可以为私募基金管理人”，《资管新规》第三十条规定：“资产管理业务作为金融业务，属于特许经营行业，必须纳入金融监管。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”，而根据中国人民银行有关负责人就《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》答记者问中所述，“国家另有规定的除外”主要指私募投资基金的发行和销售。因此，基于前述条款和相关负责人员的解释，我们理解私募机构不属于“金融机构”，但私募基金却可能被认定为《资管新规》项下“资产管理产品”。

《资管新规》第二条第三款规定：“私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的事项适用《资管新规》，创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”。目前适用于私募基金的专门法律、行政法规仅包括《中华人民共和国证券法》及《基金法》，而适用于私募基金的具体规则大部分为证监会发布的部分规章、规范性文件或由中基协发布的行业自律规则。根据前述规定，对于证监会部门规章、规范性文件以及中基协行业自律规则中与《资管新规》不一致或相冲突的部分，应根据《资管新规》执行。但是，鉴于《资管新规》其性质上仅为监管部门联合发布的关于规范资产管理业务的指导意见，其中大部分规定较为笼统，其规定的具体实施以及与现行证监会部门规章以及中基协自律规则的协调问题，仍有待相关监管机构出台进一步规定进行落实。此外，对于《资管新规》第二条中规定的“私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的”事宜的具体范围，亦有待监管部门进一步明确。例如，对于在法律、行政法规层面没有具体规定相关标准，但规定了相关具体标准由下位法规具体规定的情况，

是否应视为相关事宜已在法律、行政法规层面进行了明确规定²¹。

（2） 《资管新规》的核心内容概要

《资管新规》中部分与私募基金相关核心内容简要概括分析如下：

（i） 合格投资者认定标准

根据《资管新规》：“资产管理产品的投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类。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或者其他组织。

（一）具有2年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于300万元，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。

（二）最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位。

（三）金融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。”

《资管新规》所规定的合格投资者标准较《私募暂行办法》和《募集管理办法》的规定有所差异。根据《资管新规》的规定，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的事项适用《资管新规》。不过，虽然《私募暂行办法》和《募集管理办法》均不属于法律或行政法规，但根据《基金法》第八十七条的规定，“合格投资者的具体标准由国务院证券监督管理机构规定”，证监会正是基于该等法律规定授权在《私募暂行办法》中规定了合格投资者的具体标准。因此有观点认为，《私募暂行办法》中的合格投资者标准基于《基金法》的授权而制定，不属于《资管新规》中规定的法律、行政法规中没有明确规定的事项，因而关于私募基金的合格投资者的标准仍应适用目前《私募暂行办法》中的具体标准。但从本《蓝皮书》出具之时的监管趋势来看，我们还是建议私募基金按上述规定中孰严者适用。

（ii） 投资非上市股权及其受（收）益权产品的封闭式运作要求

《资管新规》第十五条第四款规定：“资产管理产品直接或者间接投资于未上市企业股权及其受（收）益权的，应当为封闭式资产管理产品，并明确股权及其受（收）益权的退出安排。未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日。”

根据上述规定，仅“封闭式”资管产品可直接或者间接投资于未上市企业股

²¹ 例如下文第（2）项所述关于合格投资者的认定标准。

权及其受（收）益权。关于封闭式基金的认定，目前仅见于《基金法》第45条，根据该条的规定，“采用封闭式运作方式的基金（以下简称封闭式基金），是指基金份额总额在基金合同期限内固定不变，基金份额持有人不得申请赎回的基金”。目前，大多数PE/VC均以有限合伙企业的形式存续，对于应该如何判断以有限合伙形式存续的PE/VC基金为“开放式”还是“封闭式”基金，目前适用法律法规层面尚无明确的标准。实践中PE/VC基金出于募集及管理的需要，基金合同通常会对基金后续募集、减资及入伙退伙事项进行约定，如该等约定将导致私募股权投资基金可能被认定为“开放式”资产管理产品，则《资管新规》第十五条的规定将会对PE/VC基金的运营造成重大影响。

（iii） 多层嵌套和通道业务的禁止

根据《资管新规》第二十二条：“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。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”。在私募基金被纳入“资产管理产品”进而根据前述规定统一监管的情形下，其他资产管理产品嵌套私募基金，例如银行发行的资产管理产品通过嵌套资管计划、信托计划投资于私募基金的方式，以及私募基金再进行下层基金投资，在架构设计上都会受到该规定的限制。

《资管新规》消除多层嵌套和通道的监管目的在于打击“规避投资范围、杠杆约束”的监管套利行为，而对于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》首先要求金融监督管理部门和国家有关部门统一同类资管产品的监管标准，对资管业务实行平等准入，促进资管产品获得平等主体地位，从根源上消除多层嵌套的动机；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。中国人民银行有关部门负责人曾在就《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，也提到了应充分考虑某些具有“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。

（iv） 产品分级限制

根据《资管新规》第二十一条规定：“公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过3:1，权益类产品的分级比例不得超过1:1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过2:1。发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自

主管理，不得转委托给劣后级投资者。分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排”。《资管新规》对于分级产品的设计进行了比较严格的规定，此等规定将对结构化私募基金的发行构成一定限制。

（v） 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》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，在对以资产管理产品份额进行质押的限制方面，相较于《资管新规（征求意见稿）》中“资产管理产品的持有人不得以所持有的资产管理产品份额进行质押融资”的规定，《资管新规》将对于以资产管理产品份额进行质押的限制限定在了金融机构受托管理的资产管理产品份额的范围内，即正式出台后的《资管新规》并未禁止非金融机构投资者以其持有的基金份额进行质押。前述调整也更好地避免了《资管新规》与实践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相冲突²²。

2.3 中国私募基金的分类差异化监管

2.3.1 中国私募基金分类监管

2016年2月29日，证监会召开专场发布会，证监会私募基金监管部负责人在会上指出，私募基金的监管应遵循“统一监管、功能监管、适度监管、分类监管”的基本原则²³。其中，“统一监管”是指落实《基金法》和中央编办关于私募股权基金监管职责分工要求，将私募证券投资基金、私募股权基金、创业投资基金和其他私募基金等各类私募基金纳入统一监管；“分类监管”是指在统一立法、统一登记备案基础上，根据各类别私募基金投资标的的不同，对私募证券投资基金、私募股权基金和创业投资基金等分别进行备案，提出不同的监管要求，同时根据各类私募基金的管理规模大小、投资者人数、合规风险程度、投诉举报等维度，以问题和风险为导向，进行分类检测和检查。

2017年3月31日，中基协发布《私募基金登记备案相关问题解答（十三）》，为落实私募基金管理人专业化管理原则，中基协明确要求私募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，以及与机构类型关联对应的业务类型中，仅选择一类机构类型及业务类型进行登记；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

²² 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。

²³ 请参见：http://www.cnstock.com/v_news/sns_yw/201604/3779559.htm。

不可兼营多种类型的私募基金管理业务。实践操作中，拟申请登记的私募基金管理人在资产管理业务综合报送平台上选择拟登记的机构类型时，只能在“私募证券投资基金管理人”“私募股权、创业投资基金管理人”“其他私募投资基金管理人”等选项中择一进行登记²⁴。

2017年12月2日，在第四届中国（宁波）私募投资基金峰会上，证监会私募基金监管部负责人指出，证监会将探索分类分级监管加强诚信激励约束²⁵。证监会将根据私募机构的合规守信情况和不同类型私募基金的特点，研究制定分类分级标准，在风险监测、现场检查、信息披露等方面提出不同监管要求，并实施差异化监管安排；完善私募基金登记备案制度和分类公示制度，加强私募行业诚信建设，对合规水平和诚信水平较高的机构给予有力激励，对违规失信机构给予应有的诚信约束。

2.3.2 VC基金与PE基金的分类型差异化监管

(1) VC基金与PE基金的差异

如前文所述，中国国内法律文件中对“创业投资”的概念曾作出界定²⁶，而针对“私募股权投资”的内涵未曾有明确说明。虽从发达国家的经验来看PE和VC为两种存在显著区别的业态，仅就中国国内市场实践看来，私募股权投资（PE）和创业投资（VC）之间的界限比较模糊，存在混同。此种现状不利于针对PE/VC截然不同的运作模式采取差异化监管，可能对行业发展造成阻碍。

针对两者区分，业内较为常见的观点是按照投资阶段来区分，即股权投资的主要对象为成熟期企业、创业投资的主要对象为早中期企业。仅以投资阶段来区分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。正如证监会私募基金监管部负责人于十三届中国并购年会中的讲话中指出²⁷，“准确理解并购投资基金运作方式，才能甄别并购投资基金和创业投资基金两大主流类别，准确理解并购投资基金运作方式，才能为并购投资基金、创业投资基金的专业化运作和差异化监管奠定认识基础……股权投资和创业投资的根本区别应在于运作方式。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’。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

²⁴ 2018年8月29日中基协发布的《问答十五》明确，自2018年9月10日起，新的申请机构或已登记的私募基金管理人，可以向协会申请成为“私募资产配置基金管理人”。

²⁵ 请参见：<http://www.amac.org.cn/cms/article/preview?ID=392653>。

²⁶ 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。

²⁷ 请参见：<http://finance.sina.com.cn/hy/hy/jz/2016-11-05/doc-ifxxnety7429516.shtml>。

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”。

虽然行业内尚未形成统一，所幸中国监管机构已认识到创业投资与私募股权投资

投资的实质区别，并在此基础上陆续出台了一些针对性的差异化监管政策。

（2） 分类备案与监管

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。但在私募股权、创业投资基金管理人为其管理的申请私募基金备案时，一支基金只能选择一种基金类型，即必须明确该基金为“私募股权投资基金”还是“创业投资基金”。

中基协在资产管理业务综合报送平台中针对不同基金类型的分类标准提供了明确指导说明，根据中基协提供的说明：（i）“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；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；（ii）“私募股权投资基金”是指“除创业投资基金以外主要投资于非公开交易的企业股权的私募基金”。

中基协在资产管理业务综合报送平台中针对不同基金类型的分类标准提供的指导说明，其直接用途虽然是指导和协助私募基金管理人在申请备案时根据私募基金拟定投资策略选定所属的特定类型，但我们理解也体现了中基协对于不同类别私募基金主要投资标的和运作模式的指导性要求，即，如备案为“创业投资基金”，则相应的私募基金应当主要对“处于创业各阶段的未上市成长性企业进行股权投资”，而原则上不应对上市公司投资。虽然截至目前我们理解暂无明确规定限制“创业投资基金”对上市公司投资²⁸，但在《私募条例（征求意见稿）》中已有“创业投资基金不得投资于已上市企业的股权”的规定。

（3） 扶持政策上的差异

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《蓝皮书》第

²⁸ 证监会私募基金监管部刘健钧副主任也曾在公开讲话中强调创投基金不得介入上市公司股票交易之基本原则。请参见：<https://www.chinaventure.com.cn/cmsmodel/news/detail/299254.shtml>。

三章第2.4节)以及通过A股IPO退出的减持优惠等方面²⁹。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资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。

²⁹ 关于创业投资基金的相关扶持政策,请参阅汉坤法律评述《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》(2017/06/05),网址:
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/4afe24ba5fbe623784d69ea11386d9a4.pdf>。

第二章 中国私募基金监管主要法律问题

第1节 私募基金的运作管理

1.1 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³⁰。中基协于2017年12月20日公布了第一批不予登记的申请机构及所涉律师事

³⁰ 《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

务所、律师情况，并持续更新。从截至2018年8月22日的公示情况来看，上述六种情形中，前三种所占比例最大。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³¹、通报相关司法行政机关和律师协会等工作机制。

此外，2018年3月23日，中基协通过了《关于进一步加强私募基金行业自律管理的决定》（“《决定》”），其中分别对私募基金管理人及其从业人员，律师事务所及相关律师从行业自律管理角度提出了新的要求。《决定》要求建立健全私募基金管理人登记法律意见书的责任追究机制，出具登记法律意见书一年内，相关私募基金管理人被公告注销的，三年内不再接受相关律师事务所和律师出具的登记法律意见书。此外，《决定》要求律师事务所充分发挥自律管理积极性，事后回访调查发现问题的，可以按照法律法规和委托协议约定，通知协会撤销相关法律意见书，协会不追究相关律师事务所的责任。

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。

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。

1.2 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》。本所有幸作为第一批参与入会核查的四家专业机构之一，协助中基

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。

³¹ 根据中基协网站的公示信息，截至2018年9月28日，中基协已对多家律师事务所作出了暂停接受或三年内不再接受其所出具的私募基金管理人登记专项法律意见书的处罚。

协开展了对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，“《暂行规定》”）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。

1.3 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，相继出台了一系列的法律、法规和行业自律规则³²，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和申报义务要求。自此，私募行业的关键词慢慢从“创新”和“发展”向“合规”和“监管”过渡。

根据《私募暂行办法》的原则性规定，私募基金管理人必须通过调查问卷的方式对投资者的风险识别能力和风险承担能力进行评估，由投资者书面承诺符合合格投资者条件，并准备书面的风险揭示书交由投资者签字确认。2016年7月15日正式施行的《募集管理办法》则进一步规定了调查问卷和风险揭示书应当包括的内容并提供了相应的格式指引，明确了基金募集应当履行特定对象确定、投资者适当性匹配、基金风险揭示、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（“募集机构”）才有权开展私募基金募集活动，并对基金募集过程中的宣传推介行为准则、通过各类媒介渠道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业务的工作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³³。下文将阐述基金募集规范中的几个重点问题：

³² 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）。

³³ 《募集管理办法》没有明确说明该等人员的定义范畴，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。

1.3.1 非公开募集方式

正如本《蓝皮书》第一章第1.1节提及，是否以“非公开方式”募集资金是私募基金与公募基金募集的重要区别之一。根据《基金法》及《私募暂行办法》的规定，“公开募集”是指向不特定对象募集资金，向特定对象募集资金累计超过二百人³⁴，以及法律、行政法规规定的其他情形；“非公开募集”的特征主要为：

（1）仅向合格投资者募集，（2）合格投资者累计不得超过二百人³⁵，（3）不得通过报刊、电台、电视台、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、短信、微信、博客和电子邮件等方式向不特定对象宣传推介。

需要注意的是，上述规定强调不得以各种方式向“不特定对象”宣传推介私募基金³⁶，而私募基金管理人、销售机构等募集机构采用该等方式向“特定对象”推介是可以的。随着现今通讯、社交方式的飞速发展，获取陌生人士联系方式越来越简单，“不特定对象”“向社会大众推介”的概念外延也日渐模糊³⁷。为此，《募集管理办法》设置了“特定对象确定程序”³⁸，规定募集机构应当向特定对象宣传推介私募基金，未经特定对象确定程序不得向任何人宣传推介私募基金。

《募集管理办法》还明确了推介私募基金时禁止采用的两类媒介渠道。一是绝对禁止的媒介渠道，包括：（1）公开出版资料，（2）面向社会公众的宣传单、布告、手册、信函、传真，（3）海报、户外广告，（4）电视、电影、电台及其他音像等公共传播媒体，（5）公共、门户网站链接广告、博客等，（6）法律、行政法规、中国证监会规定和中国基金业协会自律规则禁止的其他行为；二是部分禁止的媒介渠道（在设置一定程序以确保面向特定对象的情况下，仍可采用该等媒介渠道），包括（1）未设置特定对象确定程序的募集机构官方网站、微信朋友圈等互联网媒介；（2）未设置特定对象确定程序的讲座、报告会、分析会；

³⁴ 我们理解“公开募集”定义中的“向特定对象募集资金累计超过二百人”是指最终实际募得资金的对象人数，如果募集机构向超过二百名特定对象推介私募基金、但最终实际募得资金的对象人数并不超过二百人，我们理解不应构成“公开募集”。

³⁵ 根据《私募暂行办法》及相关法律法规的规定，私募基金以股份有限公司形式设立的，投资者总人数不得超过二百人；以有限责任公司、有限合伙形式设立的，投资者总人数不得超过五十人。

³⁶ 需要说明的是，根据《募集管理办法》第十六条的规定，募集机构仅可以通过合法途径公开宣传私募基金管理人的品牌、发展战略、投资策略、管理团队、高管信息以及由中国基金业协会公示的已备案私募基金的基本信息，即募集机构在向特定对象推介私募基金之前，可以向不特定对象公开宣传私募基金管理人的品牌等一般性信息，但不应涉及宣传推介具体的私募基金产品。

³⁷ 例如微信群聊可达500人，微信朋友圈则往往有数千甚至上万的“好友”，其中绝大多数人可能都是素昧平生的陌生人，而各种私募基金销售机构通过微信群聊、朋友圈进行推介的情况在前些年十分常见。

³⁸ 根据《募集管理办法》第十八条，募集机构在向投资者推介私募基金之前，募集机构应当采取问卷调查等方式履行特定对象确定程序，对投资者风险识别能力和风险承受能力进行评估。投资者应当以书面形式承诺其符合合格投资者标准。

根据《募集管理办法》第二十条，募集机构通过互联网媒介在线向投资者推介私募基金之前，应当设置在线特定对象确定程序，投资者应承诺其符合合格投资者标准。

(3) 未设置特定对象确定程序的电话、短信和电子邮件等通讯媒介。

1.3.2 投资者适当性管理

证监会于2016年12月12日正式发布、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)(“《适当性办法》”)是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、期货及其他衍生产品外,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日正式发布并施行《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》”,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向投资者销售产品或者提供服务时,应当了解投资者的相关信息,将投资者分为“专业投资者”³⁹和“普通投资者”。普通投资者在信息告知、风险警示、适当性匹配等方面享有特别保护。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,投资者转化效力范围仅适用于所告知、申请的基金募集机构,其它基金募集机构不得以此作为参考依据自行将投资者转化;(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,需要对本管理人及相关销售机构及产品的信息有明确的认识和评估,包括但不限于管理人及相关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、投资者承担的主要费用及费率等⁴⁰;(3)规

³⁹ 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。”

⁴⁰ 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》

范基金管理人及相关销售机构内部管理：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、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，并不断总结经验，持续优化、完善适当性管理制度。

其实“适当性管理”原则并非适当性管理新规所首创，《募集管理办法》已对“适当性匹配”进行了简单的原则性规定⁴¹。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。

1.3.3 募资时应避免的法律红线

因为私募基金有着高风险性，法律要求其只能向合格投资者非公开募集；也正因为对潜在投资者的范围有较大限制，符合条件的投资者较少，部分基金管理人为完成募资目标，可能会寻求非常规方式，试图规避法律禁止性规定。但在国家加强金融监管、规范金融市场秩序的大背景下，创新募资方式也应避免碰触以下监管红线：

一是非法私募红线。2015年5月，中基协和北京市公安局联合发布《关于在北京市开展打击以私募投资基金为名从事非法集资专项整治行动的通告》，其中列明了具备以下行为之一的私募基金被列为非法私募：（1）未履行登记或者备案手续，或借用登记机构名义开展非法集资活动；（2）通过公众媒体或者公开方式，向社会大众宣传推介；（3）承诺保本保收益或以承诺预期收益率等方式暗示保本保收益；（4）向非合格投资者募集资金；（5）金融机构及其从业人员采用“飞单”方式销售私募基金。

二是非法集资红线。如若在私募基金募集过程中有所僭越，则不仅属于上述非法私募，还可能触及“非法集资”⁴²的红线，构成“非法吸收公众存款罪”“集资诈骗罪”“非法经营罪”“擅自发行股票、公司、企业债券罪”等刑事犯罪，并需要承担相应的刑事责任。通常认为，非法集资行为的主要特征包括：一是未经有关监管部门依法批准，违规向社会（尤其是向不特定对象或向超出规定人数的特定对象）筹集资金；二是承诺在一定期限内给予出资人货币、实物、股权等

并未附有前述的附表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。

⁴¹ 根据《募集管理办法》第六条，募集机构应当恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉，防范利益冲突，履行说明义务、反洗钱义务等相关义务，承担特定对象确定、投资者适当性审查、私募基金推介及合格投资者确认等相关责任。

⁴² 此处的“非法集资”并不是一个严格意义上的法律概念，而是对资金募集活动非法性的一种概括性统称。

形式的投资回报；三是以合法形式掩盖非法集资目的；四是采用公开方式劝诱社会不特定对象即社会公众参与资金筹集。

近年来，有关部门陆续出台了若干法律法规或规范性文件，以加强对“非法集资”行为的监管。2015年，国务院下发《关于进一步做好防范和处置非法集资工作的意见》（国发[2015]59号），就有效遏制非法集资高发蔓延势头，加大防范和处置工作力度，切实保护人民群众合法权益，防范系统性区域性金融风险提出有关意见。鉴于非法集资事件造成的重大危害，证监会、银保监会⁴³等相关部门也相继采取一系列措施，严厉打击金融诈骗、非法集资等违法犯罪活动，中基协也多次联合各级各地政府部门陆续开展专项整治活动。2017年8月24日，国务院法制办发布《处置非法集资条例（征求意见稿）》，其中将“非法集资”定义为“未经依法许可或者违反国家有关规定，向不特定对象或者超过规定人数的特定对象筹集资金，并承诺还本付息或者给付回报的行为”。

1.4 基金备案

自2017年4月5日起，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。

1.4.1 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”和“其他私募投资基金管理人”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，不可兼营多种类型的私募基金管理业务；基金管理人只可备案与已登记业务类型相符的私募基金。

私募证券投资基金和私募股权、创业投资基金（私募股权投资基金和私募创业投资基金的区别详见本《蓝皮书》第一章第2.3节）之间的区别较为明显，截至本《蓝皮书》出具之日，该等私募基金的备案通道也比较畅通。而“其他私募投资基金”受中基协对从事债权投资的其他私募基金管理人和私募基金监管趋严的影响，备案增速明显下降。根据资产管理业务综合报送平台上所附《有关私募投

⁴³ 2018年3月，根据第十三届全国人民代表大会第一次会议批准的国务院机构改革方案，将中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会（“银保监会”）。

资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》，“其他私募投资基金”是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，红酒、艺术品等商品基金以及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，中基协领导在第四届中国（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⁴⁴；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《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8月，仍有大约400支其他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，我们尚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，但从备案基金的名称来看，其中有很大比例为影视类基金。

同时，通过公开渠道可以查知，自2017年10月以来，直到2018年6月19日起，才有路博迈海外投资基金管理（上海）有限公司（Neuberger Berman）、安本标准海外投资基金管理（上海）有限公司（Aberdeen Standard）、联博汇智（上海）海外投资基金管理有限公司（Alliance Bernstein）、未来益财海外投资基金管理（上海）有限公司（Mirae Asset）、安联寰通海外投资基金管理（上海）有限公司（Allianz）及宏利海外投资基金管理（上海）有限公司（Manulife）六家私募基金管理公司被陆续登记为其他私募基金管理人。该等机构均为外商投资企业全资子公司，且该等机构在中基协的公示信息中均被特别注明为合格境内有限合伙人（“QDLP”）管理机构⁴⁵。对于QDLP，中基协在暂停其他私募投资基金管理人登记时明确将其排除在外，因此该等案例并未突破此前中基协对于其他私募投资基金管理人的登记口径，其他私募投资基金管理人登记及产品备案从严从紧的

⁴⁴ 请参见：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/392653.shtml>。

⁴⁵ 请参见：<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/1805161712102055.html>，<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/1806061331106952.html>，<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/1806080839102727.html>，<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/1803161022101596.html>，<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/1806211415109150.html>，<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/1802231015104282.html>。

整体格局并未改变。

2018年3月23日，中基协第二届理事会第四次会议在北京召开，明确提出对具有跨不同投资类型资产配置需求的私募基金管理人会员机构，研究增设“私募资产配置基金管理人”的管理人类型及相应的私募基金类型，待有关实施细节明确后，尽快对外发布相关登记备案要求⁴⁶。2018年8月29日，中基协通过《问答十五》明确，自2018年9月10日起，新的申请机构或已登记的私募基金管理人，可以向协会申请成为“私募资产配置基金管理人”。至此，“私募资产配置基金管理人”千呼万唤始出来。相应地，该类基金管理人可以发起一种新类型的私募基金，即私募资产配置基金。

1.4.2 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。

1.4.3 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⁴⁷。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相关安排，以避免影响基金备案进度，进而影响基金的对外投资。

1.4.4 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

⁴⁶ 请参见：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxd/392862.shtml>。

⁴⁷ 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。

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⁴⁸。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。

1.5 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《信披办法》、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——适用于私募股权（含创业）投资基金》（“《2号指引》”）。

管理人除了应按时在资产管理业务综合报送平台上对管理人信息和已备案基金信息做定期更新外，还应就已备案的私募证券投资基金和私募股权（含创业）投资基金通过《信披办法》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”）进行信息披露文件备份。备份系统已于2016年10月10日和2017年1月13日分两个阶段正式上线。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⁴⁹。

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

⁴⁸ 《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。

⁴⁹ 关于新系统信息披露的要求，请参阅汉坤法律评述《私募基金信息披露备份系统解读》（2016/12/26），网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/85549c9de95d1ab94119ea1306a698a3.pdf>。

行)》(“《估值指引》”),并于2018年7月1日起施行,要求私募基金管理人参照《估值指引》中的估值原则和估值方法对私募基金持有的非上市股权进行估值,否则应当在相关的合同或协议中进行约定并依据相关法律法规、会计准则及自律规则履行相应的信息披露义务。

1.6 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。中基协会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。

高管人员可以通过考试和资格认定(后者的门槛条件较高)两种方式取得基金业从业资格,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。

1.7 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。除列示前述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，其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⁵⁰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。不过，截至本《蓝皮书》出具之日，中基协的私募基金服务机构公示系统仍仅公示了2015年完成登记的服务机构名单，而并无2017年3月1日之后新完成登记的服务机构。

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，包括选择已在中基协完成登记并成为中基协会员的服务机构、委托服务机构开展服务前需对该等服务机构开展尽职调查并签订书面服务协议等。

根据中基协于2017年12月15日通过资产管理业务综合报送平台发布更新的《私募基金管理人登记须知》，明确鼓励私募基金管理人结合自身经营实际情况，通过选择在中基协备案的私募基金外包服务机构的专业外包服务，实现本机构风险管理和内部控制制度目标，降低运营成本，提升核心竞争力。若存在上述情况，在申请私募基金管理人登记时，应同时提交外包服务协议或外包服务协议意向书。

第2节 中国 PE/VC 基金监管主要法律问题

2.1 PE/VC 基金的特殊发起方

2.1.1 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

⁵⁰ “私募基金服务机构登记系统”链接网址：<http://fo.amac.org.cn>。

别。对于公司制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。对于合伙制私募基金，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，故国有企业发起设立合伙制私募基金将面临法律上的障碍。根据目前的市场实践⁵¹，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制基金，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。

2.1.2 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。

2.1.3 保险机构

在私募基金市场上，保险机构过去主要是作为私募基金市场的资金提供者存在，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），保险机构正式被允许作为普通合伙人发起设立私募基金（“**险**

⁵¹ 目前我们了解到的由100%国资主体担任普通合伙人的实例包括深圳华侨城资本投资管理有限公司，其担任深圳太平华侨城投资合伙企业（有限合伙）等诸多有限合伙企业的普通合伙人，且其单一股东为国有独资公司华侨城集团有限公司（其唯一股东为国务院国资委）；此外，实践中还有较多国资控股主体作为普通合伙人发起设立合伙制基金的实例。

资私募基金”)⁵²。在保险机构满足一定条件并获得保监会⁵³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。

2.1.4 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《证券公司新规范》，证券公司私募投资基金子公司根据税收、政策、监管、合作方需求等需要下设基金管理机构等特殊目的机构，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》（“《**整改意见函**》”）中进一步明确，证券公司私募基金子公司下设的特殊目的机构应当是“空壳机构”，不得有独立团队，不得开展对外募资、经营等活动，不得登记为基金管理人，而仅可为服务实体经济和“一带一路”等国家战略，在与地方政府投融资平台、国家重点扶持产业龙头企业、知名外资机构合作等特殊情形下，方可在取得证监会机构部无异议

⁵² 允许保险机构作为普通合伙人发起设立私募基金的相关规定首见于2014年8月10日国务院发布的《国务院关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（国发[2014]29号）（“《**若干意见**》”），其中首次明确提出，鼓励设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构，允许专业保险资产管理机构设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金。稳步推进保险公司设立基金管理公司试点。《若干意见》是对在其发布以前保险机构不能担任普通合伙人的重大突破，具体内容请参阅汉坤法律评述《险资全面深入私募：获准投资创投基金并获发起私募基金资格》（2015/01/06），网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/3c8fae29f5becf636d14eee2a25ce3c6.pdf>。《关于设立保险私募基金有关事项的通知》（保监发[2015]89号）则进一步明确了规范设立险资私募基金的要求，包括：

（1）险资私募基金的类别和投资方向；（2）险资私募基金的基金管理人可以由发起人、发起人指定的保险资产管理机构或保险资产管理机构的其他下属机构担任；（3）保险资产管理机构及其关联方持股基金管理人的比例应高于30%；（4）实行注册制度，确保保险机构与基金发起人隔离制度等。

⁵³ 现中国银行保险监督管理委员会。

议函后下设运营实体性质的基金管理机构。根据《整改意见函》，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7月9日，中国证券业协会官网已先后公布八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。

2.1.5 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》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；第十四条则进一步规定，在《资管新规》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⁵⁴。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。随着《资管新规》的正式出台，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⁵⁵。

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⁵⁶。

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。

2.2 PE/VC 基金的特殊背景投资人

⁵⁴ 截至2018年5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》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。

⁵⁵ 在招商银行之后，截至2018年6月份，先后有华夏银行、北京银行、宁波银行、交通银行、光大银行、平安银行和南京银行发布公告，宣布计划设立资产管理子公司。

⁵⁶ 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。

2.2.1 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，积极探讨各种参与发起设立和/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：

（1）外商投资创业投资企业⁵⁷

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》⁵⁸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

⁵⁷ 如欲进一步了解 FIVCE，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》（2011/03/10），网址：

<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/621f96184cfa886935c765f471e3a88c.pdf>（英文版）

<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/2ae32de1676104cb84c11bf378faa356.pdf>（中文版）。

⁵⁸ 《外商投资创业投资企业管理规定》已于 2015 年 10 月被最新修订。

院令第567号，“《外商投资合伙企业管理办法》”）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增值的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制基金，但由于这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⁵⁹

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《外商投资合伙企业管理办法》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（Qualified Foreign Limited Partner，“QFLP”）试点⁶⁰项目之前，外国

⁵⁹ 更多关于各城市 QFLP 或 RQFLP 项目的讨论，请参阅下列汉坤法律评述：

《人民币合格境外有限合伙人（RQFLP）试点推行在即》（2012/10/29），网址：
<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/a853cc028c36ccb1c346031b123260d.pdf>;

《上海、天津、北京三地 QFLP 制度比较》（2012/01/05），网址：
<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/c01e5068177a72c0e4159faedb44e1c3.pdf>;

《〈北京 QFLP 办法〉解读》（2011/11/21），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》（2011/04/28），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》（2017/10/19），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/5224dd932a1355c635a00f6b5424b092.pdf>;

《福建平潭 QFLP 试点政策简析》（2018/04/13），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/a2fa140912153e5754d0d20b26333848.pdf>;

《境外资金如何参与境内股权投资？—— FDI、QFLP/R-QFLP 及更多……》（2018/09/05），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/47f3aa0ebb2a2903b2e7ac4a09ae9958.pdf>;

《FDI, QFLP/R-QFLP & Beyond for Foreign Investors Accessing China》（2018/09/30），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/712673de37cf9cb99c4f2706049e0557.pdf>。

⁶⁰ 在北京、天津、重庆、深圳、青岛、贵州、福建平潭等各 QFLP 试点城市中，目前为止，上海仍相对较为领先。需要注意的是，虽然上海于 2010 年 12 月 24 日颁布的《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》（沪金融办通[2010]38 号）及《上海市外商投资股权投资企业试点工作业务手册》至今尚未修改，但本着与时俱进的精神，过去八年的实务操作已在很多方面突破了上述办法的规定。

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⁶¹、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⁶²。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⁶³。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⁶⁴。另外，对

⁶¹ 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。

⁶² 相较原先相关规定，《深圳新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。

⁶³ 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。

⁶⁴ 《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，仍不乏银行以经营范围不包含“股权投资”为理由拒绝一般性（非投资主业）的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之内为前提。因此，虽然19号文对非投资为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 and QFLP试点区域站在同一起跑线。然而，由于QFLP项目在QFLP试点地

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⁶⁵，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》

区实施已有相当一段时间，当地政府机构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。

⁶⁵ 《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，以投资为主业的外商投资合伙企业被视为境外投资者。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及行业准入限制，各地做法并不完全一致。但据我们的了解，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。

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⁶⁶，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。

我们进一步整理汇总了QFLP试点政策对比，具体见如下表格：

⁶⁶ 《深圳新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。”

相关政策		北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
主管 部门		市金融服务工作领导小组	外商投资股权投资企业试点工作联席会议，联席会议设在市金融办	市政府成立外商投资股权投资企业试点工作领导小组	市政府成立青岛市跨境财富管理小组	市人民政府成立外资股权投资企业试点工作监管联席会议。	贵州内陆开放型经济试验区建设领导小组的领导下，成立省外商投资股权投资企业试点工作小组。	区管委会成立外商投资股权投资企业试点工作领导小组，区金融办为主管部门
试点 股权 投资 管理 企业 应 具 备 的 条 件	企 业 形 式 及 名 称	采用公司制或合伙制形式设立（外商投资股权投资基金管理企业可以外商独资、中外合资形式设立），允许名称中使用“基金管理”字样。	可采用公司制、有限合伙制形式设立，满足一定条件后可在名称中使用“基金管理”字样。	试点企业可以采用公司制、合伙制等组织形式，在名称中须加注“股权投资管理”或“股权投资”字样。	可以采用公司制、有限合伙制等法律规定的其他企业组织形式。	可以采用公司制、合伙制等组织形式，满足一定条件后可在名称中使用“股权投资基金管理”字样。	可以采用合伙制、公司制等组织形式，满足一定条件后可在名称中使用“股权投资基金管理”字样。	试点企业可以采用的组织形式为公司制和合伙制。 股权投资管理试点企业在名称中应加注“股权投资基金管理”“股权投资管理”“投资管理”“资产管理”字样。
	注 册 资 本	注册资本应不低于200万美元。	注册资本（或认缴出资）应不低于200万美元，出资方式限于货币形式。	注册资本（或认缴出资）不低于200万美元等值货币，出资方式限于货币。	未明确	注册资本（或认缴出资）应不低于200万美元，以货币形式出资。	注册资本（或认缴出资）应不低于150万美元等值货币，出资方式限于货币。	投资股权投资管理企业注册资本（或认缴出资）应不低于200万美元等值

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
							货币，出资方式限于货币。
投资者资质	未明确	名称中要加注“股权投资基金管理”字样的，应至少拥有一个投资者，该投资者或其关联实体的经营范围应当与股权投资或股权投资管理业务相关。	外商投资股权投资管理企业可以由外商独资或中外合资形式发起设立。境外股东或合伙人应当满足以下条件之一： 1. 在申请前的上一会计年度，具备自有资产（净资产）规模不低于1亿美元等值货币或者管理资产规模不低于2亿美元等值货币； 2. 持有香港证监会（或其他境外金融监管部门）颁发的资产管理牌照。	境外投资者，应具备下列条件： 1. 具有健全的治理结构和完善的内控制度，近两年未受到司法机关和相关监管机构的处罚； 2. 境外投资者或其关联实体具有相关的投资经历； 3. 应主要由境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金（FOF）及投资基金公司，保险公司、银行、证券公司及工	外资股权投资管理企业应至少拥有一个投资者，该投资者或其关联实体的经营范围应当与股权投资或股权投资管理业。	境外投资者，应具备下列条件： 1. 具有健全的治理结构和完善的内控制度，近两年未受到司法机关和相关监管机构的处罚； 2. 境外投资者或其关联实体具有相关的投资经历； 3. 应主要由境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金（FOF）、保险公司、银行、证券公司及工作小组认可的其	港澳台投资者应至少具备以下条件之一： 1. 在其申请前的上一会计年度，具备自有资产规模不低于600万美元等值货币或者管理资产规模不低于1200万美元等值货币； 2. 持有所在地区金融监督管理部门颁发的资产管理牌照。非港澳台投资者应具备以下条件之一： 1. 在其申请前的上一会计年度，具备自有资

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
			<p>境内股东或合伙人应当满足以下条件之一：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 商业银行、证券、保险、信托、金融租赁、公募基金管理等经国家金融监管部门批准的持牌金融机构或其控股50%以上的一级子公司； 2. 市委市政府重点支持、引进的大型企业，且在申请前的上一会计年度，具备自有资产（净资产）规模不低于5亿元人民币或管理资产规模不低于10亿元人民币；近三年连续赢利， 	<p>作小组研究的其他境外机构投资者组成；</p> <ol style="list-style-type: none"> 4. 按照“审慎、择优”的原则,申请设立合格境外投资基金企业的境外投资者,还应至少具备以下条件之一； <ol style="list-style-type: none"> 1) 在其申请前的上一个会计年度,具备自有资产规模不低于1亿美元或者管理资产规模不低于2亿美元,有境外金融监管部门颁发的资产管理牌照； 2) 世界知名投资机构。 		<p>他境外机构投资者组成；</p> <ol style="list-style-type: none"> 4. 试点工作要求的其他条件。 <p>中国投资者,应符合我国现行法律法规的相关规定。</p>	<p>产规模不低于1亿美元等值货币或者管理资产规模不低于2亿美元等值货币；</p> <ol style="list-style-type: none"> 2. 持有境外金融监管部门颁发的资产管理牌照。 <p>港澳台及非港澳台境外投资者还应同时具备以下条件：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 具有健全的治理结构和完善的内控制度,近两年未受到所在国家、地区司法机关和相关监管机构的处罚； 2. 境外投资者或其关联实体

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
			<p>净利润累计总额不低于 6000 万元人民币，且累计缴纳税收总额不低于 1800 万元人民币。</p> <p>境内私募股权、创业投资基金管理公司发起设立或受托管理外商投资股权投资企业的，应当具备以下条件：</p> <p>1. 在中国境内依法注册成立的境内企业；</p> <p>2. 在中国证券投资基金业协会登记 6 个月以上的境内私募股权、创业投资基金管理公司；</p>	5. 试点工作要求的其他条件。			<p>具有相关的投资经历；</p> <p>3. 主要包括境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金（FOF）、保险公司、银行、证券公司及领导小组认可的其他境外机构投资者等；</p> <p>4. 领导小组要求的其他条件。</p>

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
			<p>3. 上一完整会计年度，具备自有资产（净资产）规模不低于5亿元人民币或者管理资产规模不低于10亿元人民币；</p> <p>4. 具有健全的治理结构和完善的内控制度，近三年内未受到司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>5. 管理公司注册地在深圳。</p>				
高管资质	<p>外商投资的基金管理公司至少要有两名同时具备下列条件的高级管理人员：</p> <p>1. 两年以上股</p>	<p>应当具有至少两名同时具备下列条件的高级管理人员：</p> <p>1. 有五年以上从事股权投资或股权投资管</p>	<p>应当具有至少两名同时具备下列条件的高级管理人员：</p> <p>1. 有五年以上从事股权投资或股权投资管</p>	<p>应当有至少两名同时具备下列条件的高级管理人员：</p> <p>1. 有五年以上从事投资或投资管理业务的</p>	<p>应当具有至少两名同时具备下列条件的高级管理人员：</p> <p>1. 有五年以上从事股权投资或股权投资管</p>	<p>应当具有至少两名同时具备下列条件的高级管理人员：</p> <p>1. 有五年以上从事股权投资或股权投资管</p>	<p>应当具有至少两名同时具备下列条件的高级管理人员（担任副总经理及以上职务或相当职务的管理</p>

相关政策		北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
		<p>权投资基金管理运作经验或相关业务经验；</p> <p>2. 基金管理企业的高级管理人员应在股权投资领域及股权投资管理行业具有良好的业绩。</p> <p>外商投资基金管理公司的上述任职条件应由北京市股权投资基金业自律组织证明。</p>	<p>理业务的经历；</p> <p>2. 有二年以上高级管理职务任职经历；</p> <p>3. 有从事与中国有关的股权投资经历或在中国的金融类机构从业经验；</p> <p>4. 在最近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好。</p>	<p>理业务的经历；</p> <p>2. 有二年以上高级管理职务任职经历；</p> <p>3. 有在境内从事股权投资经历或在境内金融机构从业经验；</p> <p>4. 在最近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好。</p>	<p>经历；</p> <p>2. 有两年以上（含两年）高级管理职务任职经历；</p> <p>3. 有从事与中国有关的投资经历或在中国的金融类机构从业经验；</p> <p>4. 在最近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好。</p> <p>本办法所称高级管理人员，系指担任副总经理及以上职务或相当职务的管理人员。</p>	<p>理业务的经历；</p> <p>2. 有二年以上高级管理职务任职经历；</p> <p>3. 有从事与中国有关的股权投资经历或在中国的金融类机构从业经验；</p> <p>4. 在最近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好。</p> <p>本意见所称高级管理人员，系指担任副总经理及以上职务或相当职务的管理人员。</p>	<p>理业务的经历；</p> <p>2. 有二年以上高级管理职务任职经历；</p> <p>3. 有从事与中国有关的股权投资经历或在中国的金融类机构从业经验；</p> <p>4. 在最近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好。</p> <p>本办法所称高级管理人员，系指担任副总经理以上职务或相当职务的管理人员。</p>	<p>人员)：</p> <p>1. 有五年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历；</p> <p>2. 有二年以上高级管理职务任职经历；</p> <p>3. 有在境内从事股权投资经历或在境内金融机构从业经验；</p> <p>4. 在最近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好。</p>
试点	企业	在本市依法注册成立、采用公	在本市依法由外国企业或个	可以采用公司制、合伙制等组	可以采用有限合伙制等法律	可以采用合伙制等组织形式，	可以采用合伙制等组织形式，	外商技资股权投资试点企业

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
股权投资企业名称	司制或合伙制形式设立。	人参与投资设立、可采用合伙制等组织形式设立，满足一定条件后可在名称中使用“股权投资基金”。	织形式。	规定的其他企业组织形式。	满足一定条件后可在名称中使用“股权投资基金”。	满足一定条件后可在名称中使用“股权投资基金”。	在名称中应加注“股权投资”“股权投资基金”“投资”字样；可以采用的形式为公司制和合伙制。
认缴出资规模	股权投资基金由境内募集人民币资金和境外募集外币资金构成，外资认缴资金原则上不得超过基金规模的50%。单只基金规模原则上不少于5亿元人民币（或等值外币），基金管理企业认缴一定比例的基金份额。	1. 认缴出资应不低于1500万美元，出资方式限于货币形式； 2. 合伙人应当以自己名义出资。	外商投资股权投资企业认缴出资应不低于1500万美元等值货币，出资方式限于货币；合伙制外商投资股权投资企业的合伙人应当以自己名义出资。	未明确	认缴出资应不低于1,500万美元，出资方式限于货币形式。	认缴出资应不低于1500万美元等值货币，出资方式限于货币。	港澳台商投资的股权投资企业认缴出资应不低于600万美元等值货币，非港澳台外商投资股权投资企业认缴出资应不低于1500万美元等值货币；出资方式限于货币。
有限合伙	未明确	除普通合伙人外，其他每个有限合伙人的出	境外机构投资者单笔投资金额不低于100	未明确	除普通合伙人外，其他每个有限合伙人的出	除普通合伙人外，其他每个有限合伙人的出	除普通合伙人外，其他每个有限合伙人的出

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
伙人出资		资应不低于 100 万美元。	万美元等值货币。		资应不低于 100 万美元。	资应不低于 100 万美元等值货币。	资应不低于 100 万美元等值货币。
投资者资质	<p>1. 具有健全的治理结构和完善的内控制度，近两年未受到司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>2. 境外投资者或其关联实体具有相关的投资经历；</p> <p>3. 试点工作要求的其它条件。</p>	<p>应主要由境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金(FOF)、保险公司、银行、证券公司以及联席会议认可的其他境外机构投资者组成，同时应具备以下条件：</p> <p>1. 在其申请前的上一会计年度，具备自有资产规模不低于 5 亿美元或者管理资产规模不低于 10 亿美元；</p> <p>2. 有健全的治</p>	<p>1. 具备相应的风险识别能力、风险承担能力的机构或个人；</p> <p>2. 境内外机构投资者需具有健全的治理结构和完善的内控制度，近三年内未受到所在国家、地区司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>1) 境外机构投资者自有净资产不低于 500 万美元等值货币，单笔投资金额不低于 100 万美元等</p>	<p>境外投资者，应具备下列条件：</p> <p>1. 具有健全的治理结构和完善的内控制度，近两年未受到司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>2. 境外投资者或其关联实体具有相关的投资经历；</p> <p>3. 应主要由境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金(FOF)及投资基金公司，保险</p>	<p>境外投资者应主要由境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金(FOF)、保险公司、银行、证券公司以及联席会议认可的其他境外机构投资者组成，同时应具备以下条件：</p> <p>1. 在其申请前的上一会计年度，具备自有资产规模不低于 5 亿美元或者管理资产规模不低于十亿美</p>	<p>境外投资者，应具备下列条件：</p> <p>1. 具有健全的治理结构和完善的内控制度，近两年未受到司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>2. 境外投资者或其关联实体具有相关的投资经历；</p> <p>3. 应主要由境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金(FOF)、保险公司、银行、证</p>	<p>申请设立管理企业和投资企业的港澳台投资者，应至少具备以下条件之一：</p> <p>1. 在其申请前的上一会计年度，具备自有资产规模不低于 600 万美元等值货币或者管理资产规模不低于 1200 万美元等值货币；</p> <p>2. 持有所在地区金融监督管理部门颁发的资产管理牌照。</p> <p>非港澳台投资者应具备以下</p>

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
		<p>理结构和完善的内控制度，近二年未受到司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>3. 境外投资者或其关联实体应当具有五年以上相关投资经历；</p> <p>4. 联席会议要求的其他条件。</p>	<p>值货币；</p> <p>2) 境内机构投资者净资产不低于1000万元人民币，单笔投资金额不低于100万元人民币。</p>	<p>公司、银行、证券公司及工作小组研究的其他境外机构投资者组成；</p> <p>4. 按照“审慎、择优”的原则,申请设立合格境外投资基金企业的境外投资者,还应至少具备以下条件之一；</p> <p>1) 在其申请前的上一个会计年度,具备自有资产规模不低于1亿美元或者管理资产规模不低于2亿美元,有境外金融监管部门颁发的资产管理牌照；</p> <p>2) 世界知名投</p>	<p>元；</p> <p>2. 有健全的治理结构和完善的内控制度，近二年未受到司法机关和相关监管机构的处罚；</p> <p>3. 境外投资者或其关联实体应当具有五年以上相关投资经历；</p> <p>4. 联席会议要求的其他条件。</p>	<p>券公司及工作小组认可的的其他境外机构投资者组成；</p> <p>4. 试点工作要求的其他条件。</p> <p>中国投资者，应符合我国现行法律法规的相关规定。</p>	<p>条件之一：</p> <p>1. 在其申请前的上一会计年度，具备自有资产规模不低于1亿美元等值货币或者管理资产规模不低于2亿美元等值货币；</p> <p>2. 持有境外金融监管部门颁发的资产管理牌照。</p> <p>港澳台及非港澳台境外投资者还应同时具备以下条件：</p> <p>1. 具有健全的治理结构和完善的内控制度，近两年未受到所在国家、地区司法机关和相关监管机构的</p>

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
				资机构。 试点工作要求的其他条件。			处罚； 2. 境外投资者或其关联实体具有相关的投资经历； 3. 主要包括境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金（FOF）、保险公司、银行、证券公司及领导小组认可的其他境外机构投资者等； 4. 领导小组要求的其他条件。
申请程序	在北京市依法设立的股权投资基金可通过基金管理企业向金融局申请参与试点。	申请试点的外商投资股权投资管理企业，应通过外商投资股权投资企业或拟设立股权	领导小组办公室对申请常年受理，定期组织领导小组成员单位集中认定，并在启动程序	设立试点的企业，应向工作小组办公室提出试点申请。工作小组办公室对申请常年受理，	申请试点的外资股权投资企业和外资股权投资管理企业，应通过外商投	申请试点的企业，应通过外商投资股权投资企业或拟设立股权投资企业的执行事务合	应向领导小组办公室（区金融办）递交试点申请，由区金融办组织各成员单位集中审定，并

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
		<p>投资企业的执行事务合伙人向市金融办递交试点申请。市金融办自收到全部申请文件之日起5个工作日内决定是否受理。市金融办受理后10个工作日内召集联席会议及相关单位进行评审，审定试点企业。获准的试点企业须在通过审核之日起6个月内完成工商注册登记手续，过期需重新申请试点资格。</p>	<p>后30个工作日内做出决定。</p>	<p>不定期组织工作小组成员单位对申请试点企业进行集中研究，并在启动程序后30个工作日内研究申请企业是否被纳入试点范围，形成有关会议纪要。</p>	<p>业或拟设立外商股权投资企业的执行事务合伙人向市金融办递交试点申请。该合伙人需具备3年以上直接或间接投资于中国境内企业的良好投资经历。市金融办自收到全部申请文件之日起5个工作日内决定是否受理。受理后10个工作日内召集联席会议及相关单位进行评审。获准的试点企业须在通过审核之日起3个月内持金融办同意试点的书面通知书，到工商</p>	<p>伙人向工作小组办公室递交试点申请，工作小组办公室初审后报工作小组审核。条经工作小组审核同意的外商投资股权投资企业和外商投资股权投资管理企业，应依照有关法律法规办理商务部门审批备案（公司制办理）、工商登记、基金备案等相关手续，依法依规开展业务。</p>	<p>报领导小组审批，并在启动程序后30个工作日内做出决定。</p>

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
					管理部门、商务部门和外汇管理部门完成注册、审批和登记手续，过期需重新申请试点资格。		
托管银行	试点企业须委托境内符合一定条件的商业银行作为资金托管银行。	外商投资股权投资企业应当委托境内符合条件的银行作为资金托管人。	外商投资股权投资管理企业应当委托经国家金融监管部门批准、分行级以上的具备资金托管能力和资质的商业银行机构作为主办资金托管银行。 外商投资股权投资企业或外商投资股权投资管理企业管理的境内人民币基金需委托经国家金融监	试点企业应当委托青岛市符合条件的银行作为资金托管银行。	外商投资股权投资企业认缴的出资实行专项资金托管，资金账户及账户内资金使用应由托管银行按规定实施管控。	试点企业应当委托省内符合条件的银行作为资金托管银行。	试点企业应当委托经国家金融监管部门批准的具备资金托管能力和资质的商业银行作为资金托管银行。

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
			管部门批准、分行级以上的具备资金托管能力和资质的商业银行机构作为项目资金托管银行。				
投资限制	<p>试点企业不得从事下列业务：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 在国家禁止外商投资的领域投资； 2. 二级市场股票和企业债券交易（但所投资企业上市后，股权投资基金所持股份不在此列）； 3. 期货等金融衍生品交易； 4. 直接或间接投资于非自用不动产； 	<p>外商股权投资企业不得从事下列业务：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 在国家禁止外商投资的领域投资； 2. 在二级市场进行股票和企业债券交易，但所投资企业上市后，外商投资股权投资企业所持股份不在此列； 3. 从事期货等金融衍生品交易； 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 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； 2. 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； 3. 禁止以基金中的基金(FOF)模式设立外商投资股权投资 	<p>可从事如下业务：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 以自有资金投资于境内未上市企业、上市企业非公开交易股权、可转换债券、产业基金及经工作小组研究国家法律允许的其他投资范围； 2. 为所投资企业提供管理咨询； 3. 经工作小组研究或登记备 	<p>外商股权投资企业不得从事下列业务：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 在国家禁止外商投资的领域投资； 2. 在二级市场进行股票和企业债券交易，但所投资企业上市后，外商投资股权投资企业所持股份不在此列； 3. 从事期货等金融衍生品交易； 	<p>外商投资股权投资企业和外商投资股权投资管理企业应在国家法律法规允许范围内开展业务，不得经营下列业务：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 在国家禁止外商投资的领域投资； 2. 在二级市场进行股票交易，但所投资企业上市后，外商投资股权投资企 	<p>外商投资股权投资企业和外商投资股权投资管理企业不得从事法律法规禁止从事的事项。</p>

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
	<p>5. 挪用非自有资金进行投资；</p> <p>6. 向他人提供贷款或担保；</p> <p>7. 法律、法规以及外资股权投资基金设立文件禁止从事的其他事项。</p> <p>承诺发起设立或管理的股权投资基金重点投资与本市优先发展的七大战略新兴产业，或以七大战略性新兴产业为重点投资方向的股权投资基金。七大战略性新兴产业为：节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新</p>	<p>4. 直接或间接投资于非自用不动产；</p> <p>5. 挪用非自有资金进行投资；</p> <p>6. 向他人提供贷款或担保；</p> <p>7. 法律、法规以及外商投资股权投资企业设立文件禁止从事的其他事项。</p> <p>外商投资企业在本市再投资设立公司制股权投资管理企业或公司制股权投资企业的，应按照《关于外商投资企业境内投资的暂行规定》报市商务委审批。</p>	<p>管理企业；</p> <p>4. 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%；</p> <p>5. 外商投资股权投资管理企业不能直接投资于项目。</p>	<p>案机关认可的其他相关业务。</p>	<p>4. 直接或间接投资于非自用不动产；</p> <p>5. 挪用非自有资金进行投资；</p> <p>6. 向他人提供贷款或担保；</p> <p>7. 法律、法规以及外商投资股权投资企业设立文件禁止从事的其他事项。</p>	<p>业所持股份的交易除外；</p> <p>3. 从事金融衍生品交易；</p> <p>4. 投资非自用不动产；</p> <p>5. 向他人提供贷款或担保；</p> <p>6. 挪用非自有资金进行投资；</p> <p>7. 其他外商投资股权投资企业禁止从事的事项。</p>	

相关政策	北京	上海	深圳	青岛	重庆	贵州（贵阳综合保税区）	平潭
	材料和新能源汽车等。						
备案/重大报告制度	市金融办对试点企业实行备案管理。试点企业须在每个会计年度结束后3个月内向市金融办提交业务报告、托管银行有关资金托管报告和经注册会计师审计的年度财务报告，并在每个季度初报告上一季度投资运作过程中的重大事件。	市金融办对试点企业实行备案管理。试点企业应当在每半年向所在区（县）职能部门报告上半年投资运作过程中的重大事件，区（县）职能部门在收到上述材料5个工作日内，报市金融办。	市金融办对试点企业实行备案管理，试点企业应当每半年向市金融办报告半年投资运作过程中的重大事件。	试点企业应每半年向工作小组办公室报告投资运作过程中的重大事项。	试点企业应当在每个季度的第一个月内，向市金融办报告上一季度投资运作过程中的重大事件。	试点企业应当每半年向工作小组办公室报告半年经营活动重大事项。	股权投资企业按照平潭区《股权投资类企业信息报送实施办法（试行）》，新注册或新迁入的股权投资类企业，完成工商注册、银行开户后，需在1个月内向区金融办报送企业信息材料；每个会计年度结束后，向区金融办提交年度业务报告。试点企业在每季度结束后10个工作日内向区金融办报告上一季度投资运作过程中的重大事件。

（3） R-QFLP 试点

此外，基于QFLP试点延伸出的人民币合格境外有限合伙人（“R-QFLP”）试点也是境外投资人投资境内人民币基金的一种途径⁶⁷。迄今为止，已有一些企业陆续在上海、深圳、重庆、青岛等地获得了R-QFLP试点资格。相较于QFLP基金，R-QFLP基金最大的区别在于其（至少部分）境外投资人以离岸人民币资金（而非外币资金）投资于外商投资股权投资企业，跨境人民币在监管体系上与外币有所不同，受中国人民银行系统而非外汇局系统的监管。R-QFLP基金的币种和所受监管体系的差别，有时使得其在实务操作中相对于QFLP基金可能更为灵活便利。

2.2.2 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，包括各类政府引导基金⁶⁸和国有企业，他们是在中国募集PE/VC基金的重要资金来源⁶⁹。

对“政府引导基金”这一概念，法律法规并未直接作出定义，但从《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》（国办发[2008]116号）、《政府投资基金暂行管理办法》（财预[2015]210号）及《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规[2016]2800号）等文件对“创业投资引导基金”“政府投资基金”“政府出资产业投资基金”等相关概念的定义和政策背景的说明来看，虽然随着国家政策导向的调整，政府引导基金的投资范围在逐渐扩大，但政府引导基金的内涵仍一以贯之，即由政府出资，通过引导社会资本，扶持相关领域发展，且形式为创业投资基金或股权投资基金。

⁶⁷ 《青岛市开展合格境外有限合伙人试点工作暂行办法》（青金字办[2015]10号）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 R-QFLP，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。”

《外资在渝设立外商投资跨境人民币股权投资企业工作指引》（渝金发[2012]6号）第二条规定：“本指引所指外商投资跨境人民币股权投资企业是指两个以上外国投资者，或者外国投资者与国内投资者合伙设立的，外国投资者以跨境人民币方式投资的，对非上市公司进行股权投资为主要业务的股权投资企业”。

⁶⁸ 如欲进一步了解政府引导基金，请参阅汉坤法律评述《市场化 GP —— 如何与政府引导基金和谐共舞》（2018/08/17），网址：

<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/cd7d1675bea50453c78b2dafc327cda0.pdf>。

⁶⁹ 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。

大部分政府引导基金的出资都来源于国家或地方政府财政，其中有的政府引导基金由政府财政单独出资设立，有的由国有企业出资设立，有的则由政府财政或国有企业与政策性金融机构或社会资本合作设立。政府引导基金的常见组织形式包括事业法人、公司、有限合伙企业和契约型。国家、省、地市、区县各级政府均有权设立相应层级的政府引导基金。

由于政府引导基金的政府背景和“引导”使命，其对接受其资金的子基金往往有若干不同于一般母基金或其他机构投资者的非市场化要求。比如在投资地域方面，除了国家级政府引导基金外，由地方财政主导的政府引导基金往往要求接受其资金的子基金在当地落地，且通常对其有在当地返投的要求；在投资策略方面，政府引导基金会要求接受其资金的子基金在投资领域、投资方式、投资限制等方面均符合其管理办法的要求，甚至会要求子基金的投资决策委员会席位；在收益分配方面，由于政府引导基金的国家出资人背景，政府引导基金通常不能接受非现金分配的方式，且由于政府引导基金在从子基金取得收益分配后，会在一定期限内将一定金额上缴国库，因此就上缴国库的部分，政府引导基金通常无法按市场惯例在子基金亏损的情况下再从国库调拨回其收益部分返还子基金。政府引导基金通常还有豁免出资违约责任、增加信息披露内容等特殊要求。当然，政府引导基金为了增强其引导作用，往往会有一些向子基金其他合伙人让利的措施，以激励优质的子基金管理团队及吸引社会资本的投入。对于拟争取或接受政府引导基金出资的PE/VC机构而言，应综合考量政府引导基金的资金规模、让利措施及对子基金提出的各项要求。

国有股转持原是拟接受国资背景企业投资的PE/VC机构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《蓝皮书》第二章第3.1.3

节)⁷⁰。

2.2.3 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⁷¹，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⁷²。

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3月底，保险公司总资产为172,242.41亿元人民币⁷³）。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⁷⁴。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⁷⁵、目标基金规模⁷⁶、目标基金向单一被投资企业投资比例⁷⁷、基金管理团队人数及

⁷⁰ 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》（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。

⁷¹ 关于保险集团（控股）公司和保险公司作为有限合伙人投资险资私募基金时应尽的审慎义务，请参阅汉坤法律评述《保险私募基金最新<监管口径>新规评述》（2017/07/25），网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/ced44bd57584fc9c68c310adf456cfef.pdf>。

⁷² 《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。

⁷³ 《2018年1-3月保险统计数据报告》，网址：<http://shanxi.circ.gov.cn/web/site0/tab5168/info4106925.htm>。

⁷⁴ 关于保险公司投资VC基金应当符合的具体要求，请参阅汉坤法律评述《险资全面深入私募：获准投资创投基金并获发起私募基金资格》（2015/01/06），网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/3c8fae29f5becf636d14eee2a25ce3c6.pdf>。

⁷⁵ 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，调整为注册资本或认缴资本不低于1亿元人民币。

⁷⁶ 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。

⁷⁷ 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。

相关工作经验、管理团队在目标基金中的跟投比例⁷⁸等均提出了不同要求⁷⁹。

关于保险资金投资股权投资基金的报备要求，根据《保险资金投资股权暂行办法》（保监发[2010]79号），投资机构每年应当就保险资金投资股权投资基金的情况向中国保监会提交年度报告。2018年2月12日，保监会向各保险公司下发了《关于加强保险资金股权投资事后报告监管机制有关事项的通知》以及《保险资金股权投资信息报告监管口径》。2018年3月1日，中国保险资产管理业协会（“中资协”）发布了《关于报告保险资金股权投资信息的通知》。根据前述规定，保险资金开展股权投资，发起设立股权投资计划、保险私募基金，保险公司、私募基金管理人、托管机构及中介机构等作为信息报告义务人，应在协议签署、运营管理、投资退出时，在中资协“股权投资信息报告系统”中进行信息填报。

2.2.4 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2017年底，全国社保基金总资产为22,231.24亿元人民币⁸⁰）。

根据全国社保基金官方网站披露的数据，社保基金已投资包括弘毅、鼎晖等十几家私募股权机构管理的超过20只股权投资基金⁸¹。

⁷⁸ 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。

⁷⁹ 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2018年第1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）。

关于2018年4月1日正式施行的新版《保险资金运用管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会令2018年第1号）的具体分析，请参阅汉坤法律评述《保险资金运用新规对“大资管”领域影响之浅析》（2018/01/31），网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/ee22dbbd4e267376ba1f2be1a1a5da72.pdf>。

⁸⁰ 请参见《2017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/cwsj/ndbg/201807/t20180731_7417.html。

⁸¹ 关于社保基金投资组合请参见如下公开信息：

《全国社保基金股权基金投资组合基本情况》，网址：http://www.ssf.gov.cn/tzyy/201309/t20130928_5911.html；

《全国社保基金投资南京江北基础设施股权基金》，网址：http://www.ssf.gov.cn/tzyy/201606/t20160615_7089.html；

《全国社保基金参与投资中交建壹期基金》，网址：http://www.ssf.gov.cn/tzyy/201511/t20151130_6939.html。

2.2.5 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。

此外，根据《资管新规》的规定，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。信托公司和证券公司及其子公司等特定第三方资产管理机构发行的资产管理产品受到《资管新规》的规制，因此PE/VC私募基金在接受此类资金时，应穿透核查资金来源是否存在多层嵌套问题，以避免违反《资管新规》的规定。

2.2.6 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⁸²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

⁸² 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。

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%⁸³）。

尽管存在前述限制，在《资管新规》正式出台前，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。现《资管新规》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⁸⁴。据此，银行理财资金的投资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，故前述多层嵌套投资的方案已面临法律上的障碍。此外，值得注意的是，2018年9月28日由银保监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法》（中国银行保险监督管理委员会令2018年第6号）⁸⁵中明确规定，理财产品可以投资于权益类资产（包括境内上市交易的股票、未上市企业股权及其受（收）益权），但银行理财产品不得直接或间接投资于其他由未经金融监督管理部门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产（金融资产投资公司的附属机构依法依规设立的私募股权投资基金以及国务院银行业监督管理机构另有规定的除外）。鉴于私募基金管理人是否属于“金融监督管理部门许可设立机构”或“持有金融牌照机构”存在一定不确定性，故银行理财资金投资一般私募基金管理人发行的私募基金可能存在潜在合规风险。

2.3 PE/VC 基金的投资

2.3.1 基金架构对基金投资的影响

（1）投资者人数⁸⁶

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

⁸³ 请参见《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>。

⁸⁴ 《资管新规》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）。”

⁸⁵ 关于《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》更为详细的解读，请参阅汉坤法律评述《从私募基金角度解读资管新规体系下的银行理财监管细则》（2018/07/23），网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/fc39635c268d84704cbda0f7b0114901.pdf>。

⁸⁶ 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》（2017/07/25），网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/dad09cab87977e7dc14badba3006bdd1.pdf>。

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。

（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首次公开发行上市造成障碍⁸⁷。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，而三类股东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，对于新三板挂牌企业申请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、芯能科技分别于2018年3月13日和2018年4月17日成功过会，证明对于新三板挂牌企业，存在“三类股

⁸⁷ 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，其中对于专为该次交易设立或以持有标的资产股份为目的的投资计划可能还涉及穿透至投资计划投资人层面进行锁定承诺。

东”情况不会对其申请首次公开发行上市构成绝对障碍。但是，实践中“三类股东”的穿透核查和信息披露等问题还有待进一步解决⁸⁸。

2.3.2 国资影响⁸⁹

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，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、财政部令第32号）（“32号文”）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）⁹⁰。

（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外，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。

（4）处置上市公司股票的问题

2018年5月16日，国务院国资委、财政部、证监会联合发布《上市公司国有股权监督管理办法》（国资委、财政部、证监会令第36号）（“36号令”），规范上市公司国有股权管理事项，与32号文共同构成了覆盖上市公司国有股权和非上市公司国有产权的国有资产监管制度体系。其中，36号令明确提到“国有出资

⁸⁸ 在证监会关于新三板挂牌公司申请IPO时存在“三类股东”的监管政策的“四条标准”于2018年1月12日发布后，亦有观点认为前述消息可能并非能够完全解读为对于“三类股东”的重大利好。从操作层面看，预计未来短期内对“三类股东”的清理应该还是一种比较谨慎和有效的方法。关于证监会的“四条标准”，尤其是其中的第二项和第三项要求下，在《资管新规》发布后，三类股东在信息披露、产品分级、多层嵌套和通道业务等方面，还应符合《资管新规》的监管要求。

⁸⁹ 关于国资背景的投资人可能涉及的国有股转持相关内容详见本《蓝皮书》第二章第2.2.2节。

⁹⁰ 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，某些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。

的有限合伙企业不作国有股东认定，其所持上市公司股份的监督管理另行规定”，鉴于实践中大多数私募PE/VC基金均以有限合伙形式设立，因此36号令暂不适用于该类组织形式的私募基金，有限合伙形式的私募PE/VC基金处置其持有的上市公司股票目前仍参照32号文执行，但从36号令传达的监管意图来看，未来监管可能会进一步出台专门管理规范。

2.3.3 外资限制

（1）投资领域限制

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⁹¹。因此，除非有其他特殊优惠条件（如在自贸区等特殊经济区域进行投资而适用的优惠措施等），外商投资合伙企业不得投资《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（“《负面清单》”）中列明为禁止外商投资的项目，而投资《负面清单》之内的非禁止投资项目，须进行外资准入许可。

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、教育等行业。虽然《负面清单》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，但在实践操作中，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且不符合外商投资限制要求的（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⁹²。

此外，如本《蓝皮书》第二章第2.2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

⁹¹ 《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。”

⁹² 实践中，各地对各类企业的穿透核查程度和投资比例的要求可能不尽相同，通常来说，大多数地方监管部门对持有网络文化经营许可证或网络出版服务许可证的企业要求不允许有任何直接或间接外资成分，而对持有增值电信业务经营许可证等外资限制行业的企业，一定程度上允许外资在不超过限制股权比例的范围内持股，但可能会要求按照符合境外股东的一些资质条件，实践中较难获批。

他各地QFLP相关规定的內容判断，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》及《负面清单》。

（2） 资本金结汇再投资限制

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⁹³。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。

2.3.4 未备案基金对外投资的影响

根据《基金法》和《私募暂行办法》，私募基金募集完毕，私募基金管理人应当向中基协办理基金备案手续，违反前述规定的将承担相应的法律责任。中基协进一步要求私募基金管理人在私募基金募集完毕后20个工作日内通过其指定系统进行私募基金备案。根据《私募投资基金合同指引1号（契约型私募基金合同内容与格式指引）》，基金合同中应约定私募基金在中国基金业协会完成备案后方可进行投资运作。就有限合伙制私募基金在完成基金备案之前是否能进行投资运作并没有明确的禁止性规定，但近期个别私募基金管理人在为备案前已进行对外投资的有限合伙制私募基金办理备案手续时，已收到中基协要求其发表对“‘基金募集完成后20日内备案、先备案后投资’合规性意见”的反馈，虽然该反馈并未就有限合伙制私募基金在完成基金备案之前是否能进行投资运作发表明确意见，但中基协对于未备案基金对外投资问题的监管态度趋势由此可窥见一斑。

除法律法规层面的合规考量因素外，从私募基金对外投资角度来看，未备案的私募基金所能开展的投资活动视投资标的的不同受到以下若干限制：

（1） （拟）上市公司证券发行业务

根据证监会2015年1月发布的《证监会发行监管问答——关于与发行监管工作相关的私募投资基金备案问题的解答》，私募基金拟参与（拟）上市公司证券发行业务的，保荐机构和发行人律师（“中介机构”）应对投资者是否属于相关法律法规规范的私募投资基金以及是否按规定履行备案程序进行核查并发表明确意见。虽未明确私募基金完成备案是否作为相关环节审查的前置条件，但我们理解未备案基金对上市公司进行投资将存在一定障碍。

（2） 上市公司并购重组业务

⁹³ 实践中，部分特殊经济区域实行资本项目管理便利化试点，对外商投资企业资本金结汇用于境内再投资在法规层面有所放宽。如国家外汇管理局福建省分局于2018年7月施行的《福建省特殊经济区域台资企业资本项目管理便利化试点实施细则》，允许注册在福建省特殊经济区域内符合条件的台资企业以资本金结汇所得资金开展境内股权投资，但具体实务中的开放尺度有待进一步观察。

根据证监会2015年3月发布的《关于与并购重组行政许可审核相关的私募投资基金备案的问题与解答》，私募基金拟参与上市公司并购重组业务的，中介机构应对其是否属于相关法律法规规范的私募基金以及是否按规定履行备案程序进行核查并发表明确意见。如该等私募基金仅在配套融资申请中作为询价对象，则中介机构应就私募基金是否备案进行核查并发表核查意见；如私募基金以其他方式参与上市公司并购重组的，按规定应当办理备案手续的，应当提前办理相关手续。

（3） 新三板业务

根据2016年9月发布的《全国中小企业股份转让系统机构业务问答（二）——关于私募投资基金登记备案有关问题的》，私募基金拟参与（拟）挂牌新三板企业发行融资、重大资产重组等业务的，主办券商和律师应对其是否属于相关法律法规规范的私募基金管理人或私募基金以及是否按规定履行了登记备案程序进行核查并发表明确意见。如为已完成登记的私募基金管理人管理的私募基金，其完成备案不作为相关环节审查的前置条件，但该等私募基金在审查期间未完成备案的，私募基金管理人需出具完成备案的承诺函，并明确具体（拟）登记或备案申请的日期，且主办券商或独立财务顾问需在后续持续督导过程中对该承诺履行情况进行持续关注 and 报告。

从实操层面来说，私募基金只有按规定完成基金备案后方可开立证券账户，且开户时须提供中基协出具的备案证明和产品编码⁹⁴。此外，不同托管银行对私募基金可能有严格程度不等的划款要求，越来越多托管银行开始要求受托管的有限合伙制私募基金在申请自托管户对外划款时需向其出具备案证明，该等要求实则将进行托管的有限合伙制私募基金的对外投资时间限定为基金备案完成后。

2.3.5 境内投资者境外投资

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，以及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等成功案例的不断发生，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。根据具体交易结构的安排及PE/VC机构自身组织性文件的限制，境内PE/VC机构资金出境存在多种路径选择，包括境外直接投资（“ODI”）、

⁹⁴ 根据《关于加强私募投资基金等产品账户管理有关事项的通知》（中国结算发字〔2018〕10号）：私募投资基金和证券期货经营机构私募资产管理计划的管理人应严格按照中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）的有关要求履行备案手续，开户时须提供基金业协会出具的备案证明和产品编码。

QDLP、合格境内投资者境外投资（“QDIE”）、内保外贷、内存外贷、集团资金池、境内企业境外放款等。下面我们就其中的ODI、QDLP和QDIE路径进行重点介绍与分析。

（1） ODI

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了对资金流出的监管。

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⁹⁵。

根据现行法律规定，ODI主要涉及发展改革部门、国家商务主管部门⁹⁶以及

⁹⁵ 《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。

⁹⁶ 根据商务部于2014年9月6日颁布的《境外投资管理办法》，境内企业通过新设、并购及其他方式在境外拥有金融企业或取得既有金融企业所有权、控制权、经营管理权及其他权益的行为不涉及商务主管部门的备案或核准。

国家外汇主管部门的流程⁹⁷。根据11号令，涉及敏感类项目⁹⁸的ODI需经国家发改委核准；而未涉及敏感类项目的ODI，如为投资主体直接开展，根据投资主体是中央企业还是地方企业，以及中方投资额不同，分别向国家发改委或投资主体注册地的省级发改委⁹⁹进行备案，如为投资主体通过其控制的境外企业开展的大额非敏感类项目，投资主体应当在项目实施前通过网络系统提交大额非敏感类项目情况报告表，将有关信息告知国家发改委。根据商务部于2014年9月6日颁布的《境外投资管理办法》，涉及敏感国家和地区或敏感行业的ODI¹⁰⁰，而未涉及敏感国家和地区或敏感行业的ODI则需向商务部或省级商委进行备案¹⁰¹。前述发改委和国家商务主管部门的手续可以同时进行，互不冲突。关于外汇登记，根据国家外汇管理局2015年2月28日颁布的《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（“《外汇通知》”），自2015年6月1日起，ODI的外汇登记由银行直接审核办理，但如涉及发改委和国家商务主管部门的手续的，则外汇登记需以该等手续办理完成为前提。

（2） QDLP

QDLP试点项目起源于上海，随后重庆、天津、青岛等地相继出台相关法规开展该试点项目，该项制度在各地的实施细节上存在些许差异且部分地区目前并未公开相关规定的具体内容。但无论是从业务规模还是影响力来看，该制度在上

⁹⁷ 2018年9月25日，证监会发布了《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》（中国证券监督管理委员会令第150号），就证券公司以及证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构，从准入条件、业务范围、公司治理、监管要求以及过渡期安排等方面进行了规定，并规定证券公司以及证券投资基金管理公司在境外设立、收购子公司或者参股经营机构还应当经证监会批准。具体内容请参阅汉坤法律评述《证券基金经营机构“出海”新规简析》（2018/10/05），网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/7acbe4a5f3ddf96be763bcdbe1778db6.pdf>。

⁹⁸ 根据《企业境外投资管理办法》第十三条规定，敏感类项目包括：（一）涉及敏感国家和地区的项目；（二）涉及敏感行业的项目。敏感国家和地区包括：（一）与我国未建交的国家或地区；（二）发生战争、内乱的国家或地区；（三）根据我国缔结或参加的国际条约、协定等，需要限制企业对其投资的国家或地区；（四）其他敏感国家和地区。敏感行业包括：（一）武器装备的研制生产维修；（二）跨境水资源开发利用；（三）新闻传媒；（四）根据我国法律法规和有关调控政策，需要限制企业境外投资的行业。根据国家发展改革委发布的《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》，敏感行业还包括：（一）房地产；（二）酒店；（三）影城；（四）娱乐业；（五）体育俱乐部；（六）在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。

⁹⁹ 11号令第14条规定，实行备案管理的项目中，投资主体是中央管理企业（含中央管理金融企业、国务院或国务院所属机构直接管理的企业）的，备案机关是国家发展改革委；投资主体是地方企业，且中方投资额3亿美元及以上的，备案机关是国家发展改革委；投资主体是地方企业，且中方投资额3亿美元以下的，备案机关是投资主体注册地的省级政府发展改革部门。

¹⁰⁰ 根据《境外投资管理办法》第七条规定，敏感国家是指与中华人民共和国未建交的国家、受联合国制裁的国家。敏感行业是指涉及出口中华人民共和国限制出口的产品和技术的行业、影响一国（地区）以上利益的行业。根据《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），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均被列为限制类境外投资项目，并要求提交境外投资主管部门核准。

¹⁰¹ 根据《境外投资管理办法》第九条规定，中央企业报商务部备案，地方企业报所在地省级商务主管部门备案。

海的发展都更具代表性。根据上海市金融服务办公室、上海市商务委员会及上海市工商行政管理局于2012年4月19日联合发布的《关于本市开展合格境内有限合伙人试点工作的实施办法》（“《QDLP办法》”）规定，QDLP制度允许获得试点资格的外商投资海外投资基金管理企业（“QDLP管理人”），在中国境内向合格的境内投资人募集资金设立海外投资基金（“QDLP基金”）进行对外投资。由于QDLP基金在申请设立时，已有当地金融办牵头地方发改委、商务主管部门、外汇管理部门等主管部门进行联席审议，因此经审议批准设立的QDLP基金可在获批的额度内在境内银行直接办理购汇手续进行境外二级市场投资，而无须再单独向发展改革部门、国家商务主管部门履行相关境外投资手续。QDLP管理人需由外国企业或个人等参与投资设立且可采用公司制、合伙制等组织形式。对于申请试点资格的海外投资基金管理企业的控股投资者或该控股投资者的关联实体以及其拟任法定代表人或执行事务合伙人（委派代表）的相关业绩、资质及从业经历等方面，《QDLP办法》均规定了较为明确且严格的要求。QDLP制度施行初期，QDLP基金仅能以有限合伙形式设立且投资范围仅限于境外二级市场，但此后为适应经济发展需求，结合试点开展以来的实践经验，进一步放宽了对QDLP基金组织形式及投资范围的限制，允许设立契约型QDLP基金并将QDLP基金的投资范围扩大至所有境外投资（包括通过投资于境外基金（FOF）进而进行境外投资），而不再仅限于境外二级市场投资，该投资限制取消后，不少QDLP基金开始将目光聚焦于REITs基金、不良信用资产等投资标的。早期QDLP试点的获批机构多为对冲基金管理人（如英仕曼集团（Man Group）、元盛资本（Winton Capital Management）、橡树资本（Oaktree）等），后期开始包含大型资管机构（如贝莱德（Blackrock）、瑞银全球资产管理（USB AM）、德意志资产及财富管理（DWS Group）、野村（Nomura）等）。自2015年9月起，由于外汇资金跨境流动监管政策的变动，QDLP试点的审批工作基本暂停，直至2017年末再度重启。2018年4月24日，国家外汇管理局已正式宣布将上海的QDLP额度增加至50亿美元，自2017年末再度重启后，已有多家机构陆续取得额度，其中包括路博迈（Neuberger Berman）、联博投信（Alliance Bernstein）、未来资产（Mirae Asset）、安联（Allianz）、宏利（Manulife）等。

（3） QDIE

深圳市金融服务办公室在参考上海QDLP试点项目的基础上，于2014年12月8日颁布《关于开展合格境内投资者境外投资试点工作的暂行办法》规定了QDIE制度，即允许获得试点资格的境外投资基金管理企业（“QDIE管理人”），在中国境内向合格的境内投资人募集资金，发起设立境外投资基金（“QDIE基金”）进行境外投资。此外，基于QDLP制度的在先经验，QDIE制度自施行初始在QDIE基金组织形式和投资范围方面的规定就较为宽松灵活，QDIE基金可以采用公司制、合伙制、契约型以及专户等多种形式，投资范围为所有境外投资，未作任何

类型限制，以便于该项制度更好地推行和实施。

自QDIE试点项目启动之初至2015年底，获批的QDIE试点企业数量增长较快，见诸于报道的获批企业数量即超过40家，2014年首批额度即为10亿美元，南方基金旗下南方资本、招商基金旗下招商财富、长城证券旗下长城富浩基金、中诚信托子公司深圳前海中诚股权投资基金等多家机构均成为首批QDIE尝鲜者。但自2016年以来，同样由于外汇资金跨境流动监管政策的变动，QDIE试点的审批工作由节奏放缓逐渐趋于暂停。2018年伊始，QDIE试点项目开始有重新启动的趋势，2018年4月24日，国家外汇管理局在增加QDLP的额度同时宣布将深圳的QDIE额度也增加至50亿美元。据我们所知，2018年的年中左右，已有申请机构获批QDIE试点，但随着中美贸易战的开启和升级，QDIE试点项目又再次归于沉寂。

2.3.6 境外资金境内使用

对于以投资为主要业务的外商投资企业（包括外商投资性公司、外商投资创业投资企业和外商投资股权投资企业），资本项目收入需要结汇在境内进行投资。为进一步简化结汇使用手续，自2018年起，国家外汇管理局陆续在数个地区开展支付便利化试点，进一步落实开放简化结汇使用政策¹⁰²。

2018年3月，为促进深圳前海深港现代服务业合作区（“前海合作区”）投融资便利化，根据《国家外汇管理局关于在前海深港现代服务业合作区开展资本项目收入支付审核便利化试点的批复》（汇复[2018]3号），国家外汇管理局深圳市分局制定了《前海深港现代服务业合作区资本项目收入支付审核便利化试点实施细则》（深外管[2018]20号，“《支付审核便利化实施细则》”），在结合16号文意愿结汇和负面清单管理模式的基础上，进一步对符合条件的试点企业的资本项目收入支付进行了简化，试点企业可凭支付指令直接在银行办理资本项目收入的相关支付，手续简化，流程缩短，便利化程度大大提高。

《支付审核便利化实施细则》发布实施前，根据16号文的规定，以投资为主要业务的外商投资企业（包括外商投资性公司、外商投资创业投资企业和外商投资股权投资企业）在确定所投项目后，除原币划转股权投资款外，允许按实际投资规模将外汇资本金直接结汇或将结汇待支付账户中的人民币资金划入被投资企业账户。但同时要求外国投资者、外商投资企业及其他相关申请主体按规定如实向银行提供真实性证明材料，并在办理资本金结汇所得人民币资金和外汇资本金直接支付使用时填写《资本项目外汇账户资金支付命令函》（“《支付命令》”）。

¹⁰² 就目前已经陆续出台的各区域试点政策来看，原则上一些地区的试点政策明确要求资本项目收入支付审核便利化试点企业必须为“非金融企业”。据我们了解，前述“金融机构”在政策落地实操中通常指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构，QFLP等投资类企业一般情况下符合“非金融企业”的要求。

《支付审核便利化实施细则》发布实施后，前海合作区的试点企业资本项目收入结汇所得人民币资金的支付流程大幅简化。在前海合作区内的企业资本项目收入在境内的支付交易由“先审后付”变为“先付后抽查”。试点企业资本项目收入在支付使用时，凭《支付命令》即可直接在银行办理，无需事前、逐笔提交证明交易真实性的单证资料（如合同、发票等）¹⁰³。前述“资本项目收入”包括外商投资企业资本金、境内企业外债资金等。试点企业无需向深圳外汇局申请试点资格，可在深圳市内银行直接办理试点业务。但试点企业需向银行填报资金用途，提交“近三年无重大外汇违法违规行为”的书面承诺。同时，试点企业应留存近两年对外支付的相关单据凭证，以备银行和外汇局事后监督核查。

资本项目收入支付便利化试点的落地实施契合外商投资企业实际需求，降低了企业相关成本，提高了企业资金使用效率和投融资自由化便利化水平。《支付审核便利化实施细则》发布后3天内，已有9家符合条件的前海合作区企业办理了试点业务，合计金额342.9万元人民币。首批办理此项试点业务的银行包括招商银行、中信银行、交通银行、中国银行、建设银行等银行机构¹⁰⁴。

继前海合作区之后，国家外汇管理局陆续批复同意在中国（广东）自由贸易试验区广州南沙新区、珠海横琴新区片区、中国（四川）自由贸易试验区、成都市高新技术产业开发区、中国（陕西）自由贸易实验区、中国（浙江）自由贸易试验区、中国（福建）自由贸易试验区厦门片区、中国（福建）自由贸易试验区特殊经济区域¹⁰⁵开展资本项目收入支付审核便利化试点¹⁰⁶。

第3节 中国私募证券投资基金监管主要法律问题

3.1 私募证券投资基金的组织形式

根据《基金法》第二条的规定，“在中华人民共和国境内，公开或者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”；第一百五十三条规定“公开或者非公开募集资金，以进行证券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，其证券投资活动适用本法”。在此基础上，《私募暂行办法》第二条进一步规定，“非公开募集资金，以进行投资活动为目

¹⁰³ 根据《支付审核便利化实施细则》第七条，试点企业试点业务资金的使用范围应在经营范围内，遵循真是、自用原则，并参照现行资本项目结汇及支付管理政策执行。即实行资本项目收入的“意愿结汇+用途负面清单管理”模式。

¹⁰⁴ 请参见深圳市前海深港现代服务业合作区管理局“政策解读-前海深港现代服务业合作区资本项目收入支付审核便利化试点实施细则”，网址：http://www.szqh.gov.cn/sygnan/qhzx/zthd_1/qhzbxmzcjd/。

¹⁰⁵ “中国（福建）自由贸易试验区特殊经济区域”，包括中国（福建）自由贸易试验区福州片区与平潭片区、泉州市金融服务实体经济综合改革试验区和漳州台商投资区。

¹⁰⁶ 截至目前，中国（陕西）自由贸易实验区尚未发布正式的资本项目收入支付审核便利化试点实施细则。

的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通管理人管理的，其登记备案、资金募集和投资运作适用本办法”。据此，根据组织形式不同，目前私募基金主要可以分为契约型基金、公司制基金及合伙制基金。

契约型基金、公司制基金及合伙制基金的组织形式各有特点、利弊和相应的基金投资运作方式。三种组织形式项下基于基金要素的特征区别如下表所示：

特征	契约型	合伙制	公司制
主体	不具备独立的法律实体，投资者与基金管理人、基金托管人签署基金合同，设立成本较低	办理完成合伙企业工商注册登记，投资者作为有限合伙人与普通合伙人签署合伙协议	办理完成公司工商注册登记，投资者作为股东签署公司章程
投资者人数	投资者累计不得超过200人	普通合伙人和有限合伙人累计不得超过50人	有限公司制基金投资者累计不得超过50人；股份公司制基金投资者累计不得超过200人
投资者退出	按照基金合同的约定转让或赎回基金份额，其转让手续相对复杂	通常要求投资者按照合伙协议约定转让合伙企业财产份额或退伙，办理工商变更登记	通常要求投资者按照公司章程约定转让股权或公司减资，办理工商变更登记
治理机制	管理人负责基金的投资管理活动，投资者通常通过基金份额持有人大会行使重大事项表决权	管理人负责基金的投资管理活动，投资者作为有限合伙人不执行合伙事务，通常通过合伙人会议或委派顾问委员会委员参与特定事项的表决	最高权力机构为股东会，通常由股东会选举董事组成董事会负责基金的投资管理活动。投资者可以通过股东会参与特定事项的表决，投资者权利相对较强
激励约束机制	基金管理人如不持有基金份额，则缺乏相应的约束机制	普通合伙人承担无限连带责任，通常只有获得超额收益才能获得绩效分红	《公司法》对公司对外投资有一定的约束，减弱了公司自行管理的灵活性
税收	目前实践中不对契约型基金征收所得税，不要求基金管理人代扣代缴投资者的个人所得税，由其自行就收益所得进行申报并缴纳所得税	按照“先分后税”，原则上合伙企业本身不征收所得税	公司作为独立纳税主体，具有双重纳税的弊端

根据中基协于2018年1月12日发布的《中国私募证券投资基金行业年度发展报告（2016）》（“《中基协年度报告（2016）》”）¹⁰⁷，截至2016年底，以上三种常见组织形式的私募证券投资基金的数量和规模如下表所示：

组织形式	数量/支	比例	规模/亿元	比例
契约型	20752	95.74%	14920.88	91.31%
合伙制	879	4.06%	1167.49	7.14%
公司制	39	0.18%	249.22	1.53%

从上述中基协统计数据可见，目前我国绝大多数私募证券投资基金采取了契约型的组织形式，我们理解此种现状与私募证券投资基金的发展历程不无关系。中国公募证券投资基金均是采取契约型组织形式，而在“阳光私募”时期私募证券投资基金所依托的信托计划、资管计划等也是契约型组织形式。契约型私募证券投资基金经过长期发展已自成一套相对成熟的运作机制，而私募证券投资基金的投资范围对流动性的要求较高、承载的投资者人数更多、设立及运营成本相对较低、契约型基金（相较于有限合伙）对自然人投资人无代扣代缴义务等特点，都使得私募证券投资基金对契约型的组织形式更为青睐。

3.2 私募证券投资基金的托管

目前，我国法律法规未强制要求私募证券投资基金进行托管。根据《基金法》的规定：“除基金合同另有约定外，非公开募集基金应当由基金托管人托管”。《私募暂行办法》进一步规定：“基金合同约定私募基金不进行托管的，应当在基金合同中明确保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制”。据此，如各方当事人在基金合同中明确约定基金财产安全的保障及纠纷解决机制的，可以不进行基金托管。虽然法规并未要求私募基金强制托管，基金托管对于保障私募基金资产安全、监督私募基金管理人及保护投资者合法权益仍有着重要的意义，实践中决定托管的私募证券投资基金占绝大多数。根据《中基协年度报告（2016）》，实践中79.03%的私募证券投资基金都聘请了基金托管人。

另需注意，2018年7月13日，中基协负责人在招商银行托管大数据平台发布会上指出：“独立第三方托管机制是防范金融风险、保护投资者权益的重要措施，业已成为资产管理行业的普遍共识。以投资者利益为先，管理人、托管人、投资者成为基金有效治理中利益攸关的三方主体，在契约型基金中建立直接、稳固的法律关系，各司其责，制衡共荣。在私募基金的自律管理实践中，协会充分吸收这条公募基金的重要经验，近日协会已要求，申请备案的契约型私募基金应当确保由获得托管资格的基金托管人独立托管”。我们注意到中基协确已在资产管理业务综合报送平台中添加了相应的设置：契约型私募基金在备案时，如果选择

¹⁰⁷ 请参见中国私募证券投资基金行业年度发展报告（2016），网址：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/392720.shtml>，下同。

“契约型”的组织形式，系统跳转后会自动提示“契约型私募基金应当有具有托管资格的基金托管人进行托管”。据此，特别提示私募证券投资基金管理机构在募集设立契约型基金时，充分考虑前述中基协的最新监管口径。

3.3 私募证券投资基金的运作管理要求

为提高证券期货经营机构私募资管业务的规范化运作水平，证监会于2016年7月14日发布了《暂行规定》。《暂行规定》主要适用于证券期货经营机构通过资产管理计划形式开展的私募资产管理业务，前述证券期货经营机构指证券公司、基金管理公司、期货公司及其依法设立的从事私募资产管理业务的子公司。此外，《暂行规定》第十五条规定“私募证券投资基金管理人参照本规定执行”。就此，证监会在其公布的《〈证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定〉制定说明》（“《暂行规定制定说明》”）中有如下说明：“考虑到在基金业协会登记的私募证券投资基金管理人数量迅速增加，管理规模增长较快，为防范业务风险，避免监管套利，有必要将私募证券投资基金管理人纳入调整范围”。

根据《暂行规定》的规定，私募证券投资基金的投资运作应当满足一系列要求和规定，相关核心内容简要概括如下：

3.3.1 杠杆与分级限制

杠杆与分级通常被认为是私募基金运作中较为常见的一种方式，可以此实现扩大基金募集规模的效果。根据《暂行规定制定说明》，2015年的股市异常波动表明，相当数量投资于股票市场的结构化资产管理产品已经异化为“类借贷”产品，部分高杠杆的结构化资产管理产品对股票市场的扰动较大。在前述背景下，为进一步回归资产管理业务的本源，《暂行规定》明确证券期货经营机构设立结构化资产管理计划，不得违背利益共享、风险共担、风险与收益相匹配的原则，具体包含以下内容：不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。表现形式和实现方式包括但不限于在结构化资产管理计划合同中约定计提优先级份额收益、提前终止罚息、劣后级或第三方机构差额补足优先级收益、计提风险保证金补足优先级收益等。

按照投资范围和比例将结构化产品划分四个类别，并设定相应的杠杆倍数上限（详见下表），明确结构化资产管理计划的总资产占净资产的比例不得超过140%，非结构化集合资产管理计划的总资产占净资产的比例不得超过200%。

类别	释义	杠杆倍数 ¹⁰⁸
股票类结构化资产管理计划	指根据资产管理合同约定的投资范围，投资于股票或股票型基金等股票类资	1倍

¹⁰⁸ 杠杆倍数=优先级份额/劣后级份额。结构化资产管理计划若存在中间级份额，应当在计算杠杆倍数时计入优先级份额。

类别	释义	杠杆倍数 ¹⁰⁸
	产比例不低于 80% 的结构化资产管理计划	
固定收益类结构化资产管理计划	指根据资产管理合同约定的投资范围，投资于银行存款、标准化债券、债券型基金、股票质押式回购以及固定收益类金融产品的资产比例不低于 80% 的结构化资产管理计划	3 倍
混合类结构化资产管理计划	指资产管理合同约定的投资范围包含股票或股票型基金等股票类资产，但相关标的投资比例未达到以上两项相应类别标准的结构化资产管理计划	1 倍
其他类结构化资产管理计划	指投资范围及投资比例不能归属于上述任何一类的结构化资产管理计划	2 倍

强化结构化资产管理计划的信息披露义务。结构化资产管理计划名称中必须包含“结构化”或“分级”字样，其资产管理合同中应充分披露和揭示结构化设计及相应风险情况、收益分配情况、风控措施等信息，并对劣后级份额认购者的身份及风险承担能力进行充分适当的尽职调查。

严格防范嵌套风险。结构化资产管理计划投资标的应当被穿透核查，不得嵌套投资其他结构化金融产品劣后级份额。此外，还包括上文所述投资顾问不得以其自有资金或募集资金投资于结构化资产管理计划劣后级份额。

3.3.2 禁止资金池业务

与PE/VC不同，私募证券投资基金较多为“开放式”资产管理产品，需要防范具有“资金池”性质的管理运作方式。《暂行规定》明确规定证券期货经营机构不得开展或参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务，具体情形包含：

（1）滚动发行

“滚动发行”的特征包括，资产管理计划未进行实际投资或者投资于非标资产，仅以后期投资者的投资资金向前期投资者兑付投资本金和收益；资产管理计划所投资资产发生不能按时收回投资本金和收益情形的，通过开放参与、退出或滚动发行的方式由后期投资者承担此类风险，但管理人进行充分信息披露及风险揭示且机构投资者书面同意的除外。我们理解前述“机构投资者书面同意”不应理解为经机构投资者同意即可开展“资金池”业务，旨在说明当资产管理计划出现兑付风险时，机构投资者作为后期投资者如同意承担兑付风险，可以前述“参与”的方式置换投资者。

（2）集合运作

“集合运作”的特征包括，不同资产管理计划进行混同运作，资金与资产无法明确对应；资产管理计划未单独建账、独立核算，未单独编制估值表等。

（3） 分离定价

“分离定价”的特征包括，资产管理计划在整个运作过程中未有合理估值的约定，且未按照资产管理合同约定向投资者进行充分适当的信息披露；资产管理计划在开放申购、赎回或滚动发行时未按照规定进行合理估值，脱离对应标的资产的实际收益率进行分离定价等。

需要注意的是，证券期货经营机构除不得开展具有“资金池”性质的私募资产管理业务外，也不得参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务，即投资其他机构管理的具有“资金池”性质的资产管理产品。我们理解，前述规定旨在防止资产管理计划为“资金池”输送资金或因“资金池”产品而承担其相应的滚动风险。

3.3.3 禁止过度激励

督促私募资产管理行业建立激励约束机制也是监管机构引导回归私募资产管理业务本源的一个重要体现。长期以来，在私募资产管理业务领域普遍存在过度激励的情况，私募资产管理行业从业人员因内部治理机制的不健全往往通过追逐高风险高回报以谋求短期利益，直接损害投资者的利益，不利于私募资产管理行业的长远稳定发展。《暂行规定》明确规定不得对私募资产管理业务主要业务人员及相关管理团队实施过度激励，私募证券投资管理机构应当建立激励奖金递延发放机制，递延周期不得短于3年，递延支付的激励奖金金额不得低于40%。我们理解，在前述激励约束机制下，如相关主要业务人员及管理团队发生在递延期间离职等情形的，其于递延周期内尚未获得支付的激励奖金也将被取消，以达到激励和约束的双重效果。此外，前述规定不存在“新老划断”的过渡期安排，不符合前述要求的机构需要及时整改。

3.4 外资私募证券投资基金管理人

3.4.1 准入背景

在2016年之前，受限于《外商投资产业指导目录（2015年修订）》（中华人民共和国国家发展和改革委员会、中华人民共和国商务部令第22号）关于“证券投资基金管理公司”的要求，公募证券投资基金管理人和私募证券投资基金管理人的外资比例均不超过49%的规定，境外机构没有在境内设立控股公司开展私募证券投资基金业务的合法途径。为兑现第七轮中美战略与经济对话（2015年6月23日）、第七次中英经济财金对话（2015年9月21日）、第八轮中美战略与经济对话（2016年6月6日）中关于对外开放的承诺，证监会、中基协于2016年6月30日发布《私募基金登记备案相关问题解答（十）》（“《解答十》”），符合条

件的外资私募证券投资基金管理人，可以在中国境内开展私募证券投资基金管理业务，而不受外资比例的限制。

3.4.2 监管要求

（1）组织形式

外资私募证券投资基金管理人应采取公司形式，而不得采取合伙企业形式。

（2）股东要求

外资私募证券投资基金管理人的境外股东，必须为所在国家或者地区金融监管当局批准或者许可的金融机构，且境外股东所在国家或者地区的证券监管机构¹⁰⁹，应已与证监会或者证监会认可的其他机构签订了证券监管合作谅解备忘录。

（3）未受过处罚

外资私募证券投资基金管理人及其境外股东最近三年没有受到监管机构和司法机构的重大处罚。

（4）实际控制人

根据中基协的填报说明，认定实际控制人应一直追溯到最后的自然人或受国外金融监管部门监管的境外机构。有境外实际控制人的私募证券投资基金管理机构，该境外实际控制人也应当符合上述第（2）、（3）项条件。

（5）境内决策

外资私募证券投资基金管理人应当独立进行投资决策，不得通过境外机构或者境外系统下达交易指令。

（6）不得跨境资本流动

资本金及其结汇所得人民币资金的使用，还要符合国家外汇管理部门的相关规定。此外，证监会相关新闻发言人还明确表示外资机构在境内开展私募证券投资基金管理业务，需在境内设立机构，在境内非公开募集资金，投资境内资本市场，为境内合格投资者提供资产管理服务，不涉及跨境资本流动。

截至2018年8月底，在中基协登记的外商独资私募证券投资基金管理人共17家，其中有14家系于《解答十》发布之后完成登记的（详见下表统计）。外资私募证

¹⁰⁹ 目前，证监会已与58个国家或者地区的证券监管机构签订了MOU：香港、美国、新加坡、澳大利亚、英国、日本、马来西亚、巴西、法国、德国、意大利、埃及、韩国、罗马尼亚、南非、荷兰、比利时、加拿大、瑞士、印度尼西亚、新西兰、葡萄牙、尼日利亚、越南、印度、阿根廷、约旦、挪威、土耳其、阿联酋、泰国、列支敦士登、蒙古、俄罗斯、迪拜、爱尔兰、奥地利、西班牙、台湾、马耳他、科威特、巴基斯坦、以色列、卡塔尔、老挝、瑞典、塞浦路斯、乌克兰、立陶宛、耿西、白俄罗斯、文莱、泽西岛、马恩岛、波兰、哈萨克斯坦、阿塞拜疆、阿布扎比。

券投资基金管理人在中国境内的展业将为中国私募证券投资基金市场带来新的理念和经验，无疑也将加剧行业的竞争。

编号	管理人名称	隶属境外机构	登记时间	已发行基金产品
1	毕盛（上海）投资管理有限公司	APS Asset Management Pte Ltd	2018-07-17	无
2	桥水（中国）投资管理有限公司	Bridge Water Associates, LP.	2018-06-29	无
3	元胜投资管理（上海）有限公司	Winton Capital Asia Limited	2018-06-29	无
4	安中投资管理（上海）有限公司	An Zhong (AZ) Investment Management Hong Kong Limited	2018-02-28	安中混合1号私募基金
5	贝莱德投资管理（上海）有限公司	BlackRock Asset Management North Asia Limited	2017-12-25	贝莱德中国A股机遇私募基金1期
6	施罗德投资管理（上海）有限公司	Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited	2017-12-25	施罗德中国智汇一号私募基金
7	安本标准投资管理（上海）有限公司	Aberdeen Asset Management Plc	2017-11-29	安本标准优选股票一号私募基金
8	惠理投资管理（上海）有限公司	盛宝资产管理香港有限公司	2017-11-09	惠理中国丰泰1号私募投资基金
				惠理中国中璧1号私募投资基金
				惠理中国新时代优选1号私募投资基金
9	景顺纵横投资管理（上海）有限公司	景顺投资管理有限公司	2017-11-09	景顺中国股票价值核心1号私募基金
10	路博迈投资管理（上海）有限公司	Neuberger Berman Asia Limited	2017-11-09	路博迈债券1号私募基金
11	富敦投资管理（上海）有限公司	Fullerton Fund Management Company Ltd.	2017-09-07	富敦中国A股绝对收益策略1号私募证券投资基金
12	英仕曼（上海）投资管理有限公司	Man Investment (Hong Kong) Limited	2017-09-07	英仕曼美量1号私募基金
				英仕曼宏量1号私募基金
13	富达利泰投资管理（上海）有限公司	Fil Investment Management (Hong Kong) Limited	2017-01-03	富达中国股票一号私募基金
				富达中国债券盈收一

编号	管理人名称	隶属境外机构	登记时间	已发行基金产品
				号私募基金 富达中国债券一号私募基金
14	瑞银资产管理（上海）有限公司	UBS Asset Management (Hong Kong) Limited	2016-08-15	瑞银中国现金添益债券私募基金一号 瑞银中国股票精选私募基金一号 A&Q（中国）中性阿尔法策略带杠杆
15	上海言起投资管理咨询有限公司	Triumph Dynasty International Ltd.	2015-01-22	财通基金-马达言起1号资产管理计划等24支基金
16	上海雄愉投资管理有限公司	中国金洋投资有限公司	2014-10-13	雄愉股票精选1号私募投资基金 雄愉股债互换策略1号私募投资基金 雄愉量化对冲1号私募投资基金 雄愉全天候CTA1号私募投资基金 上海雄愉沪深港1号私募投资基金
17	澳投（杭州）企业管理有限公司	杭州裕翔投资管理有限公司 ¹¹⁰	2014-05-26	诺德澳投博睿一号资产管理计划

3.4.3 外资私募证券投资基金管理人的资金募集新动向

根据《解答十》的相关规定，外商独资和合资私募证券投资基金管理机构开展私募证券投资基金业务，其资本金及其结汇所得人民币资金的使用，应当符合国家外汇管理部门的相关规定。根据《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》的相关规定，境内机构的资本项目外汇收入及其结汇所得人民币资金的使用，除另有明确规定外，不得直接或间接用于证券投资或除银行保本型产品之外的其他投资理财。有鉴于前述规定，外资私募证券投资基金不得以其资本金结汇所得投资于其拟发行的私募证券投资基金，但可以以其在中国境内经营业务的合法所得投资于其拟发行的私募证券投资基金。

除以自有资金投资于私募证券投资基金以外，外资私募证券投资基金管理人

¹¹⁰ 根据国家企业信用信息网的公示信息，澳投（杭州）企业管理有限公司的企业性质已变更为一家内资有限责任公司，但截至目前，其于中基协登记的企业性质仍为“外商独资企业”。

更多地还是倚赖其他外部渠道进行募资。证监会于2012年7月27日及2013年3月1日发布并实施了《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法〉有关问题的规定》以及《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》，明确了合格境外机构投资者（“**QFII**”）及人民币合格境外机构投资者（“**RQFII**”）可以投资证券投资基金。但鉴于私募证券投资基金在2013年6月1日《基金法》修订生效后才被明确纳入证券投资基金的范畴，因此严格来说，前述规定提及的**QFII/RQFII**可投资的证券投资基金仅指公募证券投资基金，我们理解截至目前，**QFII/RQFII**尚未被明确允许投资于私募证券投资基金。

但值得注意的是，证监会近来多次明确表示其正在修订**QFII/RQFII**制度规则，扩大境外资金的投资范围，届时**QFII/RQFII**有可能将被允许投资于私募证券投资基金。如该等投资范围的扩大能在**QFII/RQFII**新规中得以最终落实，则外资私募证券投资基金管理人的募资渠道将进一步扩大，亦将使外资私募证券投资基金管理人资质更具有吸引力。

第三章 中国私募基金的税务问题

第1节 税收筹划

1.1 基金架构

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。

举例而言，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（carried interest），该等收入的性质不甚清晰。以美国为例，自2006年起，国会议员多次提出立法议案，试图将普通合伙人的超额收益分成定性为非资本利得的普通收入（ordinary income）。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”收入进行增值税纳税申报而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》”）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¹¹¹。如

¹¹¹ 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业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。

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。从公司制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，但由有限合伙制基金向个人投资者分配的源于处置被投项目的收益是根据《中华人民共和国个人所得税法》（中华人民共和国主席令第48号，“《个人所得税法》”）的规定作为财产转让所得按照20%的税率还是根据《财政部、国家税务总局关于印发〈关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定〉的通知》（财税[2000]第91号）的规定比照个体工商户的生产经营所得按5%-35%的超额累进税率征税，目前仍有争议。税务界有意见认为，合伙企业穿透征税不但意味着合伙企业本身不是所得税纳税主体（即金额传递），且分配给合伙人的所得亦应保有其在被合伙企业获取时的性质（即属性传递），如果合伙企业的所得是源于项目退出收益（属于财产转让所得），则分配到各合伙人亦应保有其“财产转让所得”的原有属性（而非合伙企业的生产经营所得），个人合伙人（或至少不参与执行合伙事务的个人有限合伙人）应按照上位法《个人所得税法》规定的20%税率缴纳个人所得税¹¹²。但在征管实践中，不少税务机关倾向于适用5%-35%的

¹¹² 此前各地出台的针对股权投资基金的税收政策各不相同，如：

北京：根据《关于印发促进股权投资基金业发展意见的通知》（京金融办[2009]5号文）的规定，合伙制股权基金中个人合伙取得的收益，按照“利息、股息、红利所得”或者“财产转让所得”税目征收个人所得税，适用20%的税率。

天津：根据《批转市发展改革委等六部门拟定的天津市促进股权投资基金业发展办法的通知》（津政发[2009]45号文）（已失效）的规定，在有限合伙形式的股权投资基金中，自然人为有限合伙人，按“利息、股息、红利所得”或“财产转让所得”税目征收个人所得税，税率为20%；自然人为普通合伙人，既执行合伙业务又为基金的出资人的，取得所得能划分清楚时，对其中的投资收益或股权转让收益部分，税率适用20%。

上海：根据《关于本市股权投资企业工商登记等事项通知》（沪金融办通[2008]3号文）（该文被《关于本市股权投资企业工商登记等事项的通知（修订）》（沪金融办通[2011]10号文）所替代）的规定，在有限合伙形式的股权投资基金中，执行合伙事务的自然人普通合伙人，按“个体工商户的生产经营所得”应税项目，适用5%-35%税率；不执行合伙事务的自然人有限合伙人，按“利息、股息、红利所得”应税项目，适用20%的税率。

但后续出台的沪金融办通[2011]10号文（该文有效期至2016年6月2日已止，但暂未有新规替代，目前在实践层面仍予以执行）删去了前述税收规定，取而代之笼统地规定以合伙企业形式设立的企业生产经营所得及其他所得，按照国家有关税收规定，由合伙人作为纳税人，按照“先分后税”原则，分别缴纳所得税，从而与《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号文）表述一致（财税[2008]159号文第三条规定，合伙企业生产经营所得和其他所得采取“先分后税”的原则。具体应纳税所得额的计算按照《关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定》（财税[2000]91号）

五级超额累进税率。而近期（尤其2018年8月以来）的税收征管态势亦有这个趋势。5%-35%五级超额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，因为通常基金投资收益金额较高，导致实际税负接近于35%。后续PE/VC机构在选择是否采用合伙企业形式或选择设立地时，需要有更深入的考虑和比较。

总体来说，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），有限合伙制基金仍然提供了更多（但也可能有一定挑战性）的税收筹划空间。

契约型基金因其本身并不存在任何主体形式，其仅被认定为资管产品，基金层面不缴纳任何税收。投资收益主要还是由投资人按照其自身的纳税主体情况，缴纳企业所得税或个人所得税，并且针对个人所得税并不适用通常的代收代缴机制，而主要依靠纳税人自行申报。尽管如此，由于契约型基金对底层投资层面存在负面影响，因此在PE/VC基金的选择适用上存在一定局限性。

1.2 地方优惠扶持

中国国内各地政府为了开拓税源、吸引优质私募基金落户，纷纷出台税收优惠政策，热点地区包括浙江、江苏、江西、广东、天津及部分中西部地区等。原则上，在满足一定条件后（例如注册资本、实缴资本要求等），相关实体即可享受相关优惠政策。扶持的内容主要包括税收返还、落户奖励、高管奖励、租金补贴及人才引进相关的配套保障性措施。其中就税收返还部分，主要指在各地地方财政留存范围内按照一定比例返还给纳税主体，系税收优惠政策的重要考量因素。如前段所述，鉴于各地政策对自然人有限合伙人适用20%的个人所得税还是比照个体工商户适用5%到35%的五级超额累进税率存在差异，PE/VC机构在决定落户地点之前，需要提前确认当地主管税务机关的征收口径。

与此同时，税收政策红利引起的各种乱象也逐步受到监管部门的关注。针对上述乱象，国务院多次发布通知清理规范税收等优惠政策，使得部分地区的税收优惠政策在具体实施上存在较大不确定性，不仅可能无法兑现当初给予的优惠政策，甚至可能会向纳税人追溯“欠缴”的税款，并对实体变更和注销设置人为障碍。对于一定程度能够落实税收优惠政策的地区，不仅在初始落户阶段很难取得当地政府的书面承诺，且我们了解到实践操作中也存在大量无法事先预期的额外流程或不利障碍，如缺少明确的税收优惠申报通知、缩短申报窗口期、在申请材料上设置严格限定等。因此，我们建议PE/VC机构在选择注册地、申请优惠扶持政策时，咨询专业人员的意见，在兼顾政策稳定性后，谨慎比较和选择最终注册

及《财政部、国家税务总局关于调整个体工商户个人独资企业和合伙企业个人所得税税前扣除标准有关问题的通知》（财税[2008]65号）的有关规定执行，即不区分普通合伙人与有限合伙人或是否参与执行合伙事务，均统一比照个体工商户的生产经营所得按5%-35%的五级超额累进税率征税）。

地，避免给后续运营造成负面影响。

为缓解投资人对PE/VC基金税收环境（即上述提及的个人合伙人近期税收征管态势收紧及地方政策不稳定因素）普遍的悲观情绪，2018年9月6日的国务院常务会议传递了积极信号。会议强调，在当前国际形势错综复杂情况下，要进一步激发我国市场活力，一个关键举措是要加大简政减税降费力度。为促进创新创业，会议同时决定，保持地方已实施的创投基金税收支持政策稳定，由有关部门结合修订个人所得税法实施条例，按照不溯及既往、确保总体税负不增的原则，抓紧完善进一步支持创投基金发展的税收政策。虽然具体政策及其落实尚不明朗，但仍起到了一定程度上恢复业界对在中国管理和投资PE/VC基金的信心。

第2节 基金税收关注热点

2.1 资管产品增值税适用

2016年中国全面推开营业税改征增值税试点¹¹³后，金融业被纳入营改增范围。因其投资标的不同，私募基金和管理人可能因发生各类增值税应税行为而需缴纳增值税，对私募基金而言可能包括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，对管理人而言可能包括其收取的管理费甚至超额收益分成。另外，由于契约型基金本身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。对私募基金而言，其组织形式除契约型外，还包括合伙制和公司制，由于其本身已经构成独立的增值税纳税主体，其增值税适用规则在2016年全面营改增之初就得以明确，因此，合伙制、公司制私募基金是按照其原有的适用税率¹¹⁴（金融服务增值税税率为6%），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。

2.2 印花税

除前文提及的企业所得税、个人所得税以及增值税之外，PE/VC机构及其管理的私募基金还可能面临印花税，印花税主要产生于产权转移书据、营业账簿和权利/许可证照，前两者为书据所载金额、“实收资本”与“资本公积”合计金额的万分之五，后者按件贴花5元。根据2018年5月3日《财政部、国家税务总局关于对营业账簿减免印花税的通知》（财税[2018]50号），自2018年5月1日起，营

¹¹³ 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）。

¹¹⁴ 注意增值税上存在附加税费，如城市维护建设税、教育费附加、地方教育费附加等，各地在税/费率上可能有所差异。

业账簿中“实收资本”与“资本公积”合计金额增加部分可享受减半征收印花税（即万分之二点五），按件贴花的权利/许可证照则免征印花税。据我们了解，对合伙企业的合伙人出资额是否需要缴纳印花税，各地税务局执行口径并不一致。有部分税务机关的态度是合伙企业出资额不计入“实收资本”和“资本公积”，不征收资金账簿印花税¹¹⁵，也有税务机关认为合伙企业的出资额计入资金账簿的两个资本科目，也需要按规定计缴印花税。因此，实践中建议事先与所在地主管税务机关确认当地的执行口径。

2.3 外商投资有限合伙企业的税务处理

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，针对外商投资有限合伙的合伙人税务规则内部讨论多年但一直未能出台。实务界有种观点认为，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¹¹⁶。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情况下可进一步被降低到5%。然而，如果境外合伙人被认为在中国有境内设立机构、场所的，则应就其所设机构、场所取得的来源于中国境内的所得（以及与其所设机构、场所有实际联系的发生在中国境外的所得）缴纳25%的企业所得税。国家税务总局于2018年2月9日颁布了《国家税务总局关于税收协定执行若干问题的公告》（国家税务总局公告2018年第11号），其中规定依照中国法律在中国境内成立的合伙企业，其合伙人为税收协定缔约对方居民的，该合伙人在中国负有纳税义务的所得被缔约对方视为其居民的所得的部分，可以在中国享受协定待遇，该等规定从适用税收协定待遇的角度确认了中国合伙企业的税务穿透原则，即明确了该合伙人是中国所得税的纳税人，但就该合伙人适用居民企业所得税税率（25%）还是非居民企业所得税税率（通常为10%，税收协定另有规定除外）仍待进一步明确。

2.4 创投税收政策

此外，正如本《蓝皮书》第一章第2.3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

¹¹⁵ 安徽省地方税务局于2017年8月1日关于《合伙企业的合伙人出资是否需要缴纳印花税？（有限合伙基金）》的纳税咨询服务：<http://www.ah-l-tax.gov.cn/portal/bsfu/zx/1501533959775778.htm>。

¹¹⁶ 据我们的了解，已有境外合伙人从QFLP基金的收益分配在若干地方获得当地税务部门按10%预提所得税征收的先例。但在目前国家对私募基金和互联网金融企业进行全面治理整顿的大环境下，QFLP基金的境外合伙人的税收征缴何去何从，目前尚不甚明朗。

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¹¹⁷。

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¹¹⁸、中关村国家自主创新示范区¹¹⁹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”）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分试点地区¹²⁰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。可以说，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

¹¹⁷ 《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）。

¹¹⁸ 《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。

¹¹⁹ 《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。

¹²⁰ 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。

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。作为38号文的配套，证监会于2017年7月7日在其网站上发布“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”，在实缴资本、存续期限、管理团队等方面明确了享受税收试点政策的创业基金需要符合的条件¹²¹。同时，根据《关于创业投资企业和天使投资个人税收试点政策有关问题的公告》（国家税务总局公告2017年第20号），对于创投企业年度申报享受税收优惠时，还应向发改委或证监会出具符合创业投资企业条件的年度证明材料。

2018年5月14日，最新出台的《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）¹²²废止了38号文，其在内容方面与38号文相比没有实质变化，但是将38号文试点政策实施的八个地区扩展到全国，同时《关于创业投资企业和天使投资个人税收试点政策有关问题的公告》（国家税务总局公告2018年第43号）也替代了原先的20号公告。由于55号文与38文之间属于继承关系，因此前文提及的证监会问答目前仍具有一定的可参考性。

¹²¹ 需要满足的条件包括：

（1）创业投资基金实缴资本不低于3000万元人民币，或者首期实缴资本不低于1000万元人民币且全体投资者承诺在工商注册后5年内实缴资本不低于3000万元人民币；

（2）创业投资基金存续期限不短于7年；

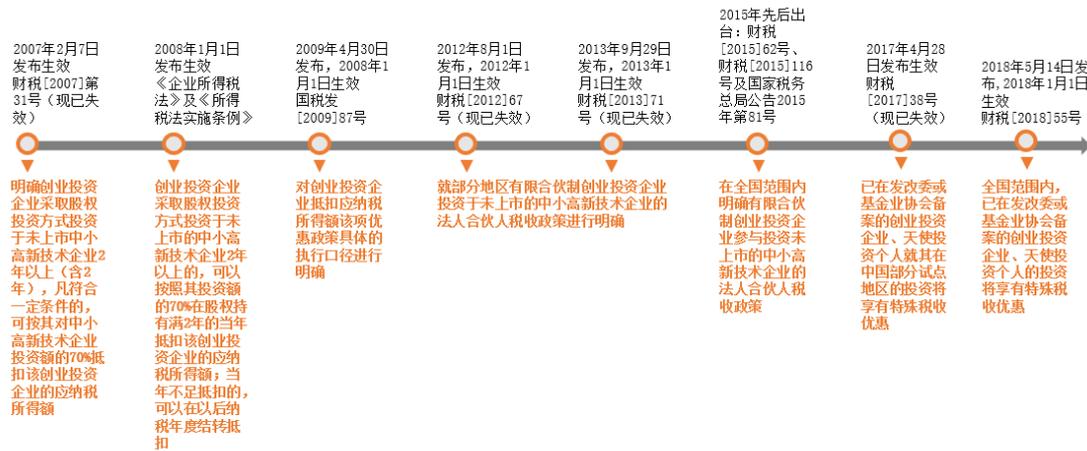
（3）创业投资基金管理团队有至少3名具备2年以上创业投资或者相关业务经验的人员负责投资管理运作；

（4）创业投资基金对单个企业的投资金额不超过该创业投资基金总资产的20%；

（5）创业投资基金未投资已上市企业，所投资未上市企业上市（包括被上市公司收购）后，创业投资基金所持股份的未转让部分及其配售部分不在此限；

（6）创业投资基金未从事担保业务和房地产业务。

¹²² 《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》规定：本通知规定的天使投资个人所得税政策自2018年7月1日起执行，其他各项政策自2018年1月1日起执行。执行日期前2年内发生的投资，在执行日期后投资满2年，且符合本通知规定的其他条件的，可以适用本通知规定的税收政策。



2.5 通用报告标准 (CRS)

随着各国政府维护本国税收权益的意愿日趋强烈, 为加强全球税收合作并提高税收透明度, 当前世界范围内确立了两套主要的金融账户涉税信息交换制度: 一是美国国会于2010年3月通过的《海外账户税收遵从法案》(Foreign Account Tax Compliance Act, “FATCA”), 二是经济合作与发展组织(OECD)受二十国集团委托, 于2014年7月发布的金融账户涉税信息自动交换标准(Standard for Automatic Exchange of Financial Information in Tax Matters, 简称“AEIO标准”)。FATCA采用双边信息交换机制, 根据美国与其他国家(地区)的双边政府间协定开展账户涉税信息交换, 包括中国在内的约60个国家或地区已经与美国就协定的实质性内容达成一致。AEIO标准则是以FATCA为蓝本而设计的多边信息交换机制, 目前已有100个国家(地区)承诺实施AEIO标准, 因此其又被称作国际版的FATCA, 事实上两者内容虽大体相同, 但在信息交换模式、报送对象、个人账户的尽职调查门槛、处罚措施等细节方面仍存在差异。作为AEIO标准的重要组成部分, 通用报告标准(Common Reporting Standard, “CRS”)已于2017年1月1日正式生效, 第一批50个国家和地区将从2017年9月1日开始首次信息交换, 其中包含众多投资者熟悉的离岸地以及欧洲国家和地区: 百慕大、BVI、开曼群岛、塞舌尔、卢森堡、英国、法国、德国等一些重要的离岸金融中心, 已经公开同意执行自动信息交换。

2017年5月19日, 国家税务总局连同财政部及“一行三会”正式发布了《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》(“《管理办法》”), 自2017年7月1日起开始施行, 这标志着“中国版CRS”终于落地, 旨在将国际通用的CRS转化成适应我国国情的具体要求, 为我国实施CRS提供法律依据和操作指引。《管理办法》将“依法在中国境内设立的金融机构”作为开展非居民金融账户涉税信息尽职调查工作的义务主体, 规定金融机构包括存款机构、托管机构、投资机构、

特定的保险机构及其分支机构，并通过列举方式明确私募基金、私募基金管理公司及从事私募基金管理业务的合伙企业属于《管理办法》下的金融机构。私募基金管理人及私募基金作为《管理办法》下的“投资机构”，须履行《管理办法》要求的非居民金融账户涉税信息尽职调查义务，并按照规定的程序，识别账户持有人或者有关控制人的税收居民身份及相应的非居民金融账户，并报送给国家税务总局。

根据《管理办法》的规定，原则上截至2017年6月30日由金融机构保有的、由个人或者机构持有的金融账户为存量账户¹²³，新开账户是指2017年7月1日以后在金融机构开立的由个人或者机构持有的金融账户。对于新开账户，于开立账户时，由金融机构识别账户持有人是否为非居民。对于存量账户，金融机构需要根据账户余额分批完成尽职调查。

自2018年起，后续每年5月31日之前，金融机构需要对非居民金融账户进行报送更新，对于每一次报送时未发现任何非居民账户的情况，则进行简易零申报。此外，金融机构应当建立账户持有人信息变化监控机制，包括要求账户持有人在《管理办法》规定的相关信息变化之日起三十日内告知金融机构。金融机构在知道或者应当知道LP相关信息发生变化之日起九十日内或者本年度12月31日前根据有关尽职调查程序重新识别账户持有人或者有关控制人是否为非居民。同时，金融机构应当建立实施监控机制，按年度评估《管理办法》执行情况，及时发现问题、进行整改，并于次年6月30日前向相关行业监督管理部门和国家税务总局书面报告。

¹²³ 2017年7月1日（含当日，下同）以后开立并同时符合下列条件的金融账户也属于存量账户：1.账户持有人已在同一金融机构开立了存量账户的；2.上述金融机构在确定账户加总余额时将本账户与原存量账户视为同一账户的；3.金融机构已经对本款原存量账户进行反洗钱客户身份识别的；4.账户开立时，账户持有人无需提供除本办法要求以外的其他信息的。

第四章 中国私募股权二级市场和交易

私募股权二级市场（private equity secondary market），从广义上来说，是指对非上市公司的股权、合伙企业份额等其他企业的权益进行买卖、转让和流通的市场（“PE二级市场”），狭义而言，则限于私募股权投资基金（为本文之目的，简称“私募基金”，包含中国法律框架下的私募股权投资基金和私募创业投资基金）作为买卖主体进行的这类交易。与之相对的是PE一级市场（private equity primary market），即非上市公司首次接受私募基金投资或私募基金在募集设立之初接受投资人的认购。

在私募股权投资中，私募基金的退出渠道是私募基金投资者和私募基金管理团队重点关注的问题。受近年经济形势和监管政策的影响，传统以被投资企业上市来退出的方式受到了较大的冲击，越来越多的私募基金开始考虑通过转让其对被投企业的权益获得退出，而私募基金投资者也开始寻求通过转让其在私募基金中的份额来退出，从而获得投资收益，PE二级交易（private equity secondary transactions）应运而生。

据此，从直接或间接交易私募基金投资组合（portfolio）从而实现投资者退出的角度，我们可以将PE二级交易区分为两个层次：针对私募基金份额的交易（secondary fund interests）和针对私募基金所持有的直投项目投资组合的交易（secondary direct）。本《蓝皮书》重点讨论针对私募基金份额的交易及市场¹²⁴。

第1节 PE二级市场简介

1.1 PE二级市场的产生与发展

1982年，由Dayton Carr设立的Venture Capital Fund of America（VCFA组织），被认为是最早从事私募基金权益交易的机构。PE二级市场的交易虽然已经开始，但市场尚未真正成型。2000年，网络泡沫破灭后，PE二级市场迅速发展起来。由于届时资本市场的萧条，私募基金投资者开始纷纷寻找退出渠道并转让其已有的私募基金份额或尚未履行的出资承诺。但因为经济环境的原因，这一阶段在PE二级市场上交易的私募股权主要为一些投资者被迫低价转让的不良资产。2004年后，PE二级市场逐渐成为一个较为成熟的市场，而这个市场的其他作用也日渐彰显。

1.2 PE二级市场的参与者

¹²⁴ 关于PE二级市场及PE二级交易更为详细的讨论，请参阅下列汉坤法律评述：

《S基金——渐行渐近的PE二级市场接盘侠》（2018/08/28），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/79240fad6a650bdd72dfc32ba443495c.pdf>;

《S基金——PE二级市场交易揭秘》（2018/09/12），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/3ad5c4a98ad0fa6e20096b88fee7f05e.pdf>。

PE二级市场的主要参与者通常有如下三方：（1）目标基金，即财产份额被买卖、转让或流通的私募基金（“目标基金”）；（2）转让方，即持有目标基金财产份额并拟将其全部或部分财产份额出售、转让的主体（“转让方”或“卖方”）；（3）受让方，即拟购买、受让目标基金财产份额的主体（“受让方”或“买方”）。不同于一般交易，PE二级市场的交易虽然也是在转让方和受让方之间进行，但通常都需要目标基金的管理人甚至目标基金其他现有投资者的同意。因此，目标基金、转让方及受让方为PE二级市场的共同参与者，需相互协调一致，方能达成交易。此外，大量的中介机构也是PE二级市场的重要参与者，包括律师事务所、会计师事务所及咨询顾问等。律师事务所协助市场交易各方准备复杂程度不一的交易文件，会计师事务所协助交易各方进行财务尽职调查，而咨询顾问则负责匹配、协调各方资源，协助交易价格的确定并最终促成交易。

1.3 PE二级市场的功能

PE二级市场的存在，可以有效匹配目标基金、转让方和受让方等各方需求，其功能主要体现在以下方面：

（1） 避免因投资者出资违约而对目标基金的投资运作造成重大影响

私募基金在完成最终交割后，会根据最终募集规模来安排投资计划。由于私募基金投资者的投资金额通常较大（各法域对私募基金的最低投资额度有不同的规定，中国对合格投资者的要求是投资于单个私募基金的金額不低于人民币100万元），如在私募基金投资运作的过程中，有投资者面临资金困难而无法按时缴付其认缴出资额，或要求退出投资收回已投资金，则可能造成私募基金对已投资项目的出资违约，或无法按原计划投资相关项目，从而间接影响整支基金的投资回报。

在实践中，私募基金的基金合同或合伙协议中通常会约定，在投资者出资违约且严重影响私募基金运作的情形下，基金管理团队有权要求该出资违约投资者向其指定主体转让私募基金份额或直接退出。PE二级市场可以有效匹配基金管理团队在面临其投资者违约出资情况下寻求其他潜在投资人的需求。

（2） 使转让方尽快收回资金、重新分配投资资源、调整合作关系

私募基金的一个显著特点是其资产流动性弱。一支私募基金的期限通常在5至10年，依惯例大多是封闭式运作，而私募基金在通过被投资企业上市、被并购等方式退出取得高额投资回报之前，可能多年内都收益甚微。即使投资者经基金管理团队同意以退伙的形式退出，私募基金账面上也未必有足够的现金与投资者结算，而若管理者对投资者以非现金分配进行补足，投资者作为非专业人士通常缺乏变现能力。因此，投资者一旦投资私募基金，通常意味着在较长时间内都无法收回投资。

诚然，根据私募基金相关监管规定，私募基金只能向具有相应风险承受能力的合格投资者募集，但投资者的风险承受能力、收入状况、资产状况、资产配置偏好以及市场大环境都会随着时间的推移发生改变，随时有可能需要提前收回出资。特别是在经济危机或市场不景气的情况下，特殊的投资者，如金融机构、退休私募基金、富有家庭等，可能出于对市场的判断或自身财务需求的原因无法完成大额的对外出资义务。同时，若私募基金本身亦面临无法从被投资企业中退出的情况，其有可能建议投资者将投资期限延长从而超出投资者的预期。

通过PE二级市场，投资者可以提前收回其出资，降低向私募基金投资的风险，并消除其资产负债表中与未缴付出资承诺的有关的负债。

另外，对于部分投资者而言，其通常通过多种方式投资并构建安排合理的且具有侧重点的投资组合，从而最大程度的获得收益并规避风险。通过PE二级市场，投资者可以转让其私募基金权益，重新部署其投资策略，处置不符合其投资方向的投资，并以所收回的资金投资于符合其投资安排的私募基金，使其投资组合的收益及风险控制能够取得新的平衡。

此外，在私募基金设立后，投资者与基金管理团队之间的合作关系可能出现問題。PE二级市场也为投资者与基金管理团队提供了新的选择空间。通过PE二级市场的交易，投资者可以离开与其合作存在问题、投资理念不符或者投资能力不理想的基金管理团队，并相应减少因维系与这些基金管理团队之间的关系而产生的成本。对于基金管理团队而言，PE二级市场可以为其带来新的且对其更具信心的投资者。

（3） 使受让方缩短投资持有期，增强收益可预期性，提高收益空间

PE二级市场中的受让方可以简单分为两类，一类是为自有资金寻求合适的投资机会的普通买家，另一类则为专门投资于私募基金转让份额的专业买家。这类专业买家通常为一些投资基金，业内称之为Secondary Fund（“S基金”）。无论是哪一类买家，投资于私募基金转让份额都可能会有以下几方面的考量：

首先，由于投资的是经转让的私募基金份额，该等私募基金已存续一段时间，因此剩余存续期限较短，受让方能更快地获取投资回报，也能在相对较短的时间内退出，提高资金的利用率。

其次，在选择投资于私募基金转让份额之前，买方可以通过观察该等私募基金的已投项目，判断该等私募基金的投资质量，相较于在私募基金初始募集时参与投资，对预期收益的判断更为准确。

再次，私募基金的原投资者往往是出于资金周转的需求而不得不转让其持有的私募基金份额，此时受让方就获得了较强的议价能力，有可能以较低的折扣受让该等私募基金份额，从而给受让方带来了更高的收益空间。

基于上述原因，S基金的投资收益通常会优于一般私募基金。根据2018年4月歌斐资产、德勤与投中信息联合发布的《2018中国PE二级市场白皮书》，从全球数据来看，S基金净回报倍数和净IRR的中位数都明显高于其他私募基金。PE二级市场的存在为潜在投资者提供了新的商机。

第2节 PE二级市场的发展现状

尽管PE二级市场能为市场各方提供上述诸多便利，但从实践情况来看，PE二级市场，尤其是国内的PE二级市场发展仍颇为缓慢，市场规模有限。根据《2018中国PE二级市场白皮书》，2008年-2017年全球S基金总募集规模占VC/PE基金募集总规模的8%，国内的S基金规模则更有限，仅在200亿左右。而根据中基协的统计，截至2018年8月底¹²⁵，已备案私募股权投资基金和创业投资基金的基金规模已达8.31万亿元。此外，对中国机构的调研也显示国内机构目前对参与PE二级市场交易的意愿尚不强。

造成国内PE二级市场发展缓慢的原因可能有多方面，其中最主要的原因可能包括以下几点：

首先，从PE二级市场交易的特性来看，转让方与受让方之间的接洽是此类交易的重点及难点所在。由于中国的私募基金投资者中有大量的高净值人士，这类投资者之间缺乏通畅的沟通渠道，加之私募基金募集的非公开属性，导致潜在转让方和潜在受让方“纵使相逢应不识”。再加上私募基金的份额转让受法律法规和基金文件的限制较大，投资者依靠自己的能力寻得合适的转让方或受让方的可能性相对较低。在这种情况下，PE二级市场的发展需要一个特殊的交易平台，为投资者提供便利的信息获取渠道。没有成规模的交易平台，也就无法有效匹配转让双方并促成交易；而交易量不足反过来也会限制交易平台的发展。

其次，国内PE二级市场的买卖双方还未臻成熟，参与度较低，交易规模较小。一个活跃市场的形成，需要足够数量的交易双方和由此形成的足够规模的交易量。在此前很长一段时间里，国内私募基金的投资者中企业投资者和高净值人士较多，其投资主要出于分散资产配置的需要，投资规模有限。一级市场如此，所带来的二级市场交易也是相对碎片化的。而境外私募基金活跃地区的投资者大多为大型机构投资者，包括大型金融机构、公共养老金、大学基金会及其他专业投资机构等，对通过PE二级市场交易来主动管理投资组合的需求和能力都远高于中小散户，从而给PE二级市场带来较多的投资机会，并吸引买方。国内机构对目前参与PE二级市场交易的意愿尚不强，既是国内PE二级市场发展缓慢的原因，也是后果。

此外，专业人才的缺乏也是国内PE二级市场不活跃的一大原因。挖掘PE二

¹²⁵ 数据来源于中基协《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报》（2018年第8期）。

二级市场投资机会需要大量的市场资源和丰富的从业经验，对从业人员的要求极高。目前国内已布局S基金的投资机构大多为已在市场颇有声望的大型母基金，而初创团队很少有开展S基金业务的能力。此外，由于PE二级市场交易的资源匹配、交易结构、交易文件、定价方式等各方面都颇为复杂，对市场相关中介机构的专业人员要求也非常高。专业人员的短缺会导致PE二级市场的发展事倍功半，反之，高层次的专业人才可以助推PE二级市场的发展。

第3节 PE二级市场交易平台的设立及相关法律问题

3.1 PE二级市场交易平台设立相关法律问题

从美国PE二级市场交易平台（“交易平台”）的发展历史来看，大致可以分为两类不同商业模式的交易平台：

第一类，仅为交易双方提供私募基金份额转让信息的平台（“信息平台”），为“被动的信息公告板（passive bulletin board）”。典型的例子为SharesPost.com设立初始的业务模式，其平台公司并不参与双方交易，也避免需要依据美国《证券法》登记注册为经纪商（registered broker dealer）；

第二类，不仅提供私募基金份额转让信息，也作为咨询顾问为交易双方提供咨询服务的平台（“顾问平台”）。典型的例子为SecondMarket¹²⁶业务模式，SecondMarket为经登记注册的经纪商，其更加深入地参与二级市场的交易，确保该交易平台上的交易程序将保证在该平台上的交易符合美国相关的证券法律法规，并收取交易佣金。

在美国法下，如何保证转让方进行交易时目标基金不被认定为公募基金是其所面对的主要法律问题之一。若目标基金被认定为公募基金，则将受到不利的税收影响。因此交易平台必须保证该等交易可以被认定为私募（private placement）或者通过适格匹配服务（qualified matching service）完成。在中国私募基金监管体系下，在设立PE二级市场交易平台并提供服务时，私募基金管理人或交易平台方需考虑以下所面临的合规性问题：

（1） 私募基金管理人非公开募集的合规风险

《中华人民共和国证券投资基金法（2015年修订）》第91条规定：“非公开募集基金，不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金，不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。”对于私募基金而言，私募基金管理人其应当以非公开方式募集资金。我们理解，私募基金份额转让亦可能被认定为募集行为的一种（尤其是在转让未实际缴付出资的基金份额时），故私募基金管理人应遵守不得公开募集的相应规

¹²⁶ SecondMarket 已于 2015 年 10 月被纳斯达克收购。

定。

因此，交易平台需要为私募基金设计非公开的交易环境，而公开与非公开募集的界限较难把握，尤其是在通过互联网平台披露私募基金相关信息的情况下，即便采取合格投资者认证程序或会员制等手段对信息浏览者作初步筛选，互联网公开化的特性仍使私募基金管理人存在利用交易平台进行公开募集之嫌。

（2） 交易平台被认定为代销私募基金的合规风险

根据2018年4月27日发布的《资管新规》第九条规定：“未经金融监督管理部门许可，任何非金融机构和个人不得代理销售资产管理产品。”结合《募集管理办法》的规定¹²⁷，交易平台从事的PE二级市场交易业务（特别是作为顾问平台接受委托主动撮合交易的情况下），可能会被认定为从事代理私募基金销售业务，从而需要在中国证监会注册取得基金销售业务资格并成为中基协的会员。

（3） 基于互联网的交易平台可能需要取得 ICP 证

若交易平台通过互联网向交易双方提供双向信息以撮合交易为目的，并收取相应服务费或居间报酬，交易平台可能需要事先取得“信息服务业务”类增值电信业务经营许可证（“ICP证”）。考虑到目前实践中各地工信监管部门对于“经营性”的判断标准存在差异，最终是否需要申请许可证或仅办理ICP备案即可，交易平台需要根据其具体商业模式与相关主管部门进一步确认。

（4） 顾问平台作为居间方的合规风险

顾问平台不仅提供私募基金份额转让信息，也为交易双方提供咨询服务并收取服务报酬，此种模式下，顾问平台可能会被认定为提供了居间服务。根据《合同法》等相关法规的规定，居间人负有如实报告义务，即对于其所知晓的关于交易的任何信息，均应如实告知委托人。若居间人故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况，损害委托人利益的，不得要求支付报酬并应当承担赔偿责任。因此，若交易双方就私募基金份额转让事宜发生任何纠纷，居间人可能会因未充分履行如实报告义务而需承担相应责任。

3.2 国内 PE 二级市场交易平台概况

我们了解到国内PE二级市场已有多个相对“官方”的交易平台。例如：深圳证券交易所为已按证监会要求备案的私募基金开设了份额转让服务，并明确参照

¹²⁷ 《私募投资基金募集管理办法》第二条：在中国证券投资中基协（以下简称中基协）办理私募基金管理人登记的机构可以自行募集其设立的私募基金，在中国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（以下简称基金销售机构）可以受私募基金管理人的委托募集私募基金。其他任何机构和个人不得从事私募基金的募集活动。本办法所称募集行为包含推介私募基金，发售基金份额（权益），办理基金份额（权益）认/申购（认缴）、赎回（退出）等活动。

资管计划份额转让进行办理¹²⁸，但私募基金挂牌时只能说明项目的基本情况，无法进行标准化的信息公示¹²⁹；北京金融资产交易所和上海股权托管交易中心也提供私募基金份额转让服务，其作为信息披露渠道，一定程度上缓解了中国私募基金份额转让市场规范化和公开化程度低、信息不对称等问题；中证资本市场发展监测公司成立了“机构间私募产品报价与服务系统”，该系统设置了“私募基金份额转让”专栏，但从该系统的公开信息来看，自2016年6月至今，已有少量私募基金成功交易的先例¹³⁰。

我们亦期待更多相对市场化的主体（尤其是拥有众多PE二级交易买卖双方信息资源的主体）参与到PE二级交易平台探索和建设，在合规且不违反有关保密义务的前提下搭建信息公示的平台，吸引更多的具有意向性的买方，增加PE二级交易市场的活跃性。

第4节 PE 二级交易模式

PE二级交易最基础的交易方式，即受让方直接购买转让方持有的目标基金份额，转让方从目标基金全部或部分退出。目前国内PE二级市场中大部分交易都采用此种简易交易模式。在此基础之上，根据交易主导方的不同，市场实践中也衍生出了一些特殊的交易模式或安排。

4.1 目标基金管理团队主导的交易（GP-led transaction）

从我们的实践经验来看，目前国内PE二级市场的交易大多由目标基金管理团队主导，主要原因在于，卖方通常较少拥有找到合适的买方的渠道，而目标基金管理团队本就有募资能力和买方资源，更易替卖方寻找到合适的买方。

在某些情况下，即使卖方自身有能力寻找受让其份额的买家，目标基金管理团队仍可能需要由自己主导，对目标基金进行重组式调整。例如，在目标基金经营期限临近届满时，目标基金可能正持有处于成长期且未来投资收益可观的投资项目，但最终退出时点可能晚于目标基金原定的经营期限，而部分投资人出于商业考虑或受限于法律法规或其自身组织性文件的约定而无法配合延长目标基金的经营期限（例如在目标基金的投资者中存在自身存续期限届满的政府母基金、资产管理产品等投资者时）。此时，如目标基金管理团队不愿以低价处置优质资产，较好的办法是引入新的投资者受让需退出的原投资者持有的目标基金份额，并继续持有该优质项目，直至最佳退出时点。由于涉及的转让金额较大，一般需要由目标基金管理团队主导引入S基金等专业PE二级市场投资者，以协助部分原

¹²⁸ 参见《深圳证券交易所资产管理计划份额转让业务操作指南（2014年修订）》。

¹²⁹ 深圳证券交易所资管计划份额转让产品信息请参见：
<http://www.szse.cn/disclosure/innovate/asset/product/index.html>。

¹³⁰ 机构间私募产品报价与服务系统：<http://pe.interotc.com/html/sharetransferlist/Sharetransferlist.html>。

投资者退出。在这种情况下，目标基金可能发生整体性的投资人变更，需要目标基金管理团队对目标基金进行重组式调整（通常包括管理费、投资收益分配等核心内容），以满足留在基金中并同意延期的原投资者和通过PE二级交易受让目标基金份额的新投资者的诉求。

在目标基金管理团队主导交易的情况下，尤其是在目标基金持有的投资组合较为优质而紧俏时，目标基金管理团队可能会要求买方承诺投资于同一管理团队设立或拟设立的其他基金，作为接纳其受让目标基金份额的条件，从而提前锁定其设立的其他基金的投资者，提高其他基金的募资效率（即所谓的“stapled secondary”）。通常有新一期基金募集计划的目标基金管理团队可能提出该要求。但对于专业的S基金而言，其自身的投资策略决定了其参与私募基金投资的方式一般为受让已存续一定期限的基金份额，而非直接参与私募基金的初始募集。因此，在买方为S基金的情况下，通常较难直接同意目标基金管理团队的该要求，但S基金可以考虑安排其关联方或者其自身的LP认购目标基金管理团队设立的其他基金。

4.2 卖方主导的交易（seller-led transaction）

当卖方为母基金、基金会等成熟投资人时，其可能为调整资产配置等目的而需要打包转让其所持有的多支私募基金的份额，而该等打包私募基金中可能同时包括预期投资收益较高和预期投资收益一般的基金。此时，为尽快转让所有基金份额并简化交易流程之目的，卖方可能会要求买方打包购买包括优质基金和普通基金在内的多支基金组成的投资组合。而买方虽然通常仅希望购买优质基金份额，但为取得交易定价上的主动权，也可能会同意一并受让卖方搭售的普通基金份额。

此类交易在国内尚不常见，但在境外成熟的PE二级市场中却不少见。例如，加利福尼亚州公务员退休基金（California Public Employees' Retirement System (CalPERS)）2006年因投资战略调整，将其所持有的部分私募基金份额打包出售，自行委托了咨询顾问为其拍卖份额、甄选买家，最终在历时一年多后，除部分目标基金向单独的买家一对一转让外，大部分拟转让的私募基金份额由五个买方分别受让，成功完成交易，交易额达15亿美元。再如，美国北卡罗来纳大学在2008年时因对私募基金的投资超出了其投资策略拟定的比例，故对外转让其所持有的部分私募基金份额，以调整其资产配置。

第5节 PE 二级交易环节

一般而言，PE二级交易可以分为以下几个主要环节：

5.1 卖方向目标基金管理团队提出转让申请

卖方拟全部或部分转让已投资的私募基金份额的，无论其是否有能力自行接洽潜在买方，其都应提前告知目标基金管理团队。除了因绝大多数私募基金的组

织文件中都会约定私募基金份额的转让应经私募基金管理团队的同意外，PE二级交易行为可能落入《募集管理办法》所规定的“募集行为”的范畴，而只有私募基金管理人及其他相关法律法规规定的募集机构方能以非公开方式向投资者募集资金。因此，目标基金的管理团队就其份额转让事宜掌握主动权乃其根据法律法规规定管理基金的应有之义。

除了就拟转让目标基金份额事宜本身取得目标基金管理团队的同意外，如卖方拟自行接洽潜在买方，其还应就可向潜在买方披露的信息和文件与目标基金管理团队达成一致。由于私募基金的非公开属性和商业上的保密需求，私募基金投资者根据法律法规或其与目标基金管理团队的约定有权对外披露的信息十分有限，而如欲成功转让目标基金份额，则不可避免地需要向潜在买方提供有关目标基金和其持有投资组合的相关信息。当然，在目标基金管理团队代为寻找潜在买方时，目标基金管理团队可在相关法律法规和私募基金组织文件所允许的范围内自行把握向潜在买方所披露信息的尺度。

5.2 潜在买方对卖方和目标基金尽职调查并进行交易谈判

在就份额转让事宜取得目标基金管理团队的同意后，卖方可自行或委托目标基金管理团队或其他第三方代为接洽潜在买方。潜在买方可能会对卖方及目标基金进行尽职调查，并在此基础上，与卖方及目标基金管理团队进行交易谈判。

PE二级交易中，潜在买方的尽职调查一般会重点关注以下几个问题：

（1） 目标基金的投资者份额转让机制

这是潜在买方首先需要关注的问题，重点关注其他投资者或目标基金管理团队是否有优先受让权。根据《合伙企业法》第二十三条的规定¹³¹，除合伙协议另有约定外，其他合伙人享有同等条件下的优先受让权。由于整个交易可能因为优先购买权的限制而前功尽弃，因此，潜在投资者需要重点关注有限合伙制私募基金的合伙协议中是否有其他合伙人优先受让权的另行约定，亦或是由普通合伙人全权决定；其他组织形式的私募基金章程、合同或类似性质的协议中，也可能有优先受让权的相关约定。优先受让权的存在可能会使交易的完成存在极大不确定性，这主要是因为其他合伙人或第三方拥有最终出价匹配的权利。

（2） 卖方拟转让的认缴金额及已实缴比例情况

这决定了潜在买方在受让卖方对目标基金的份额后，是否还存在实缴出资义务。

¹³¹ 《合伙企业法》第二十三条：合伙人向合伙人以外的人转让其在合伙企业中的财产份额的，在同等条件下，其他合伙人有优先购买权；但是，合伙协议另有约定的除外。

（3） 目标基金的存续期限和投资期限

这是为了评估目标基金当前的投资阶段，从而判断是否与潜在买方对投资退出期限的预期相匹配。

（4） 目标基金的已投资项目情况

这是为了评估目标基金的投资质量。PE二级市场的投资者正是通过在评估目标基金投资质量后再决定参与投资，从而“后发制人”，取得较之在初始募集期便参与认购的投资者更优异的投资回报。

（5） 卖方与目标基金管理团队的特殊约定

在初始认购目标基金份额时，卖方可能会与目标基金管理团队通过附属协议的方式达成一些特殊约定，通常为目标基金管理团队对卖方投资者的优惠让步（例如管理费减免或业绩分配折让），或者由于卖方自身法律性质所要求的权利条款（例如对于目标基金投资方向的限制）。潜在买方可能希望能在受让卖方对目标基金的份额的同时，一并承继这些商业方面的优惠约定，但目标基金管理团队未必能同意。

（6） 其他目标基金的核心条款

与一般私募基金投资者一样，PE二级市场的投资者同样需要关注目标基金的其他核心条款，包括但不限于费用分摊、收益分配、分配返还、基金架构以及投资者承诺与保证等。

5.3 卖方或目标基金管理团队通知目标基金其他投资者

在交易各方就目标基金份额转让事宜确定交易方案后，卖方或目标基金管理团队应根据法律法规或目标基金组织文件的要求，通知目标基金其他投资者。尤其是对于有限合伙制私募基金而言，《合伙企业法》第七十三条规定，有限合伙人可以按照合伙协议的约定向合伙人以外的人转让其在有限合伙企业中的财产份额，但应当提前三十日通知其他合伙人。这一规定并无约定排除的例外，因此可以理解为法律的强制性规定。尤其是在目标基金组织文件约定其他投资者有优先受让权的情况下，提前通知就显得尤为重要，可使其他投资者有充分的时间考虑是否行使优先受让权。

5.4 交易各方签署交易文件并安排交割

在最终确定目标基金拟转让份额的受让方后，各方可实质性推进各交易文件的起草和修订，并在最终定稿后完成签署。通常情况下，此类交易所涉及的交易文件至少包括《份额转让协议》、买方对目标基金的全套认购文件（包括但不限于法律法规所要求的《私募投资基金投资者风险问卷调查》《风险揭示书》《合

格投资者调查表》《认缴出资确认书》《合伙协议》及其他投资者基本信息等）、卖方退出目标基金的文件（如目标基金为有限合伙制基金，则为《退伙协议》）。此外，还可能包括买方与目标基金管理团队的附属协议，以及在目标基金非为契约型基金时所需的工商变更文件等。

在交易文件中约定的交割条件生效后，通常由目标基金管理团队主导安排该次基金份额转让交易的交割，宣布接纳受让方作为目标基金的投资者，并根据目标基金组织文件的约定通知目标基金其他全体投资者。

第6节 PE 二级交易谈判要点

在PE二级交易中，交易各方均有各自关注的问题，并在谈判达成一致后，体现在交易文件中。一般而言，各方交易谈判的重点至少有以下几方面：

6.1 估值定价

目标基金份额转让的对价是交易各方关注的核心要点。对买卖双方而言，对价的高低直接决定了交易的成功与否；而对目标基金管理团队而言，买卖双方确定的对价也体现了对目标基金价值的判断。通常情况下，各方会将转让对价确定为截至某特定日期（通常为目标基金最近的估值日期或其最近一次财务报表出具的日期）拟转让目标基金份额所对应的目标基金净值的一定比例或倍数，但也会根据具体交易背景作出适当调整。

影响交易对价的因素是多方面的。从卖方的角度来看，其对目标基金预期收益的判断、转让意愿的强烈程度、收到对价款的期限和方式都是其议价的衡量标准；从买方的角度来看，目标基金的类型（并购基金、创业投资基金、不动产基金或其他类型）、经营期限与投资阶段、卖方对目标基金的实缴出资比例等多方面因素也都是其议价筹码。比如，若买方希望能延期或分期付款，则转让对价可能会适当提高。不过，在大部分情况下，尤其是在当前国内私募基金投资者未臻成熟的情况下，大部分投资者转让其所投资的私募基金份额的目的都是为了资金周转，对买方支付对价款的期限要求较高。因此，通常只有在卖方是出于调整自身资产配置的目的转让目标基金份额的情况下，才可能同意买方延期支付转让对价款。再如，若各方预期在目标基金份额转让交割后买方能在短期内获得收益分配，从而能提高买方的内部收益率（*internal rate of return*），则转让对价可能适当提高。

6.2 交割条件

由于自《份额转让协议》签署之日至交割之日，目标基金还可能发生一些变化，可能会影响拟转让目标基金份额的估值或其他实质性影响买方的受让决定的因素，因此买方通常会要求在相关协议中约定份额转让的交割条件，如约定在交割日之前，目标基金的基本情况不发生实质性变更。例如，目标基金进行项目处

置发生收益分配即为实质性影响目标基金净值的重要事项，在此情况下，约定在目前基金净值在发生变更的情况下，交易对价的调整机制则显得尤为重要。

常见的交割条件还包括卖方受限于法律法规的规定或目标基金签署的针对其份额转让存在限制的协议。例如，国资背景的卖方在对外转让份额时，可能需要履行国有资产评估、进场交易等程序；目标基金签署的已投资项目公司的股东协议中可能有不得直接或间接转让被投资企业股权的约定等。而买方通常难以准确知悉卖方或目标基金进行份额转让的限制。

6.3 责任分担

与目标基金相关的责任分担也是各方谈判的焦点。通常来说，买方仅愿意承担在受让目标基金份额后产生的相关责任，而卖方则不希望在目标基金份额转让后再承担来源于目标基金的任何责任，无论产生该责任的原因是发生在份额转让之前还是之后。因此，买方通常要求在《份额转让协议》中约定，即使份额转让已完成，卖方仍需要就其持有目标基金份额期间所产生的债务承担相应责任，包括由于卖方违反目标基金的组织文件或份额转让文件的约定而导致买方产生的任何损失赔偿责任，以及卖方已获得的投资收益分配部分所对应的返还责任等。

值得注意的是，目标基金的组织文件通常会约定投资人或目标基金管理团队在某些情形下需要向目标基金返还自目标基金获得的分配收益（“收益返还”，即clawback）。若基金份额转让完成后发生了收益返还情形，买卖双方极有可能就该责任的承担发生争议，如买卖双方如何分摊应向目标基金返还的收益，或如何在双方之间分配目标基金管理团队向目标基金返还的收益。因此，在《份额转让协议》中明确与收益返还责任承担的相关事宜非常重要，比较常见的做法是买卖双方就收益返还金额预先约定一个折中的各自承担或分配的比例。

关于责任承担的另一个重要问题是赔偿金额问题，一般情况下，卖方要求以交易对价为上限承担赔偿责任，而买方则要求没有数额上限或以“交易对价和基金份额转让后的买方的实缴出资二者之和”的数值为赔偿数额上限。同时，为了保护自己的利益，买方会要求明确排除适用赔偿数额上限的若干情形，包括卖方存在欺诈行为、卖方违反《份额转让协议》的陈述与保证条款内容等。

6.4 陈述保证

在《份额转让协议》中，买卖双方都会做出一定的陈述与保证。通常买方会做出与其合法设立并存续、符合私募基金合格投资者条件、具有支付交易对价的能力等相关陈述与保证。相比之下，卖方的陈述与保证通常更为复杂，通常包括但不限于以下陈述与保证：

(i) 卖方不会向其他方出售拟转让基金份额，也不会采取赎回或其他方式处置拟转让基金份额（例如以退伙或非现金分配的方式），不会出现导致卖方无

法对拟转让基金份额进行有效处置的事由；

(ii) 卖方合法、有效地持有拟转让基金份额，且拟转让基金份额之上不存在任何第三方权利或任何未决诉讼、仲裁及行政处罚等事项；

(iii) 任何有关目标基金过去的收益分配及实缴出资安排的陈述都是真实、准确的（通常会在《份额转让协议》中列明目标基金已发生收益分配和实缴出资情况）；

(iv) 卖方已经向买方提供了与拟转让基金份额相关的所有资料。

此外，买方还可能会要求目标基金管理团队对卖方作出的特定陈述与保证予以确认并作出相应的陈述与保证，包括有关目标基金的收益分配、实缴出资进度等事宜。但因为目标基金管理团队并无义务作出此类陈述与保证，所以通常会拒绝作出，或出于促成交易之目的，有针对性地作出部分限制。

6.5 特殊权益

买方往往会要求与目标基金管理团队签订附属协议，从而获得部分特殊权益，包括提前收到缴款通知、延长实缴出资宽限期、减少缴纳管理费、分享共同投资¹³²机会等。这类要求可能基于卖方曾与目标基金管理团队签订的附属协议，也可能是买方的另行要求。在买方与目标基金管理团队就附属协议进行谈判时，双方均应仔细评估原投资者所签订的附属协议中的相关条款。并非所有原投资者获得的特殊权益都适合由买方承继，尤其是一些因原投资者所适用法律法规的规定不得不做出的安排，在原投资者退出目标基金后，即可以不必遵守。典型如原投资者为政府引导基金的情况下，政府引导基金的管理办法可能对目标基金有若干政策性要求与限制，而在政府引导基金退出目标基金后，目标基金便无需再遵守该等政策性限制，从而为目标基金的投资运作带来更多的灵活空间。最终买方所能获得的特殊权益需视其与目标基金管理团队的商业谈判情况而定。

第7节 PE 二级市场发展展望

虽然截至目前，国内PE二级市场仍处于发展初期，但随着国内PE一级市场的快速发展，其发展潜力巨大。国内的私募基金自21世纪初起步以来，经过十余年的发展，相关法律法规逐渐完善，监管体系趋于完整，如今PE一级市场已初具规模。如前所述，截至2018年8月底，全国私募股权投资基金和创业投资基金的基金规模已逾8万亿。而中基协曾公布的第1期私募登记备案月报显示，截至2015年1月底，全国已备案的私募股权投资基金和创业投资基金的基金规模仅为1.6万余亿。近年来国内私募基金的增长态势可见一斑。常见的私募基金存续期限通常

¹³² 如欲进一步了解私募基金共同投资，请参阅汉坤法律评述《LP 共同投资权 —— 想说爱你不容易》（2018/09/18），网址：

<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/12cc477ba89d01c20e30df8f876be442.pdf>。

为5到10年，其中投资期通常为3-6年。这意味着近年来喷涌而出的私募基金已渐渐开始进入投资期的中后期，且今后将有源源不断的私募基金前赴后继步入此阶段。只有足够庞大的一级市场，才可能发展出成规模的二级市场。近年来PE一级市场的持续发力为PE二级市场的发展奠定了基础。

在我国私募基金发展的早期阶段，私募基金的投资者多为高净值人士及普通的企业投资者。而时至今日，已有越来越多的专业机构投资者进入市场。虽与国外常见的公共养老金、大学基金会等成熟投资机构不完全相同，我国也有各种类型的机构投资者，如社保基金理事会、保险资金、证券公司等金融机构及其下设投资机构、政府引导基金及其他大型母基金等，还包括在《资管新规》正式下发前市场上大量的证券公司、基金公司等发行的资产管理产品以及银行理财产品。众多专业机构投资者的出现逐渐改变了PE一级市场的投资者结构，使市场逐步趋于成熟、理性。而PE一级市场投资者结构的优化，也会相应促进PE二级市场的发展。

在PE二级市场中，专业的S基金在交易过程中较之高净值个人和企业等普通投资者更能发挥管理团队的专业能力、行业经验和议价能力优势，有效获取目标基金信息，并顺利完成交易。目前，国内部分行业领先的母基金或财富管理机构已纷纷布局S基金。我们有理由相信，中国的PE二级市场前景可期，S基金也将在PE二级市场的广阔天地中将大有可为。

第五章 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。

* * * * *

版权与免责

本《蓝皮书》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《蓝皮书》不得被用于其他目的。如需转载，请注明来源。如您对本《蓝皮书》的内容有任何问题，可联系本《蓝皮书》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