

中国私募基金 监管与实务

蓝皮书（第四版）

二〇二〇年三月

HANKUN
汉坤律师事务所
Han Kun Law Offices

第四版序

中国的私募基金行业在过去近二十年获得了快速发展，监管部门和相关从业人员一起“摸着石头过河”，不断探索，时至今日，中国的私募基金市场已自成体系，具有一定规模。为适应行业发展需要，营造更加健康有序和规范的投资环境，近年来针对私募基金行业的各项监管规定逐步出台，中国私募基金行业的系统性监管体系发展日趋成熟。

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，与行业共成长。因此，在服务客户的同时，汉坤不忘及时总结工作心得，愿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薄之力。

汉坤从 2016 年起开始组织本所投资基金与资管组律师撰写《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，我们陆续公开地推出了《热点评论》的升级版——《中国私募基金监管蓝皮书》（第二版）和《中国私募基金监管与实务蓝皮书》（第三版）（“《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。时隔近一年半，我们结合最新监管要求和市场动态，再次推出第四版《蓝皮书》，以酬业内读者厚爱。

总体而言，较之第三版《蓝皮书》，本第四版在体例、内容方面做了较大幅度的调整和更新，行文逻辑更顺畅，内容更丰富和完整。第四版《蓝皮书》在第三版的基础之上，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进一步整体性更新和梳理，包括增加了私募资产配置基金等相关内容。在具体展开私募基金监管法律问题时，融合了《私募条例》和《资管新规》及其相关配套规则的适用、私募基金的典型架构、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、团队激励与跟投等众多市场热议问题，尤其针对当前市场上越来越多私募基金进入退出期或清算期，退出和清算相关的法律问题愈发被行业内关注的现状，本第四版中增加了私募基金的退出和清算的内容。本第四版还对当前市场上一些特别类型的私募基金进行了介绍，包括母基金（FOF）、资产配置型基金、二级私募股权基金、纾困基金、常青基金和占股基金等。此外，相比于第三版《蓝皮书》，第四版的一个重大变化是增加了中国私募基金管理团队发起设立域外私募基金的内容，对其中的中国法律问题及常见的域外私募基金设立地及监管实践进行了介绍，这一拓展也是迎合当前越来越多中国私募基金管理团队在域外募资及设立域外私募基金的趋势。我们真诚地希望，本第四版《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 中国私募基金行业及监管的发展和现状	1
1.2 中国不同类型私募基金的发展概况	3
第 2 节 中国私募基金行业监管概况	8
2.1 私募基金行业在证监会统一监管前时代	8
2.2 中国私募行业的证监会统一监管	10
2.3 中国私募基金的分类差异化监管	16
第二章 中国私募基金监管主要法律问题	21
第 1 节 私募基金的登记备案等合规要求	21
1.1 从业人员资格和管理	21
1.2 管理人登记	22
1.3 管理人入会	25
1.4 募集规范	26
1.5 私募基金产品备案	32
1.6 信息披露	35
1.7 资金托管	36
1.8 外包服务	38
第 2 节 中国 PE/VC 基金的设立	39
2.1 PE/VC 基金设立地的选择	39
2.2 PE/VC 基金典型架构	40
2.3 PE/VC 基金的特殊发起方	42
2.4 PE/VC 基金的特殊背景投资人	49
第 3 节 PE/VC 基金的投资运营	62
3.1 基金架构对基金投资的影响	62
3.2 国资影响	64
3.3 外资限制	65
3.4 未备案基金对外投资的影响	67
3.5 境内投资者境外投资	68
3.6 境外资金境内使用	72
3.7 团队激励与跟投	73
第 4 节 PE/VC 基金的退出和清算	77
4.1 PE/VC 基金的项目退出	77
4.2 PE/VC 基金投资人的退出和基金清算	79
第 5 节 中国私募证券投资基金监管主要法律问题	84
5.1 私募证券投资基金的组织形式	84
5.2 私募证券投资基金的托管	86
5.3 私募证券投资基金的运作管理要求	87
5.4 外资私募证券投资基金管理人	90
第 6 节 中国私募基金的税务问题	98

6.1	税务筹划	98
6.2	私募基金税收关注热点	101
第三章	中国特别类型私募基金介绍	108
第1节	私募FOF基金	108
1.1	私募FOF基金的定义及类型概述	108
1.2	私募FOF基金的整体优势及特点	108
1.3	私募FOF基金的管理运作特点及监管要求	110
第2节	资产配置型基金	111
2.1	资产配置型管理人问世	111
2.2	资产配置型基金的法律规定	112
2.3	资产配置型基金的现状	113
第3节	二级私募股权基金	114
3.1	PE二级市场	114
3.2	S基金	115
3.3	交易程序	115
3.4	税务考量	117
第4节	纾困基金	117
4.1	纾困基金的问世	118
4.2	纾困基金的运作	118
第5节	常青基金	120
5.1	常青基金的特殊性	120
5.2	在中国设立常青基金的挑战	121
第6节	占股基金	122
6.1	投资意义	123
6.2	收购模式	124
6.3	交易要点	125
第四章	中国团队发起设立美元基金	129
第1节	相关中国法律问题	129
1.1	境外投资核准	129
1.2	境外投资外汇登记	130
1.3	在中国境内的募集监管	130
1.4	CRS	130
第2节	常见美元基金设立地及监管	131
2.1	开曼群岛	132
2.2	英属维京群岛	134
2.3	美国	136
2.4	香港	139
2.5	新加坡	142
2.6	在欧洲募集私募基金	143
第五章	结语	145

第一章 中国私募基金发展概览

第1节 中国私募基金行业发展概况

1.1 中国私募基金行业及监管的发展和现状

私募基金¹行业从20世纪80年代起在中国市场萌芽并发展，至今三十多年，然其作为法律主体正式被写入法规并纳入目前监管部门的监管至今则刚满5年。2014年1月17日，中国证券投资基金业协会（“中基协”）作为中国私募基金行业自律组织，发布了《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》”），正式对私募基金进行定义²，同年6月，中国证券监督管理委员会（“证监会”）审议通过《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”定义进一步明晰³。

私募基金，在现有中国监管机构/行业自律组织发布的监管规定/自律规则下，一般被认为指“以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金”，其“资产由基金管理人或者普通合伙人管理”且“以投资活动为目的”。私募基金以投资为主营业务，此特征将其与实业企业相区别；私募基金以“非公开方式”募集资金，此特征则将其与以公开方式募集资金投资的公募基金相区别⁴。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，私募基金包括通过非公开募集方式设立的证券投资基金及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。

概括而言，中国私募基金发展至今主要经历了三个历史阶段：

第一阶段，萌芽探索。1985年，《中共中央关于科学技术体制改革的决定》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”的概念。该时期的私募基金主要由政府主导，以“中国新技术创业投资公司”、“中国科招高技术有限公司”为代表，科技园区、孵化器的建设在全国各开发区陆续展开。该阶段的主要特征为支持促进科技成果转化的风险投

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，除引用监管规定/自律规则原文或专有名称的情形外，本《蓝皮书》中统一使用“私募基金”进行指代。

² 《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。”

³ 《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，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。”

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>。

资基金，私募基金主要用于境外融资上市。

第二阶段，监管初建。21世纪初，大量私募基金基础性法律法规陆续颁布，如2003年出台的《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》”）⁵、2005年出台的《创业投资企业管理暂行办法》（国家发展和改革委员会令[2005]第39号）、2006年修订发布的《中华人民共和国合伙企业法》（主席令[2006]第55号，“《合伙企业法》”）⁶、2012年修订发布的《中华人民共和国证券投资基金法》（中华人民共和国主席令第23号，“《证券投资基金法》”）⁷、以及上文提及的《私募登记备案办法》、《私募暂行办法》等。随着基础法律体系的建立，中国私募基金监管体系框架初建，法律组织形式得到完善，监管部门完成由国家发展和改革委员会（“发改委”）向证监会的转变，证监会/中基协对私募基金的登记/备案监管体系确立，私募基金以燎原之势发展。

第三阶段，规范发展。2015年后，私募基金监管规则密集出台，证监会和中基协围绕管理人登记、资金募集、基金备案、信息披露、合同规范、运营管理等就私募基金的设立运行进行全方位规范并颁行一系列法律规范和自律规则。2018年4月27日，《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》”）出台，各部委陆续发布《资管新规》细则文件，私募基金监管进入大资管时期。

目前，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⁸，基于私募基金主要投资标的的不同，将私募基金划分为了“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”、“其他私募投资类FOF基金”及“私募资产配置基金”九种类型，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型将私募基金管理人划分为了“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”以及“资产配置类私募投资基金管理人”四类。

截至2019年12月底，根据中基协的统计⁹，中基协存续登记私募基金管理人24,471家，其中私募股权、创投类投资基金管理人14,882家，私募证券投资基金管理人8,857家，其他私募投资基金管理人727家，私募资产配置类管理人5家；存续备案私募基金81,739支，其中私募股权投资基金28,490支，创业投资基金7,978

⁵ 根据 2015 年 10 月 28 日《商务部关于修改部分规章和规范性文件的决定》，该文件已于 2015 年被修正。

⁶ 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。

⁷ 新修订的《证券投资基金法》首次引入了非公开募集基金的概念，为私募证券投资基金奠定法律基础。

⁸ 见中基协资产管理业务综合报送平台（<https://ambers.amac.org.cn>）发布的《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》。

⁹ 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》（2019 年第 12 期）：http://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/zgsmjihysjbg/202001/t20200109_6049.html。

支，私募证券投资基金41,399支，其他私募投资基金3,867支，私募资产配置类基金5支。

1.2 中国不同类型私募基金的发展概况

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”）¹⁰的概念于20世纪80年代末¹¹被引入中国，“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”的一个重要分支和子集；后文将进一步阐释监管视角对私募股权投资和私募风险/创业投资的界定和分类（详见本《蓝皮书》第一章第2.3节）。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。

PE/VC基金在中国的发展与私募基金整体发展进程趋同：

第一阶段，探索与起步阶段。自20世纪八九十年代起至今，在科技体制改革的背景下，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¹²，2003年实施的《FIVCE规定》也在一

¹⁰ 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。

¹¹ 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”。

¹² 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。

一定程度上对外国机构、组织、个人在中国的创业投资起到了鼓励作用。

第二阶段，快速成长阶段。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¹³、以及私募基金密切相关的基础法律法规修改完善和出台，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一系列支持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。

第三阶段，规范发展阶段。2015年起，一系列私募基金监管法律法规及自律规则的出台，以及鼓励创新创业政策的发布，PE/VC基金市场募投管退各环节监管体系日益完善，PE/VC基金进入了规范发展的时期。受监管法律法规及自律规则日趋严格的影响，私募股权、创投类基金管理人数量的增长及所管理基金的数量增长均有放缓趋势，但仍然处于稳步增长状态。

根据中基协的统计，截至2019年12月底¹⁴，中基协存续登记私募股权、创业投资基金管理人14,882家，存续备案私募股权投资基金28,490支，创业投资基金7,978支，管理基金规模合计达9.74万亿元（其中私募股权投资基金8.59万亿元、创业投资基金1.15万亿元）。

1.2.2 中国私募证券投资基金发展概况

中国私募证券投资基金是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《证券投资基金法》项下所述的通过非公开募集方式设立的证券投资基金。虽然中国立法机构于2003年即颁布了《证券投资基金法》，但彼时的《证券投资基金法》仅适用于公开发售基金份额募集证券投资基金及其证券投资活动，而向特定对象募集资金或者接受特定对象财产委托从事证券投资活动的具体管理办法仍须由国务院另行规定；直至2012年12月28日，全国人大常委会方才通过修订《证券投资基金法》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）；此后，私募证券投资基金的相关监管法律法规逐步丰富和完善。

因此，私募证券投资基金在中国的发展基本可分为以下三个阶段：

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，由信托公司向特定投资人发行证券投资集合资金信托计划。在此种架构

¹³ 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。

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》（2019年第12期）：http://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/zgsmjihysjbg/202001/t20200109_6049.html。

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，迅速得到很多私募投资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《证券投资基金法》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及其管理机构实行登记备案制度，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，投资公开交易的股票、债券和其他证券其衍生品种等。

第三阶段，稳步发展阶段。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，在2015年、2016年经历了高速增长时期，但在2017年后增长速度逐渐放缓，由登记备案初期的爆发式增长过渡到规范发展的新阶段，私募证券投资基金管理人也出现了管理规模、投资业绩和合规风控能力方面的分化¹⁵。增长速度放缓的原因一方面政策原因，中基协把“扶优限劣”作为私募基金行业自律管理工作的主基调，对无展业能力的空壳机构予以注销；另一方面是市场行情影响了基金数量和规模的增速。

根据中基协的统计，截至2019年12月底¹⁶，中基协存续登记私募证券投资基金管理人8,857家，存续备案私募证券投资基金41,399支，管理私募证券投资基金规模达2.45万亿元人民币。

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”，也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、创业投资基金、私募证券投资基金以及私募资产配置类基金的私募基金都将归入此类。

¹⁵ 参见中基协《中国私募证券投资基金行业发展报告（2017）》第57页：

<http://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/zgsmijhybgfz/201901/P020191231586083951844.pdf>。

¹⁶ 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》（2019年第12期）：http://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/zgsmijhysjbg/202001/t20200109_6049.html。

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>，“AMBERS系统”），而在新平台上发布的《有关私募投资基金“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中基协自律规则的产品，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”）¹⁷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AMBERS系统发布《私募投资基金备案须知》（“《原备案须知》”）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《原备案须知》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、

¹⁷ 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。

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。《原备案须知》在《问答七》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《原备案须知》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私募股权、创业投资和私募证券投资这两类私募基金管理人及私募基金，且2017年9月后中基协暂停了其他类私募基金管理人的登记¹⁸。需要注意的是，中基协于2018年6月21日发布了《关于合格境内有限合伙人（QDLP）在协会进行管理人登记的特别说明》，该说明指出，QDLP管理机构可登记为其他私募基金管理人，但是，此次登记的其他私募基金管理人仅针对QDLP试点机构，并非对前述其他类私募基金管理人的重启。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。

1.2.4 私募资产配置基金发展概况

2017年7月全国金融工作会议提出金融要回归本源，把“为实体经济服务”作为出发点和落脚点，并从直接融资、间接融资等多维度进行部署¹⁹。与此同时，中基协表态，正在抓紧研究设置“资产配置类私募投资基金管理人”的机构类型和产品类型。

2018年3月，中基协在第二届理事会第四次会议上听取了有关“私募资产配置基金管理人”的报告。报告再度提及研究增设“私募资产配置基金管理人”的现实需求。这一进度意味着资产配置成为私募机构分类登记选项之一的日子正在加速临近。

2018年5月召开的第四届（2018）全球私募基金西湖峰会上，中基协会长洪磊致辞时提及，在提升行业竞争生态方面，中基协致力于推动资产管理市场形成“基础资产—投资工具—大类资产配置”三层有机架构；希望在《证券投资基金法》框架下，尽快制定大类资产配置管理办法，引导非保本理财业务转型为大类资产配置服务。三个月后，新规《私募基金登记备案相关问题解答（十五）》（“《问答十五》”）于2018年8月29日正式落地。

《问答十五》明确，“自2018年9月10日起，拟申请私募资产配置基金管理人的机构，可以通过AMBERS系统在线提交相关申请材料。”这表明私募基金领域

¹⁸ 目前中基协未就“暂停其他类私募基金管理人登记”的情况发布书面公告，但是在 AMBERS 系统进行管理人登记时，AMBERS 系统中显示：“为促进私募投资基金回归投资本源，按照相关监管精神，暂不办理其他类私募基金管理人登记申请（除 QDLP 等试点机构）。”

¹⁹ 全国金融工作会议，是为保证宏观金融政策的稳定性和金融改革的持续性而作出的一项重大制度安排。一般五年召开一次，至今已开五次。2017年7月14日至15日，第五次全国金融工作会议在北京召开。此次会议围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革“三位一体”的金融工作主题做出了重大部署。

中，除前述提及的三类私募基金管理人外，新增了第四类私募基金管理人——私募资产配置管理人，并相应增加了第五类私募基金——私募资产配置基金。

包括《问答十五》在内的监管规则均未对私募资产配置基金进行定义，参考中国证券业协会的一篇问答²⁰，私募资产配置基金是指底层标的为各类资产的私募基金。与一般私募基金相比，私募资产配置基金被允许“变相”突破专业化经营要求，开展跨资产类别配置的投资业务，底层标的可以是证券、股权、其他类资产。根据《问答十五》，私募资产配置基金应当主要采用基金中基金（FOF）的投资方式，80%的已投资基金资产应当投资于已备案的私募基金、公募基金或者其他依法设立的资产管理产品。相比其他私募基金类型，私募资产配置基金虽然同样是以FOF方式投资，却可以突破以往中基协对其他三类私募FOF“专项经营”的要求，同时投资于一、二级市场。

2019年2月，中基协公布了三家私募资产配置基金管理人名单，标志着第四类私募基金管理人的正式诞生。截至2019年12月底，共有五家²¹私募资产配置管理人完成登记，共有五支私募资产配置基金备案成功。就中基协当前的审批情况来看，获批的私募资产配置类管理人数量较少，且多拥有雄厚的实力和强大背景，这也说明第四类私募资产配置基金管理人在申请上有一定难度，而私募资产配置基金也尚处于探索尝试性阶段。

私募资产配置基金通过股票、股权、信托、基金等系列产品的配置，使投资的风险与收益得到更大程度的平衡。私募资产配置基金的落地，满足了专业私募基金投资者对所投私募基金配置大类资产的现实需求，“变相”专业化经营的要求使得资产配置型基金具有更高的灵活性，也利于私募基金收益水平的提高。业内普遍认为，私募资产配置型产品的落地标志着中国私募行业将迎来资产配置的新时代。

第2节 中国私募基金行业监管概况

中国私募基金行业的监管框架是伴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，由中基协在证监会的授权下作为行业自律组织实施自律监管，同时发改委、中华人民共和国财政部（“财政部”）等其他部门在特定历史阶段、以及特定领域对于私募基金也发挥了重要的监管作用。

2.1 私募基金行业在证监会统一监管前时代

2.1.1 私募股权、创业投资基金（PE/VC 基金）的监管

²⁰ 参见：https://www.sac.net.cn/tzzyd/tzabc/nwwd/201908/t20190806_139665.html。

²¹ 五家私募资产配置类管理人分别为中国银河投资管理有限公司、浙江玉皇山南投资管理有限公司、信银（深圳）投资管理有限责任公司、珠海横琴金晟硕业投资管理有限公司、深圳乐瑞全球管理有限公司。

中国的创业投资始于 20 世纪 80 年代的科技体制改革，国家通过创业投资的方式对变化迅速、风险较大的高技术开发工作给予支持，主要以鼓励、引导的政策性监管为主。特别地，科技部、国家计委、国家经贸委、财政部等多部门于 1999 年 11 月 16 日联合发布《关于建立风险投资机制若干意见的通知》，对风险投资公司及风险投资基金²²予以定义，并从募投管退层面对风险投资进行了原则性约束。相应地在 2001 年，结合海外创业投资基金于 20 世纪 90 年代末纷纷进入中国的背景，对外贸易经济合作部牵头制定《关于设立外商投资创业投资企业的暂行规定》，鼓励外国投资者到中国从事创业投资，并对外商投资的风险投资型企业的设立登记、审核监管进行了规定。2005 年，发改委发布《创业投资企业管理暂行办法》，就内资的创业投资企业的设立、运营建立了基本规则。

相较于创业投资基金而言，私募股权投资基金在中国起步发展的时间则更晚一些。直至 2004 年，私募股权投资基金得力于 20 世纪 90 年代末国企改革的大量良好标的，进入快速发展阶段。同时，国家层面从宏观角度鼓励产业基金等股权投资基金的发展，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²³。2011 年，发改委相继发布《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）、《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），在国家层面就私募股权投资企业的设立备案、募集、投资、信息披露、监管自律等方面建立基本机制。

在这一时期，PE/VC 基金呈现多头监管态势，国家层面的监管较为原则化和简略，而各地方政策则存在较大的地区性差异和不确定性。

但也是在这一时期，全国人民代表大会常务委员会于 2006 年修订《合伙企业法》，首次引入“有限合伙企业”这一目前 PE/VC 基金的主流组织形式；国务院进一步于 2009 年发布《外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法》（中华人民共和国国务院令 567 号），明确了外商投资合伙企业的设立登记。同期，针对 PE/VC 基金的税收政策、财政鼓励政策相应出台，与 PE/VC 基金的投资退出紧密相关的创业板亦走到台前，为后续中国 PE/VC 基金的发展打下了坚实的基础。

²² 根据《关于建立风险投资机制若干意见的通知》第三条第（九）项，风险投资基金是专门从事风险投资以促进科技型中小企业发展的一种投资基金。为适应风险投资的特点，风险投资基金应采取私募方式，向确定的投资者发行基金份额。其募集对象可以是个人、企业、机构投资者、境外投资者，应拓宽民间资本来源，同时，对投资者的风险承受能力应有一定要求。投资者所承诺的资金可以分期到位。风险投资基金应按封闭式设立，即事先确定发行总额和存续期限，在存续期限内基金份额不得赎回。

²³ 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>。

2.1.2 私募证券投资基金监管

如前文所提及，在《证券投资基金法》（2012年12月修订版）明确私募证券投资基金的合法地位并将其纳入监管范围之前，对私募证券投资基金的监管处于缺失状态。

故在这一时期，私募证券投资基金的命运与PE/VC基金有所不同。当时，私募证券投资基金的管理机构往往需要依靠信托公司、证券公司、商业银行等金融机构进行产品发行，相应的监管规定散见于《信托公司集合资金信托计划管理办法》（2009年修订，现行有效）、《信托公司证券投资信托业务操作指引》（2009年发布，现行有效）、《证券公司客户资产管理业务试行办法》（2003年发布，2004年实施，现已失效）及《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》（2007年发布，2008年实施，现已失效）。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，其募集、经营行为与非法经营证券业务、非法集资等违法行为存在区分困难，游走于合法与非法的灰色地带。

继全国人大常委会于2012年12月修订《证券投资基金法》后，证监会于2013年2月18日发布《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》（与2012年12月底修订后的《证券投资基金法》同样于2013年6月1日起施行）。根据该暂行规定，满足一定条件²⁴的专门从事非公开募集证券投资基金管理业务的资产管理机构，可以向证监会申请开展公开募集证券投资基金管理业务，该等业务由证监会负责监督管理，由中基协实行自律管理。

2.2 中国私募行业的证监会统一监管

2.2.1 证监会的统一监管权限

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，发改委负责组织拟订促进私募股权基金发展的政策措施。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。

²⁴ 根据《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》第五条及第八条，私募证券基金管理机构开展公募证券投资基金管理业务，需要满足的申请条件包括：（1）具有3年以上证券资产管理经验，最近3年管理的证券类产品业绩良好；（2）公司治理完善，内部控制健全，风险管理有效；（3）最近3年经营状况良好，财务稳健；（4）诚信合规，最近3年在监管部门无重大违法违规记录，没有因违法违规行为正在被监管部门调查，或者正处于整改期间；（5）为基金业协会会员；（6）实缴资本或者实际缴付出资不低于1000万元；（7）最近3年证券资产管理规模年均不低于20亿元；（8）证监会规定的其他条件。

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》适用于中国境内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/创业投资机构、私募证券投资基金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要求和信息披露标准等要求。

2.2.3 行业自律监管体系的建立

2012年，中基协在民政部登记成立²⁵。根据2012年修订的《证券投资基金法》，中基协是证券投资基金行业的自律性组织，履行制定和实施行业自律规则、依法办理非公开募集基金的登记、备案等职责。中基协作为基金业的行业协会，根据证监会的授权，在证监会的指导下开展行业自律监管。证监会发布的《私募暂行办法》进一步明确，中基协依照《证券投资基金法》、《私募暂行办法》、证监会其他有关规定和中基协自律规则，对私募基金业开展行业自律，协调行业关系，提供行业服务，促进行业发展。

截至今日，中基协已经在私募基金管理人登记、私募基金备案、从业资格取得和从业人员登记、外包服务业务、信息披露等多个方面建立统一的管理机制和信息系统，针对私募基金的募投管退各方面制定了较为详细的行业自律规则，包括但不限于《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》《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》”）《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《证券期货投资者适当性管理办法》合称“适当性管理规范”等，私募基金行业的自律规则体系由此建立。

2.2.4 《私募条例》的征求意见稿

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，针对整个中国私募基金行业的系统性监管规则体系初见雏形。然而，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《证券投资基金法》，前述规定中关于私募基

²⁵ 根据在中国社会组织公共服务平台（<http://www.chinanpo.gov.cn/search/vieworg.html>）的查询，中基协的业务主管单位为证监会。

金的规定相对简要和宏观。总体而言，私募行业的现行监管规则的法律效力层级仍然偏低且规则较为零散。

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）主要在现有规则的基础上进行了整合与完善，包括明确了私募基金的定义、组织形式和投资范围，加强了对私募基金参与主体（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。此外，《私募条例》（征求意见稿）尤其强调法律责任，在处罚范围及处罚力度上较现行规则均有所增加。

相较于现行规则，《私募条例》（征求意见稿）有以下值得注意的监管趋势：

（1）私募基金的投资范围为“证券及其衍生品种、有限责任公司股权、基金份额，以及国务院证券监督管理机构规定的其他投资品种”，相较于《私募暂行办法》规定的“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”存在一定调整。（2）明确了管理人应当履行的职责，包括基金的投资、确定收益分配方案、向投资者进行分配、编制财务报告等。由于目前合伙制私募股权投资基金多采取普通合伙人与管理人分设的机制，基金的投资、收益分配等管理职权在管理人与普通合伙人之间界限不明，《私募条例》（征求意见稿）出台后，合伙制私募股权投资基金可能需进行管理人及普通合伙人之间权责的重新划分。（3）进一步加强管理人的展业要求，在目前新登记管理人在登记完成后6个月内需备案首支基金的规则基础上，进一步规定如所管理的私募基金全部清盘后，12个月内未备案私募基金的，应当注销基金管理人登记。并强调了私募基金管理人登记应当具备真实的展业需求，将推动市场上私募基金管理人的优胜劣汰。（4）明文列示的私募基金的组织形式未包括契约型基金，但目前契约型也是广泛存在的私募基金形式，尤其广泛应用于私募证券投资基金领域，如正式稿未将契约型采纳为私募基金的组织形式之一，可能给私募基金行业带来较大的震荡。

虽然《私募条例》尚未正式出台，但其严监管态度已可见一斑。该条例颁布后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，其立法层级在私募基金的专门监管体系中为最高，标志着中国私募基金行业监管体系的顶层设计即将完成。

2.2.5 《资管新规》对私募基金的适用及相关配套规则

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。”上述“资产管理业务”和“资产管理产品”未明确列举私募基金。

另外，《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”。根据发改委、中国人民银行、财政部、中国银行保险监督管理委员会（“银保监会”）、证监会、外汇局六部委于2019年10月25日联合发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》（发改财金规[2019]1638号）（“《两类基金通知》”），即为对《资管新规》第二条中规定的“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”进行了制度层面的完善和补充。《两类基金通知》对于创业投资基金、政府出资产业投资基金这两类基金的定义及认定条件、豁免多层嵌套规则、过渡期政策安排进行了进一步的明确。

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《证券投资基金法》，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》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²⁶。

（1） 《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） 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权及其受（收） 益权。关于封闭式基金的认定，目前仅见于《证券投资基金法》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。

（ii） 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。我们了解到在实务中，如果是私募基金体系内嵌套投资，目前没有严格监管。对于创业投资基金和政府出资产业投资基金，根据《两类基金通知》第六条：“符合本通知规定要求的两类基金接受资产管理产品及其他私募投资基金投资时，该两类基金不视为一层资产管

²⁶ 例如下文第（2）项所述关于合格投资者的认定标准。

理产品。”，本条可以说是《两类基金通知》最为重要的条款，即对于该两类基金而言豁免适用《资管新规》对于多层嵌套限制的要求，也就是说，对于该两类基金所形成的“资管产品（私募基金）→创业投资基金/政府出资产业投资基金→资管产品（私募基金）”的嵌套结构的合规性得到了承认。

《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。

（iii） 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。

（iv） 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》规定“金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆”，即正式出台后的《资管新规》禁止金融机构以资产管理产品份额质押融资、放大杠杆。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²⁷。

（2）《资管新规》的相关配套规则

随着《资管新规》的落地，《资管新规》配套细则文件也陆续发布，其中，2018年10月22日，证监会正式颁布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（“《业务管理办法》”）和《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（“《运作管理规定》”）。2018年9月26日以及2018年12月2日，银保监会分别颁布《商业银行理财业务监督管理办法》（“《银行理财新规》”）以及《商业银行理财子公司管理办法》（“《银行理财子公司新规》”）。截至目前，《资管新规》配套规则文件（包括征求意见稿）主要如下：

编号	文件名称	发文机关	发布时间
1	《金融资产投资公司管理办法（试行）》	银保监会	2018年6月29日
2	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	中国人民银行	2018年7月20日
3	《商业银行理财业务监督管理办法》	银保监会	2018年9月26日
4	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	证监会	2018年10月22日
5	《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	证监会	2018年10月22日
6	《商业银行理财子公司管理办法》	银保监会	2018年12月2日
7	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法（试行）》	中基协	2019年6月3日
8	《标准化债权类资产认定规则（征求意见稿）》	中国人民银行	2019年10月12日
9	《证券投资基金经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（试行）》	证监会	2019年12月6日

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，证监会私募基金监管部负责人在专场发布会上提出，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。其中，“统一监管”是指落实《证券投资基金法》和中央编办关于私募基金监管职

²⁷ 例如，① 2019年5月14日，广州市金融工作局、广州市工商行政管理局发布《关于开展有限合伙企业财产份额出质登记业务试点有关事项的通知》，支持广东股权交易中心股份有限公司、中证报价南方股份有限公司开展有限合伙企业财产份额出质登记试点。② 2018年7月9日，浙江省工商行政管理局发布《关于印发浙江省有限合伙企业财产份额出质登记暂行办法的通知》（浙工商企[2018]18号），明确浙江省各级工商（市场监管）行政管理机关负责办理本机关登记的有限合伙企业财产份额出质登记。

责分工的要求，将私募证券投资基金、私募股权基金、私募创业投资基金和其他私募基金等各类私募基金纳入证监会的统一监管；“分类监管”是指在统一立法、统一登记备案的基础上，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进行备案大类上的区分，并适用不同的监管要求，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不可兼营多种类型的私募基金管理业务。实践中，拟申请登记的私募基金管理人在 AMBERS 系统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。

2017年12月2日，证监会私募基金监管部负责人在第四届中国（宁波）私募投资基金峰会上提出，证监会将探索分类分级监管，加强诚信激励约束。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。

2019年10月17日，由证监会主席易会满主持召开的私募股权和创投基金座谈会也再次强调坚持差异监管，提升监管的精准度。要求将股权类基金和证券类基金区分开来，将创业投资基金同一般股权类基金区分开，加强分类监管，突出重点，全面提升监管有效性和精准度。

2.3.2 VC 基金与 PE 基金的差异化监管

(1) VC 基金与 PE 基金的差异

如前文所述，中国国内法律文件对“创业投资”的概念曾作出界定，而针对“私募股权投资”的内涵未曾有明确说明。根据中基协制定的《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，创业投资基金是指主要向处于创业各阶段的未上市成长性企业（新三板挂牌企业视为未上市企业）进行股权投资的基金；私募股权投资基金是指投资包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股（含上市公司定向增发、大宗交易、协议转让等），可转换为普通股的优先股和可转

换债等的私募基金。该说明主要从投资阶段对 VC/PE 基金进行界定，但 PE 基金的概念仍与 VC 基金存在一定程度的重合。

在全球范围内，PE 基金专注于并购投资业务，而 VC 基金则专注于投资初创期企业的股权²⁸。但就中国国内市场实践看来，其所定义的私募股权投资（PE）和创业投资（VC）之间的界限比较模糊，存在混同。一方面，国内对 PE/VC 基金所定义的区分标准为投资阶段，但不同企业所处发展阶段本身难以被准确界定。并且，由于我国对投资中小企业、早中期企业大力实施鼓励政策，不少备案为私募股权投资基金的机构亦倾向于投资中小企业及早中期企业，故实践中境内 PE 基金的投资阶段与 VC 基金亦存在一定重合。另一方面，PE/VC 基金的管理人为同一大类，即“私募股权、创业投资基金管理人”，登记为该管理类型的管理人既可以发行 PE 基金，也可以发行 VC 基金。并且，“私募股权、创业投资基金管理人”在填报基金备案类型（PE 或 VC）时，无需提交具体证明材料，管理人对此的自由裁量权较大。

监管部门亦注意到了上述情形。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提出，“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”。目前，许多关于创业投资基金的支持政策不仅要求适用对象的备案类型为创业投资基金，亦对该等基金所投资企业的规模、员工数量等方面进行严格限定。

综上所述，虽然行业内尚未对 PE/VC 基金的差别形成明确的同意标准，但中国监管机构已逐渐意识到创业投资与私募股权投资的实质区别，并在此基础上陆续出台了一些有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进行区分。但在私募股权、创业投资基金管理人为其管理

²⁸ 中国证券投资基金业协会：《中国私募股权及并购基金行业发展报告（2017）》。

的申请私募基金备案时，一支基金仅能选择备案为一种基金类型，即必须明确该基金为“私募股权投资基金”或者“创业投资基金”。

尽管如前所述，《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》对于PE/VC基金这两个大类的描述存在界限模糊之处，但在细分定义层面，该说明明确规定以下基金属于PE基金：并购基金²⁹、房地产基金³⁰、基础设施基金³¹及上市定增基金³²。

相较于私募证券投资基金，私募股权/创业投资基金被要求的信息披露频率相对更低。私募证券投资基金的管理人必须加入中基协、成为中基协会员，对私募股权/创业投资基金的管理人则无此要求。此外，在申请管理人登记时，私募证券投资基金管理人的申请机构也面临更多的审核要点。

（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，国家对创业投资基金给予了一系列的扶持政策，体现在税收优惠、退出渠道、监管要求等方面。

2017年6月，证监会发布《发行监管问答——关于首发企业中创业投资基金股东的锁定期安排》，明确在发行人没有或难以认定实际控制人的情况下，对于非发行人第一大股东但位列合计持股51%以上股东范围，并且符合一定条件的创业投资基金股东给出了锁定期优惠，即按照《中华人民共和国公司法》（中华人民共和国主席令第15号，“《公司法》”）第141条的有关规定，自发行人股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让，相较于通常适用的36个月锁定期大幅缩短。2018年3月，证监会发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》（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，进一步明确创业投资基金所投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。前述两个规则优化了创业投资基金的退出通道。

2019年10月25日，发改委联合六部委发布的《两类基金通知》对创业投

²⁹ 根据《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，并购基金，是指主要对处于重建期企业的存量股权展开收购的私募股权投资基金。

³⁰ 根据《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，房地产基金，是指从事一级房地产项目开发的私募基金，包括采用夹层方式进行投资的房地产基金。

³¹ 根据《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，基础设施基金，是指投资于基础设施项目的私募基金，包括采用夹层方式进行投资的基础设施基金。

³² 根据《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，上市公司定增基金，是指主要投资于上市公司定向增发的私募股权投资基金。

资基金适用《资管新规》进行了进一步明确，并特别指出符合条件的创业投资基金在接受金融机构资管产品及私募基金投资时，不视为一层资管产品，即不视为嵌套。

HANKUN

第二章 中国私募基金监管主要法律问题

第1节 私募基金的登记备案等合规要求

1.1 从业人员资格和管理

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日中基协发布的《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》”）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，后陆续通过《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规定加以补充，并对实践中发现的新问题作出了相关反馈和指引。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。2018年12月7日，中基协通过AMBERS系统发布更新《私募基金管理人登记须知》，对高管人员及其他从业人员相关要求进行了进一步的明确和更新。

高管人员可以通过考试和资格认定（后者的门槛条件较高，且仅适用于私募股权、创业投资基金管理人）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，根据中基协于2019年7月3日发布的《关于基金从业人员资格注册有关事项调整的通知》（中基协字[2019]348号），中基协对该三个科目的认可期延长至2019年12月31日；2020年1月1日后，通过上述相关科目考试未进行基金从业资格注册的，向协会申请基金从业资格（含基金销售业务资格）注册需补齐近两年的后续培训30个学时，或重新参加基金从业资格考试）。需要注意的是，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，应由其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。根据我们向中基协进行咨询获得的反馈，未在私募机构或其他具有中基协从业人员管理平台账号的中基协会员机构实际从业、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每年度需完成不少于15学时的后续培训（可选择面授培训或远程培训）。2019年1月14日，中基协通过AMBERS系统发布了《关于不再组织基金从业资格证书年检的通知》，规定自2019年1月14日起，中基协将不再组织从业人员的资格证书年检。根据我们向中基协进行咨询获得的反

馈，中基协基金从业人员远程培训会后续培训学时情况自动同步到中基协从业人员管理平台，中基协从业人员管理平台会自动判断该基金从业人员后续培训学时是否满足15学时，在满足15学时的情况下，该基金从业人员的基金从业资格证书将自动延期。

此外，2019年12月2日，中基协通过AMBERS系统发布了《关于<基金从业人员资格管理办法（征求意见稿）>征求意见的通知》，主要内容包括：规定基金从业资格取得的注册条件、加强基金从业人员从业资格持续管理、明确机构履行基金从业资格管理主体责任、规范基金从业资格管理要求和执业行为、落实中基协自律管理职责。

1.2 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。私募基金管理人需要通过中基协的AMBERS系统进行私募基金管理人登记和进行私募基金产品备案。

完成私募基金管理人登记需满足一定的门槛和条件。2016年2月5日，中基协发布《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，确认其具备中基协设定的登记条件并出具法律意见书。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AMBERS系统发布并不时更新《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。2020年2月底，中基协发布了《关于便利申请办理私募基金管理人登记相关事宜的通知》（“《便利登记通知》”）和证券类及非证券类私募基金管理人申请机构分别适用的《私募基金管理人登记申请材料清单》（“登记材料清单”），登记材料清单对申请材料的内容、形式和是否必需进行了明确指引，《便利登记通知》表明中基协办理登记手续将仅就登记材料清单所列事项进行核对或者进一步问询；并规定申请机构提交的材料存在不符合登记材料

清单齐备性要求的，中基协将在5个工作日内通过AMBERS系统退回申请材料，申请机构第二次提交仍未按登记材料清单提交所需材料或信息的，中基协将参照《登记须知》，对申请机构适用中止办理程序。

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³³。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务所、律师情况，并持续更新。从截至2020年2月8日的公示情况³⁴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³⁵、通报相关司法行政机关和律师协会等工作机制。

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，其规定：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，通知中基协撤销相关法律意见书，中基协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，锁定期结束后将重新有5次补正申请材料的机会。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，但通过私募基金管理人登记

³³ 《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。

³⁴ 请参见：<http://www.amac.org.cn/informationpublicity/institutionalpublicity/simujjings/noRegistered/>。

³⁵ 根据中基协网站的公示信息，截至2020年1月31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。

还是具有一定难度。

成功完成登记的私募基金管理人的信息将在中基协网站对外进行公示。根据《便利登记通知》的规定，自2020年3月1日起，中基协网站增设“私募基金管理人登记办理流程公示”界面，社会公众及申请机构可通过协会网站实时在线查询每家申请机构的基本信息、最新办理进度以及为其服务的律师事务所及主办律师等信息，申请机构亦可通过AMBERS系统实时查询本机构的办理登记进度；同时，中基协网站“私募基金管理人公示平台”增加公示实际控制人、高级管理人员、受同一实际控制人控制的关联私募基金管理人等信息。根据监管要求，新登记完成的私募基金管理人应当自登记完成的10个工作日内与注册地所属证监会派出机构地方证监局私募监管相关处室取得联系。此外，新登记完成的私募基金管理人还需在中基协从业人员管理平台和中基协基金从业人员远程培训系统分别进行私募基金管理人机构账号的相关信息录入工作。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。2020年2月1日，中基协发布了《关于疫情防控期间私募基金登记备案相关工作安排的通知》，明确为适应特殊时期私募基金行业募资现状，缓解新登记私募基金管理人展业压力，自2020年2月1日起，新登记私募基金管理人及已登记但尚未备案首支私募基金产品的私募基金管理人备案首支私募基金产品的时限由原来的6个月延长至12个月。

近两年来，中基协及各地证监局³⁶逐渐加强了对私募基金管理人的自查力度。2018年以来，中基协分批向部分私募基金管理人发布了《关于限期提交自查报告的通知》（或称《关于限期提交自查信息的通知》），若私募基金管理人未能在规定的时间内提交自查报告或自查信息，中基协将依照其于2018年3月27日发布的《中国证券投资基金业协会关于进一步加强私募基金行业自律管理的决定》，将私募基金管理人转入异常经营程序处理³⁷。中基协及各地证监局在各项自查工作中对于私募基金管理人的自查要求，已逐渐成为私募基金管理人在运营过程中需要持续满足的新标准。

³⁶ 以北京证监局为例，北京证监局分别于2018年11月30日至2019年1月2日联合北京市市场监督管理局对北京辖区260家私募管理人进行现场检查，于2019年7月9日发布《关于开展2019年北京辖区私募基金管理人自查工作的通知》，要求注册地址位于北京的私募基金管理人开展自查工作。

³⁷ 根据中基协于2018年3月27日发布的《中国证券投资基金业协会关于进一步加强私募基金行业自律管理的决定》以及《关于私募基金管理人在异常经营情形下提交专项法律意见书的公告》，对于出现异常经营情形，且未能主动消除不良影响的非会员私募基金管理人，中基协将要求其自行聘请律师事务所提交法律意见书，说明是否符合登记规定。对于未能提交法律意见书或者法律意见书认定其不再符合登记的私募基金管理人，中基协将公告予以注销。对于存在重大经营风险，或者处于调查期间且调查结果尚未形成的私募基金管理人，中基协暂停受理新基金备案申请、该私募基金管理人相关重大事项变更申请，以及相关关联方新设私募基金管理人的登记申请。严肃追究从业人员责任，对因重大违法违规而被注销的机构中具有基金从业资格的高级管理人员一律取消从业资格，加入黑名单。私募基金管理人登记被注销后，有关机构不得募集设立私募基金，已备案的私募基金应当按照法律法规和合同约定妥善处置，维护好投资者的合法权益。

1.3 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AMBERS系统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，还可能需根据中基协反馈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、格式和求，此外，入会法律意见书还需对私募基金管理人在AMBERS系统中信息补录情况及相应信息更新情况发表结论性意见。

虽然根据《证券投资基金法》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，应当已加入中基协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。并且，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。此外，根据中基协于2017年3月31日发布的《私募基金登记备案相关问题解答（十五）》，拟申请私募资产配置基金管理人的机构，应当满足受同一实际控制人控制的机构中至少一家已经成为中基协普通会员；或者受同一实际控制人控制的机构中至少包括一家在中基协登记三年以上的私募基金管理人，该管理人最近三年私募基金管理规模年均不低于5亿元，且已经成为中基协观察会员。银保监会于2018年12月2日发布的《商业银行理财子公司管理办法》（中国银行保险监督管理委员会令2018年第7号）亦规定银行理财子公司可以选择的担任理财投资合作机构的私募基金管理人须为在中基协登记满1年、无重大违法违规记录的会员。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会员资质要求的业务开展规定或优惠政策。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，还有可能受到相关处罚。虽然《私募条例（征求意见稿）》尚未正式实施，但其中已透露出监管政策的倾向性。

1.4 募集规范

随着国内资产管理行业的发展，监管部门也在不断针对市场的发展进行规范和调整。其中，对于包括私募基金在内的各类资产管理产品的募集、推介过程的合规性要求属于监管规范的重点。

对私募基金行业而言，大量涌现的私募基金管理人中存在良莠不齐的现实情况，违法违规或违反自律规则的行为或活动常有发生，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³⁸，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。

³⁸ 包括但不限于2016年7月15日正式施行的《募集管理办法》（中基协发布），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）。

就募集行为的主体而言，中基协出台的《募集管理办法》明确，已登记的私募基金管理人可以自行募集其设立的私募基金，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（“**基金销售机构**”，与私募基金管理人合称“**募集机构**”）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。因此，私募基金的募集主体包括两类，即自行募集的私募基金管理人与受托募集的基金销售机构。根据《证券投资基金销售管理办法》（中国证券监督管理委员会令第91号），除基金管理人外，基金销售机构主要包括：商业银行、证券公司、期货公司、保险机构、证券投资咨询机构、独立基金销售机构以及证监会认定的其他机构。

就募集行为的客体而言，证监会发布的《私募暂行办法》规定，私募基金应当向合格投资者募集。私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单支私募基金的金额不低于100万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于1,000万元的单位；（二）金融资产不低于300万元或者最近三年个人年均收入不低于50万元的个人。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、依法设立并在中基协备案的投资计划、投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员，及证监会规定的其他投资者视为合格投资者。

需补充说明的是，《资管新规》对合格投资者的定义稍有不同，即，合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单支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）金融监管部门视为合格投资者的其他情形。合格投资者投资于单支权益类产品、单支商品及金融衍生品类产品的金额不低于100万元。截至目前，私募基金的合格投资者的认定暂仍按照《私募暂行办法》执行。

就募集行为而言，《私募暂行办法》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。当然合格投资者³⁹及专业投资机构可以对上述募集流程的要求予以适当豁免。除上述要求外，私募基金管理人还需根据《非居民金融账户

³⁹ 《募集管理办法》第三十二条规定，包括“（一）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；（二）依法设立并在中国基金业协会备案的私募基金产品；（三）受国务院金融监督管理机构监管的金融产品；（四）投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；以及（五）法律法规、中国证监会和中国基金业协会规定的其他投资者”。

涉税信息尽职调查管理办法》，对私募基金投资者的税收居民身份进行核查，并定期申报。

下文将阐述私募基金募集规范中的几个重点问题：

1.4.1 非公开募集方式

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《证券投资基金法》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⁴⁰，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⁴¹，（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。

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⁴²，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⁴³。为此，《募集管理办法》设置了“特定对象确定程序”⁴⁴，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、证监会规定和中基协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

⁴⁰ 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”。

⁴¹ 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。

⁴² 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。

⁴³ 例如微信群聊可达 500 人，微信朋友圈则可达数千“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。

⁴⁴ 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。

媒介；（2）未设置特定对象确定程序的讲座、报告会、分析会；（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。

1.4.2 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。

根据《适当性办法》，我们理解投资者适当性管理的核心要求为，向投资者销售证券期货产品或者提供证券期货服务的机构，将适当的产品或者服务销售或者提供给适合的投资者，并对违法违规行为承担法律责任。

对于私募基金的募集而言，适当性义务的履行主体为作为募集机构的私募基金管理人或基金销售机构。适当性义务的具体要求为，一方面，募集机构应当根据《募集管理办法》等监管要求的流程进行私募基金的募集推介，全面了解投资者情况，并对其风险承受能力进行有效评估；另一方面，募集机构应当深入调查分析产品或者服务信息，科学有效地评估风险，并根据产品或服务的风险情况进行分级管理，向投资者进行充分揭示。在此处上，提出明确的适当性匹配意见，并确保将适当的产品或者服务提供给适合的投资者。

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《适当性实施指引》。

适当性管理规范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，私募基金管理人及基金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”⁴⁵和“普通投资者”⁴⁶。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

⁴⁵ 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。”

⁴⁶ 根据《适当性办法》第十条，专业投资者之外的投资者为普通投资者。

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。基金管理人及基金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⁴⁷；（3）规范基金管理人及基金销售机构内部管理：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规范所首创，《募集管理办法》已对“适当性匹配”进行了简单的原则性规定⁴⁸。因此，一定程度上，适当性管理规范可以被视为对“适当性管理”流程的具体细化。从适当性管理规范的内容出发，其实际涵盖了《募集管理办法》中的各个环节。

1.4.3 募资时应避免的法律红线

因为投资私募基金是高风险性的行为，法律要求募集机构只能按照规定的流程、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，可能会简化募集流程、寻求非常规方式，试图规避法律的限制性或禁止性规定。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：

一是未履行或未按照规定履行投资者适当性义务。《适当性办法》明确，“经营机构履行适当性义务存在过错并造成投资者损失的，应当依法承担相应法律责任”，“经营机构与普通投资者发生纠纷的，经营机构应当提供相关资料，证明其已向投资者履行相应义务”。根据前述规定，我们理解，募集机构在募集过程中应当按规定进行投资者适当性管理，对投资者负有适当性义务，且募集机构自身对于适当性义务的妥善履行应当承担举证责任。

目前的司法判例和《全国法院民商事审判工作会议纪要》都明确了该原则。

⁴⁷ 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》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。

⁴⁸ 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。

需特别说明的是，对于私募基金管理人委托销售机构代为销售私募基金的情形，根据《募集管理办法》，“委托基金销售机构募集私募基金的，不得因委托募集免除私募基金管理人依法承担的责任”；《全国法院民商事审判工作会议纪要》进一步明确“金融消费者既可以请求金融产品的发行人承担赔偿责任，也可以请求金融产品的销售者承担赔偿责任，还可以请求金融产品的发行人、销售者共同承担连带赔偿责任”。

因此，对于各私募基金管理人而言，其自身在募集过程中应当充分注意投资者适当性义务的履行，否则在投资者主张返还本金或赔偿损失时，可能面临承担赔偿责任。私募基金管理人委托基金销售机构代为募集的，应当对拟合作的销售机构进行充分的尽职调查，确保其募集流程的合规性，同时在相关代销协议中就责任的承担予以明确规定，避免因募集机构适当性义务履行的瑕疵导致其自身承担连带责任。

二是非法私募红线。近年来，中基协及各地证券监督管理部门通过自查、抽查、专项行动等方式对各辖区内私募基金管理人等从业机构进行了多轮核查。

2015年5月，中基协和北京市证监局联合发布《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》，明确私募基金管理人应当依法登记并为其基金办理备案手续，遵守“坚持诚信守法，坚守职业道德底线；坚持私募原则，不变相进行公募；坚持投资者适当性管理，面向合格投资者募集资金”的三条底线；金融机构及其从业人员不得协助未经登记的机构开展私募基金业务；各私募基金管理人不得有非公平交易、利益输送、“老鼠仓”等损害客户利益的行为；不得承诺保本保收益或以承诺预期收益率等方式向投资者暗示保本保收益；不得不适当地宣传、销售产品，误导欺诈客户；不得进行商业贿赂；不得开展资金池业务或利用资金池借新还旧；不得采用“P2P”或众筹等方式对外募集资金。存在上述情形的，均可能被认定为违规。

北京证监局于2019年7月9日发布的《关于开展2019年北京辖区私募基金管理人自查工作的通知》，仍然将“私募机构在宣传推介、资金募集等业务环节是否合规”作为自查工作的重点内容。违反该等要求，除被公示及整改外，还可能承担中基协的行业纪律处分及证监会的行政处罚措施。

三是非法集资红线。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”⁴⁹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。根据最高人民法院于2010年12月13日发布的《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》，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或者借用合法经营的形式吸收资金；二是通过媒体、

⁴⁹ 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。

推介会、传单、手机短信等途径向社会公开宣传；三是承诺在一定期限内以货币、实物、股权等方式还本付息或者给付回报；四是向社会公众即社会不特定对象吸收资金。随后，最高人民法院于2010年8月发布的《关于非法集资刑事案件性质认定问题的意见》、最高人民法院、最高人民检察院及公安部于2014年3月发布的《关于办理非法集资刑事案件适用法律若干问题的意见》在此基础上，对于非法集资刑事案件认定过程中的行政认定、向社会公众公开宣传、社会公众认定、共同犯罪等问题进行了进一步的澄清。

2015年10月，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。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”。

2019年1月30日最高人民法院、最高人民检察院、公安部印发《关于办理非法集资刑事案件若干问题的意见》就非法集资“非法性”的认定依据明确为“国家金融管理法律法规”，同时明确“可以根据法律规定的精神并参考中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会等行政主管部门依照国家金融管理法律法规制定的部门规章或者国家有关金融管理的规定、办法、实施细则等规范性文件的规定予以认定”。根据该等要求，我们理解《证券投资基金法》及正式颁布实施后的《私募投资基金管理暂行条例》应可作为“金融监管法律法规”作为认定依据；其仅做原则性约定的，可参考《适当性管理办法》等证监会发布的相关规范，对“非法性”进行认定。

1.5 私募基金产品备案

自2017年4月5日起，私募基金管理人统一通过新的AMBERS系统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”，AMBERS系统所要求的基金备案申请材料更为具体。AMBERS系统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。

就具体的备案要求，中基协于2018年1月12日发布了《原备案须知》，并于2019年12月23日进一步发布《私募投资基金备案须知》（“《新备案须知》”），对私募基金备案规则及备案完成后应当注意的事项进行了规定，拟通过行业自律规则引导行业健康发展。

《新备案须知》在《原备案须知》的基础上进一步强调了私募基金的本质是进行投资活动而不是借贷活动，明确了五类不属于私募基金备案范围的情形。同时，《新备案须知》秉承了《资管新规》的监管原则，明确了“禁止刚性兑付”、

“禁止资金池”、“禁止投资单元”的要求，规定了私募基金杠杆倍数不得超过监管部门规定的杠杆倍数要求、开放式私募基金不得进行份额分级等。此外，《新备案须知》，对原有监管要求进行了明确、梳理和强调，包括但不限于：确定合格投资者标准仍按照《私募暂行办法》执行、界定了“募集完毕”的标准、明确私募基金的管理人不得超过一家，且明确了托管人职责并强制特定类别私募基金托管，并对私募基金的运营提出了更为细化的要求，主要体现在：鼓励私募基金进行组合投资、明确私募股权投资基金的封闭运作要求并限定私募股权投资基金和私募资产配置基金的存续期原则不短于5年、强化关联交易的披露安排和特殊决策机制和回避机制、提供私募股权投资基金管理人后续基金发起设立限制参考，并对基金的信息披露进行了进一步的强化和要求。

《新备案须知》的过渡期截至2020年4月1日，中基协将自2020年4月1日起，不再办理不符合《新备案须知》要求的新增和在审备案申请。我们也建议尚未“募集完毕”的私募基金遵照《新备案须知》的规定进行必要调整。⁵⁰

1.5.1 基金命名

2018年11月20日，中基协发布《私募投资基金命名指引》（“《命名指引》”），依据《命名指引》的要求，2019年1月1日起，新申请备案的契约型私募基金和新设立的合伙型、公司型私募基金（以营业执照中“成立日期”为准）命名事宜按《命名指引》执行；2019年1月1日之前，已完成备案或已提交备案申请的私募基金可以按《命名指引》及基金合同（合伙协议或者公司章程）约定调整私募基金名称，并相应办理基金的重大事项变更及信息披露事宜。总体而言，《命名指引》对各类基金名字中的“应”与“不应”包含的字样进行了明确的规定，各类基金在备案时需满足命名要求才可能成功备案，这也体现了监管部门从源头抓起的严格态度。

1.5.2 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，AMBERS系统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。

⁵⁰ 关于《私募投资基金备案须知》的解读，请参阅汉坤法律评述《重申规定本源监管——<私募投资基金备案须知>（2019）解读与评析》（2019/12/24），网址：
<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/9ef6b4bf25fc041a0216535068259fb4.pdf>。

1.5.3 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⁵¹。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。

1.5.4 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⁵²。《新备案须知》重申了穿透核查的原则，并明确依法备案的资产管理产品不再穿透核查最终投资者和合并计算投资者人数，强调管理人不得通过为单一融资项目设立多只私募基金的方式，变相突破投资者人数限制。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。

除上述监管要求外，中基协也在不断完善基金备案的过程和方式，并尝试进行改革。2020年1月17日，中基协发布《从信用积累走向信用运用差异化引导行业规范发展——中国证券投资基金业协会将推出私募基金产品备案“分道制+抽查制”改革试点》，创造性地提出私募基金备案“分道制+抽查制”试点，即将私募基金管理人依照中基协评估的专业信用状况分为两种情况进行基金备案的申请，符合条件的私募基金管理人通过AMBERS系统提交基金备案申请，次日于中基协官网公示后即完成备案，之后中基协将采取抽查的方式检验基金备案的合规性；不符合条件的私募基金管理人依旧维持现有人工办理方式。在该方案的试点评估基础上，中基协拟于2020年下半年正式发布适用“分道制+抽查制”私募基金管理

⁵¹ 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。

⁵² 《证券投资基金法》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《证券投资基金法》、《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。

人的指标基准和条件，对此我们将进一步关注。

1.6 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，并按要求向中基协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AMBERS系统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报、季报、年报和重大事项临时报告等私募基金信息披露报告的备份功能以及私募股权（含创业）投资基金的半年报、年报和重大事项临时报告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，该系统仅用作中基协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2019年12月2日中基协发布的《关于私募基金信息披露备份系统定向披露功能上线相关事项的通知》以及2020年2月1日发布的《关于疫情防控期间私募基金登记备案相关工作安排的通知》，备份系统将于2020年2月14日正式上线定向披露功能模块。

届时，备份系统将增加投资者登录查询端口，投资者可使用在私募基金管理人处留存的电子邮箱获取的私募基金管理人登记编码、投资者账号和初始密码进行登录。私募基金管理人将针对新备案私募基金的投资者以及存量私募基金的新增投资者在备份系统维护该投资者查询账号，并自行对信息披露报告内容的真实性和准确性负责。

此外，投资者可针对私募基金信息披露报告内容与私募基金管理人通过其他方式或渠道披露给投资者信息的一致性进行评价，并可对其发现私募基金管理人存在的违法违规情况进行投诉。备份系统定向披露功能上线后，信披备份系统将仅向投资者提供2019年末及以后各期私募基金信息披露报告，即私募证券投资基金2019年12月月报（如有）、2019年第四季度报告、2019年年度报告及以后各期报告或私募股权（含创业）投资基金2019年第四季度报告（如有）、2019年年度报告

及以后各期报告。私募资产配置基金管理人及其他私募基金管理人可参照《2号指引》在备份系统备份私募基金信息披露报告，并为投资者创建查询账号。

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⁵³。

2017年9月5日证监会发布了《中国证监会关于证券投资基金估值业务的指导意见》，要求私募基金管理人应履行与基金估值相关的披露义务，应当在半年度和年度报告中披露估值程序、估值技术及重大变化、假设、输入值、对基金资产净值及当期损益的影响等对基金估值有重大影响的信息。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。

2018年9月30日中基协发布《关于加强私募基金信息披露自律管理相关事项的通知》，进一步明确了私募基金信息披露相关要求，自2018年9月30日起，私募基金管理人未按时在备份系统备份信息披露报告累计达两次的，中基协将其列入异常机构名单，并通过私募基金管理人公示平台（<http://gs.amac.org.cn>）对外公示。一旦私募基金管理人作为异常机构公示，即使整改完毕，至少6个月后才能恢复正常机构公示状态。自2018年11月1日起，已登记私募基金管理人未按要求履行上述私募基金信息披露备份义务的，在私募基金管理人完成相应整改要求前，中基协将暂停受理该机构的私募基金产品备案申请。根据我们向中基协的咨询情况，目前私募基金管理人公示平台会监测未按时通过备份系统备份信息披露报告累计达两次以及未按时通过AMBERS系统履行季度更新义务累计达两次的私募基金管理人，并将其列为异常机构进行公示。在私募基金管理人完成相应的整改要求后，该私募基金管理人在私募基金管理人公示平台公示的异常原因后方会显示“（本异常机构公示情形已整改）”，自整改完毕之日起算满6个月，该私募基金管理人在私募基金管理人公示平台公示的异常机构信息会自动消除（由于中基协后台系统原因，可能会存在一定延迟而无法精确为6个月整即消除），无需私募基金管理人进行其他相关操作。

1.7 资金托管

我国私募基金的托管体系主要包括《证券投资基金法》、《证券投资基金托管业务管理办法》、《非银行金融机构开展证券投资基金托管业务暂行规定》、《私募投资基金合同指引（1-3号）》、《私募投资基金管理人内部控制指引》。

⁵³ 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>。

根据《新备案须知》，契约型私募基金应当由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管，基金合同约定设置能够切实履行安全保管基金财产职责的基金份额持有人大会日常机构或基金受托人委员会等制度安排的除外。私募资产配置基金应当由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管。私募基金通过公司、合伙企业等特殊目的载体间接投资底层资产的，应当由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管。托管人应当持续监督私募基金与特殊目的载体的资金流，事前掌握资金划转路径，事后获取并保管资金划转及投资凭证。管理人应当及时将投资凭证交付托管人。

目前，我国具备托管资质的私募基金托管人共47家，包括28家商业银行、17家证券公司、中国证券金融股份有限公司以及中国证券登记结算有限责任公司⁵⁴。就私募基金是否托管而言，根据中国银河证券私募汇APP⁵⁵公示的数据，截至2020年2月，进行托管的私募基金占比80.07%，不进行托管的私募基金占比19.93%。就股权投资、创业投资以及其他投资类型的私募基金托管人的市场占比而言，商业银行明显高于证券公司；就证券投资类型的私募基金托管人的市场占比而言，证券公司明显高于商业银行。

2018年7月，上海阜兴实业集团实际控制人失联事件引发了业界对于私募基金托管人职责边界的讨论。在“阜兴”事件发生后，中基协对部分涉案的托管银行作为基金托管人的私募基金在申请基金备案时反馈“请托管机构对私募产品的合规性、真实性等方面进行核实并发表意见”、“根据审慎管理原则，请托管机构对本基金投资范围、产品结构、收益分配、底层投资协议等的合规性和真实性、基金后续募集安排、基金拟投资进度安排、工商确权安排等进行核实并发表意见，托管机构签章确认”等审核意见。实践中，不同托管银行会针对前述反馈意见出具不同的说明，以协助其托管产品完成私募基金备案。

2019年3月18日，中国银行业协会发布《商业银行资产托管业务指引》，从正面明确托管银行承担的托管职责仅限于法律法规规定和托管合同约定，对实际管控的托管资金账户及证券账户内资产承担保管职责，并从负面列举了托管银行的托管职责不包含的内容⁵⁶。

⁵⁴ 中基协基金托管人机构公示：

http://www.amac.org.cn/informationpublicity/institutionalpublicity/jjintggs/jjyxh_xxgs_jggs_people/?type=1。

⁵⁵ 私募汇 APP 由中国基金业协会指导、授权并提供基础性私募基金公示信息数据，为私募基金公示信息以及权威信息的发布平台。

⁵⁶ 中国银行业协会于2019年3月18日发布的《商业银行资产托管业务指引》第十五条所列举的托管银行托管职责不包含的内容为：投资者的适当性管理；审核项目及交易信息真实性；审查托管产品以及托管产品资金来源的合法合规性；对托管产品本金及收益提供保证或承诺；对已划出托管账户以及处于托管银行实际控制之外的资产的保管责任；对未兑付托管产品后续资金的追偿；主会计方未接受托管银行的复核意见进行信息披露产生的相应责任；因不可抗力，以及由于第三方(包括但不限于证券交易所、期货交易所、中国证券登记结算公司、中国期货市场监控中心等)发送或提供的数据错误及合理信赖上述信息操作给托管资产造成的损失；提供保证或其他形式的担保；自身应尽职责之外的连带责任。

1.8 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⁵⁷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。截至2020年2月，根据中基协的私募基金服务机构公示系统⁵⁸的公示信息，中基协已登记的份额登记业务服务机构有45家，估值核算业务服务机构有45家，信息技术系统服务机构有5家。

同时，《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2016年3月18日发布的《私募基金登记备案相关问题解答（八）》，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。

就私募基金的估值核算业务，2017年9月5日证监会发布的《中国证监会关于证券投资基金估值业务的指导意见》明确了证券投资基金估值业务的基本要求、基本原则以及工作机制。此外，中基协分别于2017年5月4日发布的《基金中基金估值业务指引（试行）》规范了基金中基金投资证券投资基金的估值，于2017年9月4日发布的《证券投资基金投资流通受限股票估值指引（试行）》规范了证券投资基金投资流通受限股票的估值，于2018年3月30日发布的《估值指引》规范了私募投资基金投资非上市股权的估值，于2019年1月18日发布的《证券投资基金投资信用衍生品估值指引（试行）》规范了证券投资基金投资信用衍生品的估值，于2019年6月21日发布的《证券投资基金参与转融通证券出借业务会计核算和估值业务指引（试行）》规范了公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业

⁵⁷ “私募基金服务机构登记系统”链接网址：<http://fo.amac.org.cn>。

⁵⁸ “私募基金服务机构公示系统”链接网址：<http://fo.amac.org.cn/amac/allNotice.do>。

务的估值。综上，我国私募基金估值标准体系正在逐步建立与完善。

就私募基金的投资顾问业务，2018年3月23日中基协发布了《关于私募证券投资基金管理人提供投资建议服务线上提交材料功能上线的通知》，拟开展投顾业务的私募证券机构，自3月23日起可以在线上填报信息；已经担任投顾的私募机构，应当在6月30日之前完成信息补录工作。根据我们向中基协的咨询情况，目前仅私募证券类管理人可申请投顾资质，申请方法为在AMBERS系统“提供投资建议服务业务申请”的端口填报信息提交申请。目前，私募基金管理人是否具有上述投顾资格，即“是否为符合提供投资建议条件的第三方机构”，已经成为私募基金管理人公示信息中的一项内容，可以在私募基金管理人公示平台上查询。

第2节 中国 PE/VC 基金的设立

2.1 PE/VC 基金设立地的选择

根据中基协公布的统计数据，截至2019年12月底⁵⁹，中基协存续登记私募基金管理人24,471家，存续备案私募基金81,739支，管理基金规模13.74万亿元人民币。从注册地分布来看，已登记的私募基金管理人数量集中在上海、深圳、北京、浙江（除宁波）、广东（除深圳），总计占比达71.09%；已备案的合伙型、公司型私募基金数量同样也集中在浙江（除宁波）、深圳、宁波、江苏和广东（除深圳），总计占比达53.40%。从数据来看，北上广深依然是热门设立地，实际操作中建议私募基金发起方综合考虑地方政策可行性、设立成本、税收优惠、投资环境（返投要求）、扶持政策等因素。

目前，很多地方政府已经暂停了投资类企业的设立工作，或者是出台各类措施限制辖区内投资类企业的新设或变更，例如部分地区要求私募机构的新设或变更需取得当地金融监管部门的事前审批，当地金融监管部门在进行事前审批时，根据内部审批标准和重点审查内容，对私募机构的发起方背景、是否涉及市政引进的重大投资项目、潜在投资人情况、资金管理规模、拟定投资方向等方面进行考核；或通过多级审核机制，由辖区内基金小镇初审通过后再报地方监管部门审核；又或通过规定私募机构设立的最低认缴出资、实缴比例及时间要求，从设立成本上限制私募机构的设立。鉴于此，私募基金机构在设立时应当首先考虑基金主体设立的可行性，当地政府的专业化程度、办事效率，以及主体设立的时间成本、资金成本。

但需补充说明的是，国家发改委、商务部于2019年11月22日联合发布的《市场准入负面清单（2019年版）》在“禁止准入类”清单中首次增加了对于私募基金业务的相关表述，即“非金融机构、不从事金融活动的企业，在注册名称和经营范围中原则上不得使用...‘基金管理（注：指从事私募基金管理业务的基金

⁵⁹ 数据来源于《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报》（2019年第12期）：
http://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/zgsmijhysjbg/202001/t20200109_6049.html。

管理公司或者合伙企业）’等与金融相关的字样。凡在名称和经营范围中选择使用上述字样的企业（包括存量企业），市场监管部门将注册信息及时告知金融管理部门，金融管理部门、市场监管部门予以持续关注，并列入重点监管对象”。虽然根据上述规定，监管部门将强化对于从事私募基金管理业务相关实体的监管，但另一个角度而言，也是在从市场准入的层面，对市场参与者进行把控，明确监管要求，消除隐性壁垒。中基协也于 2019 年 11 月 22 日发文响应⁶⁰并明确，“严格落实国务院市场准入负面清单之外‘不得另设门槛和准入限制’管理要求，配合相关部门坚决纠正个别地方对私募基金行业‘实审批’、‘实审批’等矫枉过正做法，着力破除市场准入隐性壁垒，确保各种所有制市场主体依法享有同等准入待遇”。因此，注册难的问题有望逐渐得到改善。

其次，为吸引优质基金落户当地，各地政府出台了包括税收优惠在内的各类扶持政策，包括浙江、江苏、江西、广东、天津及部分中西部地区等。就税收政策而言，鉴于合伙型基金自然人的项目退出收益是按照财产转让所得征收 20% 的税率还是参照股息、红利及股权转让所得按照“经营所得”项目征收 5%-35% 的超额累进税率，在实践中尚未定论，因此各地存在不同的税收征收操作方式。另外，考虑到我国税收采取的是各级留存的方式，各地地方财政在其留存范围内，为鼓励当地投资企业发展，会考虑向纳税主体返还一定比例，也即税收返还政策。除上述主要税收政策外，其他扶持政策还包括：落户奖励、规模奖励、投资奖励、社会贡献奖励、办公用房补助、高管奖励、金融人才奖励等。各地政府虽多有通过政策激励筑巢引凤，但由于各地政策从实际操作到正式发布可能存在滞后期，再加上执行落地过程中也会存在较大的不确定性，因此建议 PE/VC 基金在选择设立地时，应与当地对口工商、税务、监管部门保持密切沟通，跟进最新政策要求。

值得提及的是，地方政府引导基金在近年来是基金募资的主要对象，地方政府引导基金一般会对管理人和基金的注册在当地提出相应的要求，相应地，也可以在一定程度上协助实体在当地落户流程的办理。

我们也建议基金管理人在讨论私募基金及相关实体设立地时咨询专业人员意见，结合自身拟定基金架构、投资人要求、各地政策的执行等情况，最终作出谨慎且最适时的选择。

2.2 PE/VC 基金典型架构

按照组织形式的不同，私募基金可以分为公司型基金、合伙型基金及契约型基金。

公司型基金通常以有限责任公司的组织形式设立，在组织法上受限于《公司

⁶⁰ 中基协于 2019 年 11 月 22 日在其微信公众号上发文，《加强监管协作，优化自律服务，营造私募行业规范、透明、高效的市场准入环境》。

法》的相关规定，与其他两种形式相比具有相对完整的公司治理结构，但也相对复杂，在权益结构上，基金管理人与投资人的不同属性也较难得到充分体现。契约型基金通过管理人与投资人签订契约形式设立，无具体的法律实体，无特别的组织法要求，在组织形式上最为灵活，但相应地，从投资人角度而言，难以对基金的实际运营进行有效监督。以有限合伙企业的形式组织设立的合伙型基金，一方面具有相对灵活的组织架构，有利于管理人对于基金运营的有效管理，另一方面，受限于《合伙企业法》的要求，给予了投资人一定的监督管理的权限，同时考虑到合伙企业属于税收穿透实体，在我国并非企业所得税的纳税主体，因而在市场上受到了广泛运用。

一般的有限合伙企业，由普通合伙人和有限合伙人发起设立，其中普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任，可以作为执行事务合伙人对内进行管理，对外代表合伙企业；有限合伙人以其认缴出资额为限，不执行合伙企业事务。在此基础上，基于募集、投资过程中资金端与资产端的不同需要，不同私募基金可能相应存在不同的架构安排。以下，我们将对常见的基金架构进行简单介绍。

2.2.1 平行基金

平行基金，又称“Parallel Funds”架构，系指由基金管理人作为普通合伙人发起设立两个及以上的合伙企业，以分别接纳不同类别的投资人，共同开展对外投资。不同合伙企业之间，互为平行基金。

与单一实体的简单架构相比，平行基金的特点主要在于通过组建不同实体接纳更多的投资人或实现投资人以及投资人所对应的底层资产的隔离。该架构的应用场景常见于（1）私募基金投资人中存在穿透后存在外资、三类股东等特殊资金来源，且该等资金性质可能导致投资人不能对特定项目进行投资，或投资后可能对被投资企业的运营造成不利影响的情形。通过设立平行基金，对于不受上述资金背景限制的项目，可以由各平行基金进行共同投资；对于受限的项目，则可由不含有特殊资金背景的主体单独进行投资；（2）基于各种因素需要在不同地区分设私募基金实体的情形。在不同设立地点组建的私募基金实体实行相同的投资策略、由相同的管理人进行统一投资。

平行基金的架构也存在下述不便之处：首先，私募基金实体的增多必然导致工商设立、账户开立及基金备案等运营成本的提高，募集过程中，也可能因此增加与投资人的沟通成本；其次，需注意不同平行基金投资进度的把控，以及投资机会在不同平行基金间的合理分配，必要时可能需签署共同投资协议以进行明确；再者，不同实体均参与的投资，将会导致投资实体的增多，或需下设特殊投资载体进行投资，交易架构复杂；最后，由于不同基金对应的底层标的可能不同，相应投资人最终取得的回报也可能存在差异。

2.2.2 母子基金

母子基金，又称“Feeder-Master”架构，系指由基金管理人专门发起设立一支上层私募基金（又称“联接投资载体”），并作为有限合伙人，投资于下层的另一私募基金，然后通过下层私募基金进行对外投资的结构。其中上层作为有限合伙人的基金常称作联接基金，即“Feeder Fund”，下层实际开展对外投资的基金称作主基金，即“Master Fund”。

Feeder-Master架构的主要特点在于，通过结构的搭建，满足了部分投资人的监管要求，或简化了管理人在下层基金的管理负担。目前该等架构的应用场景常见于（1）私募基金的潜在投资人中存在两个及以上的对基金注册地有明确要求的投资人；（2）私募基金中存在较多自然人投资者的情形。就前者而言，通过在不同地区分别设立基金，并最终作为有限合伙人投资于下层私募基金，一方面满足了落户要求，另一方面私募基金也可以统一开展对外投资。就后者而言，通过对自然人投资者进行归集，一方面可以对其进行统一管理，在条款和出资进度上给予不同的安排，另一方面，可以满足部分归集自然人投资人、投资者人数的穿透核查与合并计算等监管要求。

除了上述提及的实体增多导致的运营成本的增加外，Feeder-Master架构的主要不便之处在于，该结构将会天然存在一层嵌套。《资管新规》明确要求，“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品”。如严格适用《资管新规》，Feeder-Master的基金架构将受限于两层嵌套的要求。

2.2.3 伞形基金

伞形基金架构是在上述平行基金与母子基金架构上的一种更为复杂的结构安排，系指基金管理人发起设立一支母基金，同时，通过在母基金下设多个不同的子基金开展对外投资，子基金层面可以接纳主基金以外的投资人，各子基金也可对应不同的投资标的。

该种架构主要适用于出资意向明确，且金额较大的投资人。通过为该等投资人设置上层基金，可以锁定其认缴出资，同时通过在下层设立不同的子基金，进行相对独立的后续募集并开展投资。但由于该等结构确实较为复杂，对于管理人的管理能力以及协议中的权益约定有较高的要求。

2.3 PE/VC 基金的特殊发起方

2.3.1 国有企业⁶¹

⁶¹ 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。《合伙企业法》明确禁止国有企业担任普通合伙人，但此

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一直以来存在一些争议。根据目前的市场实践⁶²，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，也建议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监管的相关规定。

2.3.2 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。中央/地方政府发起的政府引导基金主要是通过发挥政府资金的引导作用和放大效应，以实现引导产业发展和招商引资。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/或通过其他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，一些政府引导基金在参股投资子基金时，对子基金的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子基金时，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。

2.3.3 上市公司

与国有企业相同，根据《合伙企业法》的规定，上市公司不能担任合伙企业的普通合伙人，不同的是相对于《合伙企业法》第三条所规定的“国有企业”在认定标准上存在一定不确定性，“上市公司”的范围则非常明确，这也就决定了上市公司无法作为普通合伙人发起设立私募基金。不过上市公司出于战略布局、项目

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 32 号文规定国有企业为国有全资企业、国有股权合计超过 50%且国有企业为其最大股东的企业、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的企业。

⁶² 目前我们了解到的有 100%国资主体担任普通合伙人的实例；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。

并购、产业孵化以及风险隔离等方面的需求，通常会通过与第三方私募基金管理人合作、自行设立控股私募基金管理人或剥离内部投资团队等方式发起设立基金，由这些主体作为基金的发起方，担任基金的普通合伙人和/或管理人，上市公司在私募基金中通常会作为一方主要投资人（基石投资人）出现。上市公司的下属机构发起设立基金，一般较为关注基金的普通合伙人以及基金是否与上市公司并表的问题，在实践中不同的架构安排、不同的决策机制往往会影响上市公司是否对基金的普通合伙人以及基金的并表处理。另外，值得注意的是，上市公司跟私募机构合作投资基金，需要遵守相关的信息披露规则。

2.3.4 外资机构

随着中国金融开放稳步推进、跨境投融资支付便利化和境外机构多渠道进入方式的打开，包括私募巨头在内的众多外资机构近年来在私募基金市场上也竞相参与角逐⁶³。因长期以来对外资机构发起设立人民币基金存在较高门槛，市场上实际引入了一批优质而富有经验的外资管理人，在优化投资者结构、引入市场化安排、引导价值投资、倡导社会责任投资（ESG）理念、改善公司治理和促进市场有序竞争和发展方面发挥了积极作用。

相比其他私募基金发起人，外资机构在募集和吸引境外资金方面有着一定优势，其运营管理和投资策略和理念通常可借鉴机构的历史经验，并在募资和投资环节得益于其在国际市场上的知名度，但基金的投资同时受到外资限制，需要满足外商投资负面清单的基本要求（详见本《蓝皮书》第二章第2.4.1节内容）⁶⁴

2.3.5 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即投资者存在，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）（“**89 号文**”），保险机构正式被允许发起设立私募基金（“**保险私募基金**”）⁶⁵。根据 89 号文，设立保险私募基金，可由保险资产管理机

⁶³ 单从 2019 年下半年来看，即有包括合格境外机构投资者（QFII）投资额度取消、2020 年取消证券投资基金管理公司外资持股比例不超过 51% 的限制、取消非投资性外商投资企业资本金境内股权投资限制等多项鼓励外资进一步参与境内资本市场和股权投资的相关措施。

⁶⁴ 因受制于外资限制，外资机构发起设立的基金无法投资于特定行业，从而在募集境内资金时境内资金方可能存在顾虑。

⁶⁵ 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>。89 号文则进一步明确了规范设立保险私募基金的要求，包括：（1）保险私募基金的类别和投资方向；（2）保险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的保险机构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。

构的下属机构担任发起人，由其自身或其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基金管理人，设立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。此后，银保监会资金部发布了一系列监管口径，对保险私募基金的注册、信息披露等事项进行规范。2019年1月8日，银保监会资金部发布《关于股权投资计划和保险私募基金注册有关事项的通知》（资金部函[2019]1号），将保险私募基金的注册管理工作下放至中国保险资产管理业协会，进一步便利化保险私募基金的注册工作，保险私募基金后续按照《保险私募基金注册规则（试行）》（中资协发[2019]28号）在中国保险资产管理业协会完成注册工作即可。

相比其他私募基金，保险私募基金在募资能力方面有着较大的优势，这也得益于发起人关联方的巨量资金储备。

2.3.6 券商私募子公司

我国证券公司私募投资业务的初步探索可以追溯至上世纪九十年代，部分券商通过成立创业投资公司开展投资活动，证监会及中国证券业协会曾先后多次发文⁶⁶对此进行规范。

2016年12月30日，中国证券业协会发布了《证券公司私募投资基金子公司管理规范》（中证协发[2016]253号，“《管理规范》”），要求各证券公司明确各类子公司的经营边界，一类业务原则上只能设立一个子公司经营，相关子公司应当专业运营，不得兼营。各证券公司及其从事私募基金业务的子公司（“**券商私募子公司**”）应当根据《管理规范》的要求进行整改。《管理规范》明确，每家证券公司设立的私募子公司原则上不超过一家。我们理解，《管理规范》对于券商私募子公司的该项数量要求也是对专业化经营要求的进一步延伸，即证券公司的私募业务能且仅能通过一家子公司开展，不同子公司间应进行充分的业务和风险隔离。后续实践中，监管部门对于上述要求还是给出了一定的例外情形。根据证监会于2017年7月18日发布的《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》（证监会机构部函[2017]1791号，“《工作意见》”），证券公司拟设立两家或两家以上的私募子公司的，需在“法规无障碍、风险可控制、业务有需求、有助于服务实体经济的前提下”进行，并应满足一定的条件。截止至2020年1月，中国证券业协会已累计公布了13批⁶⁷可以办理私募基金管理人登记和产品备案

⁶⁶ 包括但不限于：2001年4月12日，证监会发布的《中国证券监督管理委员会关于对证券公司参与风险投资进行规范的通知》（证监机构字[2001]59号）；2009年4月证监会发布的《证券公司直接投资业务监管指引》；2011年11月22日中国证券业协会发布的《关于落实〈证券公司直接投资业务监管指引〉有关要求的通知》，2012年11月2日发布的《证券公司直接投资业务规范》等。

⁶⁷ 证券公司及其私募基金子公司等规范平台名单公示（第十三批）

https://www.sac.net.cn/tzgg/201911/t20191111_140640.html。

的证券公司及其券商私募子公司名单。

对于券商私募子公司而言，一方面，监管规则充分强调和要求证券公司私募子公司应独立运作，并规避和防范集团子公司间的业务交叉和潜在利益冲突；但另一方面，作为母公司的证券公司确实可以为私募子公司的运营发展提供丰富的业务资源和渠道，并且其对于二级市场的理解和把控也有助于项目的退出管理。与此同时，我们也注意到，券商私募子公司目前的业务方向日趋多元，部分券商私募子公司也在探索更为早期的投资或转型发力市场化母基金。我们看到，监管机构对券商私募子公司提出了较一般私募基金管理人更为严格的监管要求，但也正是相关规范文件的出台，引领券商私募子公司走上了规范化和专业化发展之路。

2.3.7 银行系私募机构

(1) 银行理财子公司

(i) 设立背景

我国商业银行理财业务始于本世纪初。2002年，在华外资银行首先推出了外汇结构性理财产品；2004年，光大银行发行国内首支理财产品，国内商业银行的理财业务开始逐步发展。2005年9月中国银行业监督管理委员会（后已与中国保险监督管理委员会合并为银保监会）颁布《商业银行个人理财业务管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2005年第2号），为商业银行理财业务奠定了初步的制度监管基础。

其后，监管部门陆续出台了一系列关于商业银行理财业务的政策。2018年9月26日，作为《资管新规》在银行理财业务领域的配套实施细则，银保监会颁布了《银行理财新规》，该办法第十四条规定，“商业银行应当通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务”。相应地，2018年12月2日，银保监会进一步出台了《银行理财子公司新规》，对商业银行理财子公司（“**银行理财子公司**”）的设立、运营、风险控制等监管要求进行了明确规定。自此，各商业银行开始设立其银行理财子公司，并根据上述规范的要求，开展商业银行理财业务。

(ii) 业务运作

根据《银行理财新规》，商业银行理财业务系指“商业银行接受投资者委托，按照与投资者事先约定的投资策略、风险承担和收益分配方式，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务”，其中，商业银行理财产品系指，“商业银行按照约定条件和实际投资收益情况向投资者支付收益、不保证本金支付和收益水平的非保本理财产品”。

从对理财业务的界定而言，《银行理财新规》未延续《商业银行个人理财业务管理暂行办法》中“理财顾问服务”与“综合理财服务”的区分，在概念上进行了

统一。实际开展的业务范围上，商业银行可以发行公募理财产品和私募理财产品，可以投资于国债、地方政府债券、中央银行票据、政府机构债券、金融债券、银行存款、大额存单、同业存单、公司信用类债券、在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券、公募证券投资基金、其他债权类资产、权益类资产以及国务院银行业监督管理机构认可的其他资产。

需要说明的是，《银行理财新规》规定，“暂不具备条件的，商业银行总行应当设立业务专营部门，对理财业务实行集中统一经营管理”。因此，不同商业银行理财业务的开展，按照经营主体的不同，可能分别由商业银行理财子公司或商业银行设立的专营业务部门实际负责运营。

《银行理财新规》是对商业银行理财业务开展的原则性规范，因而同时适用于理财子公司与专营业务部门对于理财业务的开展；在此基础上，《银行理财子公司新规》作为对理财子公司的管理规范，对《银行理财新规》的适用进行了一定的排除和补充规定。该等例外规定包括但不限于理财子公司无需按照《商业银行资本管理办法（试行）》的规定计提操作风险资本⁶⁸、经申请可从事理财顾问和咨询服务、可发行分级产品、可以自有资金购买自身发行的理财产品等。

（iii）发展现状及展望

截止2019年12月，银保监会官网信息公开页面⁶⁹的公告显示，银保监会已经批准了11家商业银行理财子公司的筹建，中银理财、建信理财、交银理财、工银理财4家已经获批开业。除已在银保监会官网公示的理财子公司外，根据我们在公开渠道查询和相关报道，截至目前，应已有逾30家商业银行相继公布了理财子公司的设立计划。作为最先获批筹建理财子公司的商业银行之一，工商银行于2019年10月21日发布公告称，前期由工商银行发行运作、符合监管要求的理财产品及相关配套服务，将统一移行至工银理财有限责任公司运作管理，理财产品管理人相应变更为工银理财有限责任公司。

我们理解，通过理财子公司独立开展银行理财业务将是越来越多商业银行的选择，已设立理财子公司的商业银行会逐步将已有的存量产品及业务转移至相应的理财子公司。该等转变一方面是对监管要求做出的主动适应，另一方面，通过理财子公司开展理财业务也确实有更多的灵活性，并且有利于银行本身增强服务实体经济能力，防范化解理财业务风险，进一步提高理财专业能力，更好地实现“受人之托、代客理财”的服务宗旨和要求。

（2）银行金融资产投资公司及其附属机构

⁶⁸ 2019年9月20日，银保监会发布了《中国银保监会关于〈商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）（征求意见稿）〉公开征求意见的公告》，就《商业银行理财子公司净资本管理办法》公开征集意见，其中涉及对于商业银行理财子公司净资本及风险资本的相关规定。

⁶⁹ http://www.cbrc.gov.cn/interviews_8002.html。

除了理财子公司外，另一类商业银行下设可以发行私募基金的主体为金融资产投资公司。

（i） 设立背景及要求

在宏观经济降杠杆的大背景下，自2017年开始，银保监会先后批准建设银行、农业银行、工商银行、中国银行、交通银行设立金融资产投资公司⁷⁰，作为债转股实施机构。根据《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》（发改财金[2018]152号），银行以及市场化债转股实施机构可以发起设立私募股权投资基金开展市场化债转股，符合条件的银行理财产品可依法依规向实施机构发起设立的私募股权投资基金出资。2018年6月29日，原中国银行业监督管理委员会发布《金融资产投资公司管理办法（试行）》（“《金融资产投资公司管理办法》”），对金融资产投资公司的业务范围、业务原则及监管要求进行了进一步的明确和规范。

根据《金融资产投资公司管理办法》，金融资产投资公司系指“经国务院银行业监督管理机构批准，在中华人民共和国境内设立的，主要从事银行债权转股权及配套支持业务的非银行金融机构”。与理财子公司相比，二者均要求以商业银行作为主要股东发起设立⁷¹，但相较而言，金融资产投资公司100亿元的一次性实缴注册资本的要求则极大的提高了其设立门槛。截至目前，也仅有2017年至2018年期间银保监会批准设立的国有五大银行获准设立。

（ii） 业务运作

就金融资产投资公司的业务开展，根据《金融资产投资公司管理办法》，其获准经营的业务主要包括：（一）以债转股为目的收购银行对企业的债权，将债权转为股权并对股权进行管理；（二）对于未能转股的债权进行重组、转让和处置；（三）以债转股为目的投资企业股权，由企业将股权投资资金全部用于偿还现有债权；（四）依法依规面向合格投资者募集资金，发行私募资产管理产品支持实施债转股；（五）发行金融债券；（六）通过债券回购、同业拆借、同业借款等方式融入资金；（七）对自营资金和募集资金进行必要的投资管理，自营资金可以开展存放同业、拆放同业、购买国债或其他固定收益类证券等业务，募集

⁷⁰ 相关批复请见：

<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemList.html?itemPid=923&itemId=930&itemUrl=zhengwuxinxi/xingzhenxuke.html&itemName=%E8%A1%8C%E6%94%BF%E8%AE%B8%E5%8F%AF>。

⁷¹ 《金融资产投资公司管理办法》第八条规定，金融资产投资公司应当由在中华人民共和国境内注册成立的商业银行作为主要股东发起设立，其中的商业银行应满足以下条件：“（一）具有良好的公司治理机制、内部控制体系和健全的风险管理制度；（二）主要审慎监管指标符合所在地监管机构的监管要求；（三）财务状况良好，最近3个会计年度连续盈利；（四）监管评级良好，最近2年内无重大违法违规行为；（五）为金融资产投资公司确定了明确的发展战略和清晰的盈利模式；（六）入股资金为自有资金，不得以债务资金和委托资金等非自有资金入股；（七）承诺5年内不转让所持有的股权，不将所持有的股权进行质押或设立信托，并在金融资产投资公司章程中载明；（八）国务院银行业监督管理机构规定的其他审慎性条件”。

资金使用应当符合资金募集约定用途；（八）与债转股业务相关的财务顾问和咨询业务；（九）经国务院银行业监督管理机构批准的其他业务。其中第（一）到（四）项应为金融资产投资公司的主营业务。

不难发现，上述业务范围涵盖了资产端和融资端两个方面，资产端的业务开展以债转股业务为核心，融资端则包括了表内表外两种方式。而在《金融资产投资公司管理办法》规定的四项主营业务中，仅“依法依规面向合格投资者募集资金，发行私募资产管理产品支持实施债转股”为具体的融资方式，理解该项业务也应成为金融资产投资公司后续业务开展中除注册资本以外的主要资金来源。

但与理财子公司自行开展业务不同，金融资产投资公司“可以设立附属机构，由其依据相关行业主管部门规定申请成为私募股权投资基金管理人，设立私募股权投资基金，依法依规面向合格投资者募集资金实施债转股”，但对于下设附属机构募集资金过程中的具体要求，《金融资产投资公司管理办法》未做进一步明确。

截至2020年2月10日，依据中基协信息公示系统的公示的信息，银保监会批复成立的五家金融资产投资公司中，已经有四家金融资产投资公司或其下属子公司登记为私募基金管理人，其中工商银行金融资产投资公司工银金融资产投资有限公司（登记编号：P1068792）直接登记为私募基金管理人，农业银行、建设银行和中国银行的金融资产投资公司均以全资设立的子公司登记为私募基金管理人，前述三家银行金融资产投资公司的私募基金子公司分别为农银资本管理有限公司（登记编号：P1068893）、建信金投基金管理（天津）有限公司（登记编号：P1069089）、中银资产基金管理有限公司（登记编号：P1069352）。

（iii）发展现状及展望

如上所述，截至目前，仅有国有五大银行完成了金融资产投资公司的设立和开业。根据公开渠道报道，平安银行、兴业银行及广州农商行也拟成立相应的金融资产投资公司，但截至目前，尚未获得银保监会批准。

2019年7月26日，国家发改委、中国人民银行、财政部、银保监会等四部委联合发布了《2019年降低企业杠杆率工作要点》（发改财金[2019]1276号），明确提出“推动金融资产投资公司发挥市场化债转股主力军作用”，将金融资产投资公司的地位提升到了新的高度。上世纪末的金融危机催生了国内四大资产管理公司的产生，相应地，金融资产投资公司在新的经济发展背景和环境下的发展也值得期待。

2.4 PE/VC 基金的特殊背景投资人

2.4.1 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会受到一些限制，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，也不乏内资管理人考虑在中国接纳境外或外资背景投资人的情形。近年来，越来越多的跨国公司也从公司战略的角度，希望在中国设立与其他业务分支在资金来源和运营上相互独立的投资实体，以参与境内人民币基金或其他股权投资机会。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

在有限合伙企业这一企业组织形式被引入中国之前⁷²，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》⁷³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2006年合伙企业法修订以及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的收入将不需要在私募基金层面纳税，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

⁷² 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。根据《合伙企业法》，有限合伙企业由普通合伙人执行合伙事务并由其对合伙企业债务承担无限连带责任，而有限合伙人执行合伙事务，不得对外代表有限合伙企业，以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。有限合伙这一组织形式融合了普通合伙和公司的特征，为PE/VC行业的高速发展提供制度设计。相同和实质近似的组织形式已在2006年前获得海外PE/VC基金的长期和广泛运用。

⁷³ 《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。

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》（国务院令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改制为有限合伙企业，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

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⁷⁴项目之前，外国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⁷⁵、深圳、青岛、重庆、贵州（贵阳综合保税区）、福建平潭、珠海、广州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

⁷⁴ 在北京、天津、重庆、深圳、青岛、贵州、福建平潭、珠海、广州等各 QFLP 试点城市中，上海一度在试点政策实施上处于相对较为领先的地位。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，过去九年的实务操作已在很多方面突破了上述办法的规定。上海市政府于 2019 年 7 月发布的《关于促进上海创业投资持续健康高质量发展的若干意见》（沪府规[2019]29 号）也提出将“扩大外商股权投资企业（QFLP）试点范围，深化合格境内有限合伙人（QDLP）试点。探索开展境外机构投资人参股人民币基金一次性结售汇试点。进一步简化外资参股人民币创业投资企业相关行政审批程序。”

⁷⁵ 天津于 2011 年颁布的《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（“准 QFLP”），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。

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⁷⁶。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。珠海于2019年1月正式发布并开始实施《珠海市外商投资股权投资企业试点管理暂行办法》(“《珠海QFLP办法》”),除同深圳一样允许“外资管外资”、“外资管内资”及“内资管外资”三种模式外,珠海试点政策与深圳试点政策之间还有不少类似安排,同时珠海也根据实际考虑适当调整或降低了一些条件和门槛⁷⁷。2019年4月17日,广州市地方金融监督管理局发布了《广州市促进外商投资股权投资类企业集聚发展工作指引》(“《广州QFLP指引》”),相较同属粤港澳大湾区的深圳和珠海,广州在试点政策上做出了进一步的革新,为QFLP在广州落地提供了依据。

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。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⁷⁸。另外,对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,已有包括黑石、凯雷、3i、弘毅、赛富、富达等在内的

⁷⁶ 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。

⁷⁷ 例如,就投资者的准入门槛,珠海QFLP试点政策中针对港澳投资者和其他境外投资者规定了不同条件(此点与福建平潭此前出台的QFLP试点政策类似)。针对非作为管理企业的试点企业,除要求其投资人满足认缴出资和合格投资者相关要求外,珠海QFLP试点政策未明确提出其他特殊资质要求。

⁷⁸ 在《关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》(汇发[2019]28号) (“**外汇28号文**”)发布之前,实践中,不少银行依据《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**”)以企业经营范围不包含“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。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。外汇28号文的颁布对非投资性外商投资企业利用外汇资本金进行股权投资而言可谓是推开了“尘封的大门”,但非投资性外商投资企业应满足不违反外商投资准入特别管理措施(负面清单)且境内所投项目真实、合规的前提。根据此前试点地区的执行情况来看,“项目真实、合规”是银行在审核外汇资本金股权投资时的重要核查事项。

若干知名投资机构在上海获得了QFLP试点资格。

在QFLP试点实施以来的若干年中设立的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⁷⁹，故其在进行投资时应走和离岸基金一样的外商投资程序（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（“**国家发改委复函**”），明确答复针对黑石QFLP基金及该类普通合伙人/管理人是外资、有限合伙人/管理人是内资的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》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

⁷⁹ 《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同境外投资者。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。

业应当以《外商投资产业指导目录》为导向，直接投资于实业⁸⁰，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。珠海试点政策中也有类似限制，但亦规定了除外情形（包括以专项基金投资于实业的情形）⁸¹。

作为QFLP试点政策在广州落地实施的原则性指引，《广州QFLP指引》明确就外商投资股权投资类企业（包括外商投资股权（创业）投资管理企业、外商投资股权（创业）投资企业）不设最低注册资本或认缴出资额限制，在首次出资比例、货币出资比例、出资期限等方面均无限制⁸²，无疑值得拟募集较小规模基金的发起人的特别关注。然而，因《广州QFLP指引》仅为原则性指引，除明确外商投资股权投资类企业出资方案不设特别限制外，在试点企业申请程序、管理企业投资人或高管资质、是否适用“外资管内资”、试点企业能否通过专项基金投资于实业等方面仍有待金融工作部门的进一步答疑或澄清。《广州QFLP指引》相较其他试点地区政策也更为明确地罗列了外商投资股权投资类企业税收政策的适用。

（3） R-QFLP 试点

此外，此前基于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⁸³。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

⁸⁰ 《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。”

⁸¹ 《珠海 QFLP 办法》第十五条：“外商投资股权投资企业应当投向有利于粤港澳大湾区发展的实体产业和基础设施项目，或以《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）模式进行投资，市级以上战略合作外商投资股权投资企业和以投资专项的项目型基金方式投资于实业的情况除外。”

⁸² 需注意的是，从私募基金监管的角度，试点企业仍应遵守中基协对私募基金管理人和投资人提出的一般性出资要求，就私募基金管理人而言包括需有足够的资本金保证机构有效运转；此外，私募基金的出资目前仅限于货币出资。

⁸³ 《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。”

《外资在沪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。”

活便利。

（4） 非投资性外商投资企业境内股权投资

为深入推进“放管服”改革，提升外汇管理服务实体经济能力和水平，促进跨境贸易投资便利化，国家外汇局于2019年10月25日发布了《关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》（汇发[2019]28号，“**外汇28号文**”），其中备受瞩目的一项政策变化即对非投资性外商投资企业外汇资本金境内股权投资限制的取消。

从2008年《国家外汇管理局关于完善外商投资企业外汇资本金支付结汇管理有关业务操作问题的通知》（汇发[2008]142号，“**外汇142号文**”）⁸⁴以来我国外汇资本金管理政策的沿革可看出，我国对非投资性外商投资企业利用外汇资本金进行股权投资持极为审慎的态度，自外汇142号文禁止以来仅做过非常有限的开放尝试。除实行“意愿结汇制”后出现的少量实例外，通常仅有投资性外商投资企业（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）以及经营范围中含有“投资”等字样的外商投资企业能够将外汇资本金用于对境内企业的股权投资⁸⁵。

十余年间，伴随着我国在不同阶段的国际收支状况和经济形势，外汇资本金管理从“严控”到一步步“有序放开”，朝着“资本项目可兑换”的目标稳步推进。本次非投资性外商投资企业资本金使用的开放过程由点及面，2019年7月时各自贸区已放宽非投资性外商投资企业的外汇资本金用于股权投资，而外汇28号文则将此改革政策推行至全国。

根据外汇28号文第二条，在投资性外商投资企业（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）可依法依规以资本金开展境内股权投资的基础上，允许非投资性外商投资企业在不违反现行外商投资准入特别管理措施（负面清单）且境内所投项目真实、合规的前提下，依法以资本金进行境内股权投资。这意味着，外汇28号文虽放开了对股权投资的限制，但在外商投资企业使用外汇资本金进行股权投资时，仍需满足外商投资负面清单的基本要求⁸⁶。真实发生性原则也是贯穿我国外汇管理规定中的一条核心规定。在各自贸区试行政策开放时，已统一提出了“真实、合规”的要求。根据此前试点地区的执行情况来看，“项目真实、合规”是银行在审核外汇资本金股权投资时的重要核查事项。银行一般会要求企业证明具体的投资项目在商业上存在合理性，并有可能要求被

⁸⁴ 此前外汇 142 号文就外汇资本金使用设定负面清单要求，规定外汇资本金结汇不得用于境内股权投资。

⁸⁵ 实践中，投资性外商投资企业的设立门槛较高；全国目前登记的外商投资企业逾 37 万家，但其中投资性的外商投资企业不到 3000 家，占比不到 1%，这给外资参与境内股权投资带来了较大障碍。有关 2018 年外汇 142 号文以来外汇资本金境内股权投资限制的脉络梳理，可参阅汉坤法律评述《促进跨境投融资便利化（一）：开放外商投资企业外汇资本金股权投资》（2019/10/27），网址：<https://hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/fa765b0f71c55e2f30de2619be47bca0.pdf>。

⁸⁶ 《关于外商投资企业境内投资的暂行规定》第 3 条早已规定：外商投资企业不得在禁止外商投资的领域投资。

投资项目与外商投资企业目前经营的业务在商业上存在一定的关联，对于可能理解为“投机”性质的股权投资交易，银行可能会拒绝。值得进一步说明的是，外汇28号文也首次正式明确了非投资性外商投资企业可以使用“原币划转”这一方式开展股权投资。具体而言，被投资企业应到注册地银行办理接收境内再投资登记，开立外汇资本金账户接收资金，无需再办理货币出资入账登记，手续相较之前规定更为简洁。

从外汇28号文对外资背景投资人参与投资人民币基金的影响来看，外汇28号文实施后，非投资性外商投资企业可直接利用外汇资本金投资，便捷程度更高，无疑将减弱传统投资性外商投资企业的吸引力，且在逐个项目“真实、合规”的前提下将整体拓宽人民币基金市场的潜在资金来源，为外资背景投资人参与于人民币基金提供更多可行方案，只是对于非投资性外商投资企业直接投资于基金这样的集合投资工具，银行的审查尺度有待进一步观察。从QFLP政策实施的角度，此前基金发起人、管理人和境外投资人通过QFLP参与境内股权投资的主要优势在于资金可以一次性在QFLP层面结汇为人民币并以人民币在境内进行多个项目投资，而不需要按项目逐个结汇，但设立QFLP仍需要经过各地金融办事前审批，通常为一事一议，且对境外投资人要求较高，申请时间难以预计，因此让很多外国投资者望而却步。然而，外资背景投资人是通过外商投资企业进行基金投资还是选择QFLP形式，我们理解各有利弊，需要在实践中根据具体情况予以选择。

2.4.2 国资背景投资人

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⁸⁷和国有企业，他们是在中国募集PE/VC基金的重要资金来源。

（1）政府引导基金的内涵和一般要求

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。

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

⁸⁷ 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/cd7d1675bea50453c78b2dafa327cda0.pdf>。

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主要是有限合伙企业。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，这些要求多来自于适用于政府引导基金的管理规定。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特定情况下豁免出资违约责任、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。此外，政府引导基金的投资要求可分为“具体型”和“抽象型”两类，前者一般是对相关要求如何操作或实现做出了明确规定，后者则常规定较为笼统，有待于双方在协议谈判中进一步做出约定，可能会有一定的商议空间。

（2） 国有股划转

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3.2节）⁸⁸。

（3） 国有权益登记

2020年1月3日，国务院国资委发布《关于印发〈有限合伙企业国有权益登记暂行规定〉的通知》（国资发产权规〔2020〕2号，“《国有权益登记暂行规定》”），要求国有资产监督管理机构对本级人民政府授权履行出资人职责的国家出资企业（不含国有资本参股公司）及其拥有实际控制权的各级子企业对有限合伙企业出资所形成的权益及其分布状况进行登记（“国有权益登记”）。

根据《国有权益登记暂行规定》，国有权益登记的义务主体为“国家出资企业（不含国有资本参股公司）”，结合《中华人民共和国企业国有资产法》的相关规定⁸⁹，具体包括，国有独资企业、国有独资公司，以及国有资本控股公司。对于其实际控制的各级子企业，应由实际出资的子企业负责填报其对有限合伙企业出资所形成权益的相关情况，并按照出资关系逐级报送国家出资企业；国家出资企业对相关信息进行审核确认后完成登记，并向国有资产监督管理机构报送相关信息。多个出资企业共同出资的有限合伙企业，由各出资企业分别进行登记。按照发生事由的不同，国家出资企业应分别办理占有登记、变动登记和注销登记。

整体而言，我们理解国有权益登记为国有出资企业的内部监管要求，就国家出资企业及其各级子企业所投资的私募基金及PE/VC机构而言，暂无需因此履行额外的信息披露或报送义务。但考虑到目前《国有权益登记暂行规定》出台时间较短，各地相应的配套规定尚未出台，国有权益登记对于私募基金的具体影响仍待进一步观察⁹⁰。

2.4.3 保险资金

伴随着PE/VC基金领域的逐渐成熟和快速发展，《保险资金运用管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会令2010年第9号）⁹¹、《保险资金投资股权暂行办法》（保监发〔2010〕79号）（“79号文”）及《关于保险资金投资创业投资基金有

⁸⁸ 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 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。

⁸⁹ 《中华人民共和国企业国有资产法》第五条规定，本法所称国家出资企业，是指国家出资的国有独资企业、国有独资公司，以及国有资本控股公司、国有资本参股公司。

⁹⁰ 关于《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》的解读，请参阅汉坤法律评述《有限合伙企业中的国有权益需登记》（2020/02/08），网址：

<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/81d320282e2da2095a7ac9d0cefb78cd.pdf>。

⁹¹ 根据《中国保险监督管理委员会关于修改〈保险资金运用管理暂行办法〉的决定》（中国保险监督管理委员会令 2014 年第 3 号），此文件已被修订。根据《保险资金运用管理办法》（中国保险监督管理委员会令〔2018〕1 号），此文件已被废止。

关事项的通知》（保监发[2014]101号）等一系列规定为保险资金投资私募股权投资基金及创业投资基金打开了大门；此外，保险资金还可根据89号文设立母基金投资于私募股权投资基金及创业投资基金。保险资金参与PE/VC基金投资逐渐成为常态化业务。

保险资金具有投资期限长、投资金额大且出资能力持续稳定等特性，与私募股权投资基金具有良好的契合度。截至2018年末，保险资金投资私募股权投资基金的认缴规模超过7400亿元，业务涉及到200多家私募基金管理机构⁹²，保险资金已逐渐成为私募股权基金市场的重要机构投资者之一⁹³，但与此同时，保险资金在PE/VC基金总体募资规模中所占比例仍然相对较小⁹⁴，未来仍然有非常大的投资潜力。

保险资金以其庞大且稳定的资金体量一直受到国内PE/VC机构的追捧，但PE/VC机构需要相应符合银保监会所设置的一系列审慎条件，同时私募基金本身的基金规模、投资运作、基金管理、信息披露等亦需要符合银保监会的要求⁹⁵。

2018年10月26日，中国银保监会发布了《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》⁹⁶，在79号文的基础之上，整合了现有规定，并在保险资金投资股权的行业和比例等多个方面进行了一定程度的政策放松，我们理解在后续《保险资金投资股权管理办法》正式出台后，保险资金参与PE/VC基金投资将进一步符合行业发展需要。

2.4.4 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”）是其在中國募资所追寻的重要投资人。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

⁹² 中国保险资产管理业协会执行副会长兼秘书长曹德云在“股权计划、私募基金注册要求与保险资金 2019 年私募股权投资策略圆桌论坛”的讲话：<https://mp.weixin.qq.com/s/89iYr-KVZjKdyQBnuXTlZg>。

⁹³ 证券日报网：“中国保险资管业协会副秘书长刘传葵：险资与私募有广阔合作空间”，2019年1月2日，<http://www.zqrb.cn/Special/Pages/NECF2018/2019-01-02/A1546364753723.html>。

⁹⁴ 发挥私募基金专业力量 推动创新资本形成——中基协副会长胡家夫在 2019 共青城财富管理·私募基金创新论坛上的讲话，<https://mp.weixin.qq.com/s/Y1XFj-tbVVhY5TRddmhNaw>。

⁹⁵ 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>。

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/3c8fae29f5becf636d14ee2a25ce3c6.pdf>。

关于私募基金接纳保险资金投资需注意的事项，请参阅汉坤法律评述《私募投资基金接纳保险资金出资时需要注意哪些法律问题？》（2018/9/11），网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/0e30310b2221a6e87abdf4bf5ed77b01.pdf>。

⁹⁶ 关于《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》对保险资金投资 PE/VC 基金的影响，请参阅汉坤法律评述《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）对险资间接股权投资的影响（2018 年第 12 期）》，网址：<https://hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/c9faaa655873c89a103f891a0d60226c.pdf>。

至2018年底，全国社保基金总资产约为22,235.38亿元人民币⁹⁷）。

全国社保基金是目前市场上资金量较大的私募基金投资人之一，但基于其“审慎投资、安全至上、控制风险、提高收益”的投资理念，特别强调审慎与安全的社保资金在私募基金管理团队的选择上相对谨慎。从已知的投资案例来看，非常优质的管理机构才有机会获得社保资金的投资：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、赛富、IDG等十几家私募股权机构管理的超过20支股权投资基金⁹⁸。

2.4.5 第三方资产/财富管理机构资金

随着社会的发展和财富的积累，富裕人群对于财富管理的需要，以及“普惠金融”等概念的产生和发展，催生了众多的第三方资产/财富管理机构。尽管与机构投资者相比，第三方资产/财富管理机构背后的高净值人群的资金稳定性和专业度相对较低，资金量也相对较小，但由于数量众多，在目前募资环境相对困难的情况下，不少PE/VC机构仍希望通过该等第三方资产/财富管理机构来向高净值人群募集资金。

根据《募集管理办法》，私募基金管理人可以自行募集其设立的私募基金，也可以委托在证监会注册取得基金销售业务资格并已成为中基协的基金销售机构代为募集。根据《证券投资基金销售管理办法》，基金销售机构主要包括商业银行（含在华外资法人银行）、证券公司、期货公司、保险机构、证券投资咨询机构、独立基金销售机构。

PE/VC机构与第三方资产/财富管理机构也包括两种模式，一种为第三方资产/财富管理机构自行设立资产管理产品作为投资人投资于PE/VC机构发起设立的私募基金，该等情形下，类似于基金以Feeder-Master架构进行设立，应对可能存在的“多层嵌套”问题予以特别注意；另一种为接受PE/VC机构的委托代为募集。由于委托募集的情况下，管理人对于投资人的适当性义务并不会得到免除，该种合作模式下，PE/VC机构应特别注意对于代销机构的选择，并需在委托协议中就双方的权利义务及责任的划分进行明确约定。

此外，还需补充提示的是，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，这些第三方资产/财富管理机构可能会选择契约型基金/资管

⁹⁷ 请参见《2018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/201907/t20190711_7611.html。

⁹⁸ 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。

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。

2.4.6 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⁹⁹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 投资的道路并不完全畅通。

在《资管新规》出台前，银监会已有规定，除了面向经充分风险评估的高资产净值客户和私人银行客户，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，在此阶段，除符合条件的高净值客户和私人银行客户外，商业银行所管理的其他客户理财资金无法直接投资于 PE/VC 基金。

尽管存在前述限制，在《资管新规》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）股权转让等安排间接投资 PE/VC 基金的案例。

《资管新规》的出台，明确了穿透识别监管原则（向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产），并明确禁止多层嵌套和通道业务¹⁰⁰。因此，过往的多层嵌套方案难以继续实施。

值得注意的是，在《资管新规》的框架下，银保监会陆续出台《商业银行理财业务监督管理办法》、《商业银行理财子公司管理办法》作为针对商业银行的实施细则。

《银行理财新规》一方面明确要求，理财产品所投资资管产品的发行机构、受托投资机构和投资顾问应当是持牌金融机构；但另一方面，考虑当前和未来市场发展需要，该条规定了两项除外情形，即（1）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除外，以及（2）国务院银行业监督管理机构另有规定的。即，商业银行理财产品可投资于经银保监会通过另行规定认可的其

⁹⁹ 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。

¹⁰⁰ 《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）。”

他类型机构所发行产品。

相应地，随后发布的《银行理财子公司新规》在这一点有了突破性规定，其明确规定，“银行理财子公司可以选择符合以下条件的私募投资基金管理人担任理财投资合作机构：（一）在中国证券投资基金业协会登记满1年、无重大违法违规记录的会员……（三）金融监督管理部门规定的其他条件”。《银行理财子公司新规》也规定，银行理财子公司发行的理财产品可以再投资一层由受金融监督管理部门依法监管的其他机构发行的资产管理产品（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），故我们理解银行理财产品投资于私募基金产品存在空间。根据我们了解，不少新设的银行理财子公司已在探索发行拟投资于私募基金产品的银行私募理财产品。

同时，值得注意的是，鉴于上述窗口规定仅明确在了《银行理财子公司新规》，我们理解，由商业银行（而非银行理财子公司）所管理的商业银行理财产品尚未被明确允许投资于由非金融资产投资公司附属机构的私募基金管理人所管理的私募基金产品。

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资产的占比仍然很小。根据银行业理财登记托管中心与中国银行业协会联合发布《中国银行业理财市场报告（2018年）》，2018年风险等级为“四级（中高）”和“五级（高）”的非保本理财产品募集资金占比为0.17%。我们期待，随着银行理财子公司业务这片新兴业务的成长，私募基金与银行理财之间的合作亦将走向规范化、市场化的大发展。

第3节 PE/VC 基金的投资运营

3.1 基金架构对基金投资的影响

（1） 投资者人数¹⁰¹

首先，依据《私募暂行办法》的规定，可知单支私募基金人数应当遵守《证券投资基金法》、《公司法》、《合伙企业法》等法律法规的规定。其次，依据《证券投资基金法》的规定可知，私募证券投资基金投资者人数不得超过200人，与此同时，根据《公司法》和《合伙企业法》的相关规定，以股份有限公司¹⁰²形式设立的私募基金，投资者人数不得超过200人；以有限责任公司¹⁰³或者合伙¹⁰⁴形式设立的私募基金，投资者人数不得超过50人。依据上述规定，无论单支PE/VC

¹⁰¹ 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>。

¹⁰² 《公司法》第七十八条：设立股份有限公司，应当有二人以上二百人以下为发起人，其中须有半数以上的发起人在中国境内有住所。

¹⁰³ 《公司法》第二十四条：有限责任公司由五十个以下股东出资设立。

¹⁰⁴ 《合伙企业法》第六十一条：有限合伙企业由二个以上五十个以下合伙人设立；但是，法律另有规定的除外。

基金是否有若干轮募集，其人数始终不得超过上述法律法规规定的人数限制。

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会穿透计算人数，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”），则可能会对私募基金的后续投资以及被投资企业境内首次公开发行上市或参与上市公司并购重组造成障碍¹⁰⁵。

首先，就私募基金的后续投资与募资渠道而言，依据《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。若“三类股东”投资于一支PE/VC基金，依据《资管新规》的规定，基金可能受限于“不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品”的规定，导致其后续投资受限。同时，考虑到后续投资受限，可能使得私募基金在接纳“三类股东”作为投资人时更为谨慎，即也对私募基金的募资渠道产生了影响¹⁰⁶。

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

¹⁰⁵ 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。

¹⁰⁶ 但是，需要注意的是，依据《两类基金通知》，创业投资基金（“创投基金”）和政府出资产业投资基金（“政府产业基金”，与创投基金合称“两类基金”）符合本通知规定要求的两类基金接受资产管理产品及其他私募投资基金投资时，该两类基金不视为一层资产管理产品，故我们理解符合条件的两类基金在接受金融机构资管产品及私募基金投资时，不视为一层资管产品，即不视为嵌套。

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）等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¹⁰⁷。

2019年3月24日，上海证券交易所发布《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》，次日证监会发布《首发业务若干问题解答》，两份文件均对发行人在新三板系统挂牌期间形成“三类股东”的相关信息的核查和披露的要求进行了说明，其中，仅要求对特定信息进行披露，而不要求对“三类股东”进行穿透核查。

3.2 国资影响¹⁰⁸

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）

¹⁰⁷ 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。

¹⁰⁸ 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》第三章第2.4.2节。

109。

就32号文而言，目前市场上普遍认为，合伙企业与公司制企业可能存在一定区别，但其并未明确排除合伙企业资产交易适用32号令规定的国资交易监管要求，值得注意的是，32号令第六十六条明确规定，政府设立的各类股权投资基金投资形成企业产（股）权对外转让，按照有关法律法规规定执行¹¹⁰。实践中，我们也观察到很多有限合伙制国有性质基金通过交易所对其持有的项目公司股权进行公开交易。

（2） 资产评估

若私募基金属于32号文主体，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，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。

3.3 外资限制

（1） 投资领域限制

¹⁰⁹ 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。

¹¹⁰ 2020年1月3日，国务院国有资产监督管理委员会发布《关于印发〈有限合伙企业国有权益登记暂行规定〉的通知》（国资发产权规[2020]2号），要求国有资产监督管理机构对本级人民政府授权履行出资人职责的国家出资企业（不含国有资本参股公司）及其拥有实际控制权的各级子企业对有限合伙企业出资所形成的权益及其分布状况进行登记。关于《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》的解读，请参阅汉坤法律评述《有限合伙企业中的国有权益需登记》（2020/02/08），网址

<https://www.hankunlaw.com/newsAndInsights/lawDetail.html?id=2c91af086b88227d017024e0c0f80bcd>。

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《外商投资合伙企业登记管理规定（2019修订）》（国家市场监督管理总局令第14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¹¹¹。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）（2019年版）》（“《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；实践中，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¹¹²。

此外，如本《蓝皮书》第三章第2.4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，但根据国家市场监督管理总局令第14号、国家发改委复函、《深圳新QFLP办法》以及其他各地QFLP相关规定的内容判断，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，过去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¹¹³。自2019年7月以来，上海、深圳、四川等自贸区陆续发布各区的《外汇管理改革试点实施细则》，其中明确规定允许区内非投资性外商投资企业在真

¹¹¹ 《外商投资合伙企业登记管理规定（2019修订）》第六十一条：“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。”

¹¹² 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。

¹¹³ 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。

实、合规的前提下，按实际投资规模将资本项目外汇收入或结汇所得人民币资金依法用于境内股权投资。2019年10月25日，国家外汇管理局发布《关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》，该通知扩大了贸易外汇收支便利化试点，取消了非投资性外商投资企业资本金境内股权投资限制。自此，非投资性外商投资企业利用其资本金开展境内股权投资得以全面放开。

3.4 未备案基金对外投资的影响

根据《证券投资基金法》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《1号指引》，基金合同中应约定私募基金在中基协完成备案后方可进行投资运作。根据中基协于2019年12月23日发布的《新备案须知》的规定，私募基金完成备案前，可以以现金管理为目的，投资于银行活期存款、国债、中央银行票据、货币市场基金等证监会认可的现金管理工具。虽然《新备案须知》中仍未明确私募股权投资基金需在中基协完成备案后方可进行项目投资运作，但结合近期项目经验及该条规定的表述，我们理解《新备案须知》已在一定程度上反映了中基协要求先备案后投资的监管态度。

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

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和报告。

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¹¹⁴。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。

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”）、合格境内有限合伙人（“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

¹¹⁴ 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。

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¹¹⁵。

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¹¹⁶以及国家外汇主管部门的流程¹¹⁷。根据11号令，涉及敏感类项目¹¹⁸的ODI需经国家发

¹¹⁵ 《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。

¹¹⁶ 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。

¹¹⁷ 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>。

¹¹⁸ 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地区；（二）发生战争、内乱的国家地区；（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。

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¹¹⁹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ODI¹²⁰，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¹²¹。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

¹¹⁹ 根据《企业境外投资管理办法》第十四条规定，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。

¹²⁰ 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。

¹²¹ 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。

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）、信拓城投资（Citadel）、摩根士丹利（Morgan Stanley）、瀚亚投资（Eastspring）、瑞信投资（Credit Suisse）等。

依据中基协2018年6月19日在微信平台发布《关于合格境内有限合伙人（QDLP）在协会进行管理人登记的特别说明》（“《特别说明》”），QDLP的管理机构在中国境内开展私募投资基金业务，应当在中基协登记为私募基金管理人，目前QDLP管理机构可登记为其他私募投资基金管理人。

（3） QDIE

深圳市金融服务办公室继上海开展QDLP试点项目后于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，又有申请机构获批QDIE试点。2019年8月20日，深圳前海深港现代服务业合作区管理局发布《深圳前海深港现代服务业合作区支持金融业发展专项资金实施细则（试行）》¹²²明确鼓励前海企业开展跨境股权投资的政策，其中规定，对新获批外商投资股权投资试点（QFLP）和合格境内投资者境外投资试点（QDIE）的基金管理企业，在中基协备案，并在前海设立基金的，按其实际募集资金规模的一定比例给予奖励。

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¹²³。

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》”）。

《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

¹²² 《深圳市前海管理局关于印发〈深圳前海深港现代服务业合作区支持金融业发展专项资金实施细则（试行）〉的通知》：http://qh.sz.gov.cn/sygnan/xxgk/xxgkml/zcfg/qhzc/201910/t20191016_18331562.htm。

¹²³ 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。

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）¹²⁴。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¹²⁵。

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¹²⁶开展资本项目收入支付审核便利化试点¹²⁷。

3.7 团队激励与跟投

基于团队激励与风险共担的考虑，不少 PE/VC 基金的管理人会设置团队激励与跟投机制，现行法规对 PE/VC 基金的团队激励与跟投机制暂无专门规定或具体要求，一般在符合基金管理人自身组织性文件及规章制度的前提下，根据自身管理需求设置即可，但在制定及实施相关激励及跟投制度时，可能需要注意防范利益冲突和利益输送，尤其是券商私募子公司及另类投资子公司。虽然此前《证券公司直接投资业务规范》（“《业务规范》”）曾规定券商私募子公司及其下属机构的投资管理团队对自有资金或直投资基金投资的项目进行跟投的，应当对自有资金或直投资基金投资的所有项目进行跟投，且投资管理团队的投资额与自有资金或直投资基金的投资额之间的比例应当在所有项目上保持一致，投资管理团队的投资价格与自有资金或直投资基金的投资价格应当在单一项目上保持一致，但中国证券业协会于 2016 年 12 月 30 日颁布并实施的《证券公司私募投资基金子公司管理规范》和《证券公司另类投资子公司管理规范》（统称“《券商子公司管理规范》”）

¹²⁴ 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。

¹²⁵ 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/。

¹²⁶ “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。

¹²⁷ 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。

已废止《业务规范》，且《券商子公司管理规范》未再专门针对券商私募子公司及另类投资子公司的员工跟投机制作任何明确规定。

团队激励与跟投机制主要分为两种类型，一种是现金激励，一种是员工跟投。现金激励根据奖励来源又可进一步分为管理费激励和绩效收益激励，是单纯的奖励制度。而员工跟投则可以根据跟投方式进一步分为基金层面的跟投（“**基金跟投**”）和项目层面的跟投（“**项目跟投**”），其一方面属于奖励制度，另一方面通过将基金团队与基金/项目进行绑定实现风险共担，进而督促基金团队勤勉尽职地进行基金管理。

（1） 现金激励

由于管理费与基金投资收益并无直接关联，其属于管理人较为稳定的定期收入，所以管理费激励可以体现为一种较为稳定可期的激励制度。因为管理费原则上应由具备管理人资格的主体收取，所以管理费激励一般由管理人在收取管理费后通过工资、奖金等形式支付给员工。

由于绩效收益与基金投资收益紧密相关，所以就绩效收益激励而言，其获得与否以及可获得的具体金额都存在较大不确定性，但也正因为该种不可预测性，其所产生的激励效果更佳，因而成为了相对而言更为重要的激励方式。具体而言，在设置绩效收益激励制度时需要重点考虑以下几个方面：

（a） 奖励的基础：基金的绩效收益包括单个项目的绩效收益和基金整体所有项目的综合绩效收益两个维度，在设置绩效收益激励制度时需要考虑如何在这两个维度之间进行平衡。

（b） 奖励的对象：奖励对象的确定以及不同对象之间奖励力度的区分是奖励制度的核心，一般建议可先按照募投管退四个阶段进行奖励比例的整体划分，然后再结合个人的职务及项目参与程度进行具体确定。

（c） 奖励的方式：绩效收益除了可以通过管理人或普通合伙人以工资、奖励方式发放外还可以考虑设立有限合伙制奖励平台，并以该奖励平台作为有限合伙制基金的有限合伙人收取绩效收益。

（2） 员工跟投

与现金激励不同的是，员工跟投奖励的是投资机会，需要跟投员工出资才可能获得利益，但当投资收益不佳时，跟投员工也同样需要承担亏损。无论是基金跟投还是项目跟投，为方便管理并从税收角度考虑，一般会设立有限合伙型员工跟投平台（“**员工跟投平台**”）进行跟投。

关于员工跟投平台是否需要备案为私募基金的问题，根据现行法规及监管规定的规定，若组成员工跟投平台的员工均为已与基金管理人建立正式劳动关系或

中基协登记的管理人高管的话，一般倾向于认为员工跟投平台被认定为私募基金的可能性不大。而关于员工在进行基金跟投时所需要满足的合格投资者要求，根据《私募暂行办法》的规定以及中基协目前的审核口径，原则上已与基金管理人建立正式劳动关系或中基协登记的管理人高管投资该基金管理人所管理的基金时被视为当然合格投资者，其净资产以及在基金中的投资额无需满足特殊的要求，但根据《〈资管细则〉适用相关问题解答（一）》的规定，投资于本机构管理的资管计划不低于《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》和《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（合称“《资管细则》”）规定的最低认购金额的，视为合格投资者。

关于基金跟投与项目跟投的主要利弊，我们以有限合伙型基金为例，尝试通过下表进行初步概括说明，各基金管理人在设置跟投机制时建议综合考量以下因素并结合自身情况及实际需求作出相应安排。

内容	基金跟投	项目跟投
投资标的选择	跟投的被投资企业一般与基金的被投资企业完全一致，且与投资人按比例投资，基金的业绩表现直接影响到员工跟投平台的收益	在跟投标的及跟投比例的选择上具有自由度，不一定需要与基金完全保持一致，单个项目的业绩表现将对员工跟投平台的收益产生较大影响
利益冲突	员工跟投平台投资基金一般仅需基金的普通合伙人同意即可，且一般不会涉及基金文件中约定的利益冲突	员工跟投平台的跟投可能涉及相关基金文件中约定的利益冲突，需根据相关条款履行相应流程，如经咨询委员会同意
投资成本	员工跟投平台仅需完成基金层面的交割，一般后续无需就基金投资和项目管理再签署文件、参与交割或进行税务处理等，但是其本身作为基金的投资人，一般需要承担基金层面除了管理费以外的其他各项费用	员工跟投平台需作为独立的投资主体参与每个项目的投资及后续管理，需要与基金共同承担投资成本
合规性风险	若员工非为与基金管理人建	因员工参与跟投存在资金聚

内容	基金跟投	项目跟投
	立劳动关系且由管理人缴纳社保的员工或中基协所登记的管理人高管，目前中基协审核口径要求该等员工在员工跟投平台层面的认缴出资（甚至实缴出资）不低于人民币100万元	集和投资运作，导致员工跟投平台不能当然被排除具有私募基金的属性
管理难度	员工无法直接处分被投资企业股权/股份，便于普通合伙人及管理人进行管理	通过员工跟投平台进行项目跟投，一般而言员工亦无法直接处分被投资企业股权/股份；但同时类似于管理平行投资载体，可能需要就员工跟投平台如何与基金共同投资具体的项目另行设计交易架构，包括如设立特殊目的实体等，并且需协调处理投资机会的分配、利益冲突的调整等
被投资企业接受程度	仅需接受基金投资	除接受基金投资外，如果未设立特殊目的实体，则被投资企业还需要单独接受员工跟投平台的投资，会相应增加与被投资企业的沟通成本，且部分被投资企业可能不接受员工跟投平台投资
其他投资人接受程度	由于员工跟投平台一般需要无差别地参与基金的每一项投资，其他投资人接受可能性更高	员工跟投平台按照项目进行跟投，可能会出现挑选项目的情况，导致利益冲突和信义义务瑕疵，其他投资人可能会提出异议

关于团队激励及跟投机制的文件，通常由计划方案与具体协议两部分组成。计划方案为相关机制的纲领性文件，原则性地约定了该管理人的团队激励及跟投机制的核心安排，并不需要员工进行签署。具体协议则是为实施计划方案由管理

人与相关员工分别签署的协议，具体约定了该员工获得奖励或参与跟投的具体条件以及行使权利的方法。在不违反计划方案原则性规定的前提下，管理人可根据员工的具体情况对不同的员工给与不同的激励和跟投安排。

第4节 PE/VC 基金的退出和清算

4.1 PE/VC 基金的项目退出

（1）项目退出现状

自 2015 年《政府工作报告》中首次提出实施“中国制造 2025”以来，以市场为导向，以企业为主体，强化创新驱动和政策激励始终是国务院工作部署的重点。以 PE/VC 为主导的社会资本不断加强对智能制造等相关领域的投资，通过资本引导产业升级，加速半导体、清洁技术、电子信息等高新技术产业发展，促进整个制造业向智能化、绿色化、创新型和服务型升级。

根据清科研究中心发布的《2019 年中国 VC/PE 项目退出收益研究报告》显示，截至 2018 年底市场整体退出内部收益率（“IRR”）中位数达到 23.4%。按不同投资领域的项目投资退出收益来看，互联网、电信及增值业务、教育与培训、IT、清洁技术、电子及光电设备、半导体以及消费升级等主要的新兴产业、先进制造业领域退出 IRR 高于市场整体水平。

（2）项目退出方式

就退出方式来看，PE/VC 机构目前主要通过境内外首次公开发行上市（“IPO”）、股权转让以及清算等方式进行项目退出。

就境内外 IPO 上市退出而言，随着市场多重因素的叠加，通过 IPO 上市为退出途径的不确定性在增加。关于境内上市退出，一方面，随着目前一级市场估值合理资产、优质可投项目的稀缺，导致市场整体收益下滑趋势明显；另一方面，以科创板为例，截至 2019 年 6 月末，有超过 600 家私募股权投资机构参与了相关企业申报科创板，参与资金超过 330 亿元，其中 PE/VC 的渗透率高达 93.5%¹²⁸，但由于科创板的监管机构审核流程、首发锁定期以及减持规则限制，大部分 PE/VC 投资机构自投资完成到 IPO 上市解禁退出将需要相当长的时间。

就转让退出而言，根据市场化程度不同，又可以分为市场化转让与非市场化转让。针对市场化转让，不同于 IPO 上市的要求高、成本高以及耗时长等特点，通过市场化的转让转让逐渐成为中早期项目退出的主流选择。而针对非市场化转让，在近年来以“三去一降一补”为核心的供给侧改革影响下，大量非市场化引导的项目也同样在进行资源整合，与市场化的转让退出相比，非市场化引导项目的

¹²⁸ 参见融中财经：《股权退出的秘密：IPO 已非首选，DPI 绝大部分在 1 以下》
<https://new.qq.com/omn/20191009/20191009A0B9FL00.html>

整体收益回报增长则相对有限。

就清算退出而言，大部分清算退出能够收回投资成本已经是较为理想的结果，如进入清算退出流程，就意味着优先偿还债权人，剩余资产才会分配给投资人，投资人的投资成本可能遭受全部或部分损失，且易导致市场对 PE/VC 机构的研判和投资能力的质疑。

（3）项目退出疏导政策

随着国内私募股权市场的不断扩大，近两年国内监管部门通过颁布多项政策疏通项目退出渠道，并由此反向引导股权市场增加对科技创新型企业的支持。从政策环境来看，主要利好于 IPO 上市以及并购退出渠道。

一方面，监管部门通过先后出台关于中国存托凭证（“CDR”）以及科创板的相关政策规定，推行注册制，放宽盈利能力要求（包括允许尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业上市），实施市场化发行定价，缩短审核周期，有条件接纳红筹企业进而降低拆除红筹架构的时间成本以及资金压力，允许“同股不同权”企业上市，推动上市政策改革。另一方面，通过密集发布并购重组政策，放宽募集配套资金用途限制，缩短 IPO 被否企业重组上市时间，简化信息披露提高并购重组效率，为并购重组政策松绑，提升退出回报收益，促进股权投资市场的资金回流。具体政策文件主要如下：

编号	文件名称	发文机关	发布时间	适用项目退出方式
1	《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》	证监会	2018年6月6日	IPO上市
2	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》	证监会	2019年3月1日	
3	《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》、《上海证券交易所科创板股票上市委员会管理办法》、《上海证券交易所科技创新咨询委员会工作规则》、《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》《上海证券交易所科创板股票上市规则》和《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》	上海证券交易所	2019年3月1日	
4	《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》	上海证券交易所	2019年3月3日	
5	《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答(二)》	上海证券交易所	2019年3月24日	
6	《上海证券交易所科创板股票发行	上海证券	2019年4	

编号	文件名称	发文机关	发布时间	适用项目退出方式
	《与承销业务指引》	交易所	月 16 日	
7	《关于修改〈上海证券交易所科创板股票上市规则〉的通知》	上海证券交易所	2019 年 4 月 30 日	
8	《上海证券交易所科创板首次公开发行股票发行与上市业务指南》	上海证券交易所	2019 年 6 月 21 日	
9	《科创板首次公开发行股票承销业务规范》	中证协	2019 年 5 月 31 日	
10	《关于发行股份购买资产发行价格调整机制的相关问题与解答》	证监会	2018 年 9 月 7 日	并购退出
11	《关于并购重组“小额快速”审核适用情形的相关问题与解答》	证监会	2018 年 10 月 8 日	
12	《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答(2018 年修订)》	证监会	2018 年 10 月 12 日	
13	《关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答》	证监会	2018 年 10 月 19 日	
14	《关于 IPO 被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题与解答(2018 年 10 月 19 日)》	证监会	2018 年 10 月 20 日	
15	《关于对参与上市公司并购重组纾解股权质押问题的私募基金提供备案“绿色通道”相关安排的通知》	中基协	2018 年 10 月 21 日	
16	《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》	证监会	2018 年 11 月 1 日	
17	《关于支持上市公司回购股份的意见》	证监会、财政部、国资委	2018 年 11 月 9 日	
18	《上市公司重大资产重组管理办法》	证监会	2019 年 10 月 18 日	
19	《上海证券交易所科创板上市公司重大资产重组审核规则》	上海证券交易所	2019 年 11 月 29 日	

4.2 PE/VC 基金投资人的退出和基金清算

(1) 投资人退出

就投资人项目退出，按照项目是否可以顺利退出可以划分为如下两种情况：

(i) 资产正常分配

当基金期限届满后，如基金管理人已从退出的项目中将基金财产全部变现，基金管理人可以在扣除相关税费、债务、费用后，通过现金分配的方式进行分配。如经基金管理人判断认为非现金分配更符合全体合伙人的利益，则可通过非现金方式进行分配；一般情况下，可以顺利分配的非现金资产为可公开交易的资产（例如上市公司股票）。

(ii) 资产无法正常分配

当基金期限届满后，如因被投资项目无法退出或者无法完成进行非现金资产变现或分配，则基金无法正常完成清算。如果无法取得投资人的一致同意，则基金管理人应与投资人协商进行二次清算，并及时在AMBERS系统中完成关于基金期限延长的信息披露。

(2) 基金清算

(i) 基金清算退出要求

根据《新备案须知》第二十八条：“基金合同应当明确约定基金合同终止、解除及基金清算的安排。对于协会不予备案的私募投资基金，管理人应当告知投资者，及时解除或终止基金合同，并对私募投资基金财产清算，保护投资者的合法权益。管理人在私募投资基金到期日起的3个月内仍未通过AMBERS系统完成私募投资基金的展期变更或提交清算申请的，在完成变更或提交清算申请之前，协会将暂停办理该管理人新的私募投资基金备案申请。”

上述规定明确对于中基协不予备案的私募基金产品以及已于中基协备案且即将到期的私募基金产品，其基金管理人负有及时清算义务。实践中，基金管理人对于不予备案的私募基金或已逾期基金的清算通常采用拖延战术，清算积极性不高，通过明确上述情况下基金管理人的清算义务，将极大促进管理人在投后管理以及基金清算工作中的投入，有利于维护投资人的合法权益。

(ii) 不同组织形式的清算退出对比

如前文所述，根据组织形式不同，私募基金可以分为契约型基金、合伙制基金及公司制基金三种不同类型。就不同类型的基金产品应根据其组织形式适用不同的法律规范进行调整，就不同组织形式的清算退出对比如下：

	契约型	合伙制	公司制
适用规则	《中华人民共和国合同法》（中华人民共和国主席令第15号，“《合同法》”） 《证券投资基金法》	《合伙企业法》	《公司法》 《中华人民共和国企业破产法》（中华人民共和国主席令第54号，“《破产法》”）

<p>解散触发条件</p>	<p>《证券投资基金法》 第八十条 有下列情形之一的，基金合同终止： （一）基金合同期限届满而未延期； （二）基金份额持有人大会决定终止； （三）基金管理人、基金托管人职责终止，在六个月内没有新基金管理人、新基金托管人承接； （四）基金合同约定的其他情形。</p>	<p>《合伙企业法》 第八十五条 合伙企业有下列情形之一的，应当解散： （一）合伙期限届满，合伙人决定不再经营； （二）合伙协议约定的解散事由出现； （三）全体合伙人决定解散； （四）合伙人已不具备法定人数满三十天； （五）合伙协议约定的合伙目的已经实现或者无法实现； （六）依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销； （七）法律、行政法规规定的其他原因。</p>	<p>《公司法》 第一百八十条 公司因下列原因解散： （一）公司章程规定的营业期限届满或者公司章程规定的其他解散事由出现； （二）股东会或者股东大会决议解散； （三）因公司合并或者分立需要解散； （四）依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销； （五）人民法院依照本法第一百八十二条的规定予以解散。</p>
	<p>在中基协 AMBERS 系统中列出基金清算原因如下：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 基金存续期满且决定不展期； 2. 基金展期协议期满，结束运作； 3. 基金存续期间，所有投资者全部赎回； 4. 已触发基金合同约定的清算事件（包括止损机制等），导致基金提前终止； 5. 依基金合同约定，基金合同当事人协商一致决定终止； 6. 份额持有人大会/股东大会/合伙人会议决议通过，决定终止； 7. 基金管理人依法解散，被依法撤销或者被依法宣告破产； 8. 基金管理人被依法取消私募基金管理人相关资质； 9. 托管人被依法解散，被依法撤销或者被依法宣告破产； 10. 托管人被取消基金托管资格；以及 11. 其他。 		

清算人	《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)》 私募基金财产清算小组成员由私募基金管理人和私募基金托管人组成。清算小组可以聘用必要的工作人员。	《合伙企业法》 第八十六条 合伙企业解散，应当由清算人进行清算。清算人由全体合伙人担任；经全体合伙人过半数同意，可以自合伙企业解散事由出现后十五日内指定一个或者数个合伙人，或者委托第三人，担任清算人。自合伙企业解散事由出现之日起十五日内未确定清算人的，合伙人或者其他利害关系人可以申请人民法院指定清算人。	《公司法》 第一百八十三条 有限责任公司的清算组由股东组成，股份有限公司的清算组由董事或者股东大会确定的人员组成。逾期不成立清算组进行清算的，债权人可以申请人民法院指定有关人员组成清算组进行清算。人民法院应当受理该申请，并及时组织清算组进行清算。
清算期限	无明确规定	无明确规定	无明确规定
工商注销	无需完成工商登记注销手续	需完成工商登记注销手续	需完成工商登记注销手续

(3) 基金清算流程

契约型基金、合伙制基金及公司制基金三种不同类型的私募基金的清算注销流程大致如下：

序号	步骤	契约型	合伙制	公司制
1.	发送基金到期清算通知	由基金管理人按照基金合同的规定，向基金份额持有人发送到期清算通知。	普通合伙人按照合伙协议的约定，向各合伙人在合伙协议约定的到期日前发送通知，通知内容为基金到期进入清算程序。	由基金管理人按照基金合同的规定，向基金投资人发送到期清算通知。
2.	确定清算人	私募基金财产清算小组成员由私募基金管理人和私募基金托管人组成。清算小组可以聘用必要的工	清算人可以由普通合伙人担任，除非代表实际出资额三分之二以上的合伙人决定由普通合伙人之外	根据公司章程确定清算组组成，有限责任公司的清算组由股东组成，股份有限公司的清算组由董事或

		作人员。	的人士担任（例如管理人）。如果普通合伙人根据第1步发送清算通知后各合伙人对于指定普通合伙人作为清算人没有异议则继续推进；如果出现异议需要视情况确定清算人。	者股东大会确定的人员组成。逾期不成立清算组进行清算的，债权人可以申请人民法院指定有关人员组成清算组进行清算。
3.	企业清算审批，办理清算批复（如需）	根据实际情况，确认是否需要与各自的金融主管机关确认是否需要报备或批准。		
4.	企业清算备案手续	/	清算人应当自被确定之日起十日内，根据基金注册地所在的地方工商局的要求将清算成员名单向企业登记机关备案，并按要求提交办理清算备案所需的书面材料。	
5.	通知债权人	/	由清算人在基金确定终止之日起十日内 ¹²⁹ 将解散事项通知债权人。	
6.	清算公告	/	根据地方市场监督管理局的要求，在指定报刊刊登清算公告。 ¹³⁰	
7.	债权申报、登记	/	债权人应当自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，向清算人申报其债权。债权人申报债权，应当说明债权的有关事项，并提供证明材料。清算人应当对债权进行登记。	
8.	制定清算方案，清理基金财产、开展清算审计	清算人在清理企业财产、编制资产负债表和财产清单后，应当制定清算方案，并进行清算审计，由会计师事务所出具清算审计报告。		
9.	制作清算结束报告	清算审计结束后，清算人应当制作清算结束报告。		
10.	完成中基协基金清算备案 ¹³¹	出具清算报告后，清算人需要在 AMBERS 系统中完成私募基金产品的清算备案，包括由管理人盖章并		

¹²⁹ 根据《合伙企业法》与《公司法》，对于合伙型与公司型基金的清算应当履行债权人申报的程序，清算组应当在成立之日起十日内将基金终止事项通知债权人，并于六十日内在报纸上公告。债权人应当自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，向清算组申报对基金的债权，基金应对债权进行登记。

¹³⁰ 根据我们的经验，目前已有多地市场监督管理局并不要求刊登清算公告。

¹³¹ 基金进入清算期，基金管理人仍应按照中基协的信息披露要求，履行季度更新和上传定期报告的义务，以避免基金管理人因未按要求进行产品更新或重大事项更新被纳入异常机构。

		上传清算承诺函，上传清算报告，按照 AMBERS 系统的模板更新投资者信息并填写基金清算情况表，并填写系统中的其他清算信息。	
11.	税务注销手续	/	根据基金所在地国税局、地税局的要求办理税务注销。
12.	办理其他注销手续	/	至财政局、统计局、外汇局等办理注销登记手续。
13.	关闭基金账户	至各开户银行办理银行账户注销手续。	
14.	办理中基协基金备案注销手续	在 AMBERS 系统中办理产品登记注销。	
15.	注销营业执照	/	自清算结束之日起 15 日内办理营业执照的注销登记。
16.	保存基金清算材料	基金管理人、基金托管人及基金销售机构应当妥善保存私募基金投资决策、交易和投资者适当性管理等方面的记录及其他相关资料，保存期限自基金清算终止之日起不得少于 10 年。	

第5节 中国私募证券投资基金监管主要法律问题

5.1 私募证券投资基金的组织形式

根据《证券投资基金法》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，目前私募证券投资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	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，并且需要办理工商变更登记备案	通常要求投资者按照公司章程约定转让股权或公司减资，并且需要办理工商变更登记备案
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，行使股东权利
利益绑定机制	基金管理人较少自行认购基金份额，如不持有基金份额，则缺乏相应的利益绑定	管理人通常作为普通合伙人，或通过关联方作为普通合伙人，普通合伙人一般会自行对基金出资，市场常见比例为基金募集规模的1%，以实现与基金的利益绑定	基金管理人如不作为公司股东，则无需对公司出资，缺乏相应的利益绑定

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是企业所得税的纳税主体	公司为企业所得税的纳税主体
----	---	--------------------------------	---------------

根据中基协于2019年1月29日发布的《中国私募证券投资基金行业年度发展报告（2017）》（“《中基协年度报告（2017）》”）¹³²，截至2017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	29387	97.04%	15981.22	93.01%
合伙制	857	2.83%	1110.15	6.46%
公司制	33	0.11%	86.40	0.50%

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投资特点和发展历程不无关系。中国公募证券投资基金以及私募证券投资基金所依托的标准化金融产品，例如信托计划、资管计划等也是广义的契约型基金。私募证券投资基金投向公开证券市场，选择这类底层标的投资者看重投资的流动性，而管理人对于这类载体的投资者变动的便利性、设立及运营成本要求也比较高，因此契约型基金成为广泛考虑的形式。非标准化金融产品形式的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。

5.2 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《证券投资基金法》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机制及纠纷解决机制的，可以不进行基金托管。但需要注意的是，根据《新备案须知》的规定：“契约型私募投资基金应当由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管，基金合同约定设置能够切实履行安全保管基金财产职责的基金份额持有人大会日常机构或

¹³² 请参见中国私募证券投资基金行业年度发展报告（2017），网址：<http://www.amac.org.cn/tjsj/sjbg/393792.shtml>，下同。

基金受托人委员会等制度安排的除外。”正如前述数据所示，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，故私募证券投资基金应当重视“托管”这一问题。我们理解，除契约型私募证券投资基金设置相应机构或做了相应制度安排外，契约型私募证券投资基金应当进行托管。我们注意到中基协确已在 AMBERS 系统中添加了相应的设置：契约型私募基金在备案时，如果选择“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由具有托管资格的基金托管人进行托管”。

此外，虽然中基协未对其他组织形式的私募证券投资基金的托管进行明确，但由于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利益仍有着重要的意义，实践中进行托管的私募证券投资基金占多数。

5.3 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”。

需要注意的是，依据《资管新规》的规定，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，虽然就私募基金产品是否适用《资管新规》仍存在一定的不确定性。但我们理解，《资管新规》中的要求对于私募证券投资基金仍具有重要的指导意义，有极大的参考价值。总体而言，我们理解私募基金的投资运营过程中，应当参考《资管新规》中相关规定，同时，私募证券投资基金的投资运作还应根据《暂行规定》的规定，满足一系列要求和规定，相关核心内容简要概括如下：

5.3.1 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 ¹³³
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产比例不低于80%的结构化资产管理计划	1倍
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。

就杠杆与分级限制，在《资管新规》也有所体现：

首先，《资管新规》第二十条规定“资产管理产品应当设定负债比例（总资

¹³³ 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。

产/净资产)上限,同类产品适用统一的负债比例上限。每支开放式公募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%,每支封闭式公募产品、每支私募产品的总资产不得超过该产品净资产的200%。计算单支产品的总资产时应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理产品的总资产。金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资,放大杠杆。”就负债杠杆设定了上限。

此外,《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。”对产品分级同样施以了较为严格的限制。

自后,依据《资管新规》第二十二条的规定:“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。”可知《资管新规》通过对“多层嵌套”与“通道”的限制从而实现了对“杠杆”的监管,打击不合规的套利行为。

5.3.2 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。

《资管新规》第十五条第一款明确规定“金融机构应当做到每支资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算,不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。”《暂行规定》同样也有类似的规定,主要体现为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。

5.3.3 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。

5.4 外资私募证券投资基金管理人

5.4.1 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，境外机构没有在国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）》（“《问答十》”），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。值得注意的是，发改委、商务部于2019年6月30日发布的《负面清单》也明确将于2021年取消证券投资基金管理公司的外资股比限制，而国务院金融稳定发展委员会办公室对外发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，将原定于2021年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到2020年。待证券投资基金管理公司的外资股比限制全面放开后，中基协能否进一步放宽本身已经适用特殊待遇的外资私募证券投资基金管理人的监管要求，我们将持续关注。

5.4.2 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¹³⁴，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

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

¹³⁴ 目前，证监会已与 65 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、卢森堡、塞浦路斯、乌克兰、立陶宛、耿西岛、白俄罗斯、文莱、泽西、马恩岛、波兰、哈萨克斯坦、阿塞拜疆、俄罗斯、阿布扎比、智利、希腊、开曼、柬埔寨、伊朗。

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2019年10月，在中基协登记的外商独资私募证券投资基金管理人共25家，其中有22家系于《问答十》发布之后完成登记的（详见下表统计）。外资私募证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.	腾胜投资管理（上海）有限公司	Two Sigma Asia Pacific, Ltd	2019-09-11	无
2.	野村投资管理（上海）有限公司	野村资产管理株式会社	2019-06-20	无
3.	霸菱投资管理（上海）有限公司	Baring Asset Management (Asia) Limited	2019-06-20	无
4.	德劭投资管理（上海）有限公司	德劭（亚太）有限公司	2019-04-11	德劭锐哲中国私募证券投资基金
5.	安联寰通资产管理（上海）有限公司	安联环球投资亚太有限公司	2019-03-25	安联多资产机遇一号证券投资私募基金
6.	联博汇智（上海）投资管理有限公司	ALLIANCEBERNS TEIN HONG KONG LIMITED（联博香港有限公司）	2019-03-01	联博中国 A 股私募基金一号
7.	未来益财投资管理（上海）有限公司	未来资产环球投资有限公司	2018-11-14	未来益财稳健成长多策略一号私募证券投资基金
8.	瀚亚投资管理（上海）有限公司	瀚亚投资（香港）有限公司	2018-10-16	瀚亚投资私募证券投资基金一号

编号	管理人名称	隶属境外机构	登记时间	已发行基金产品
9.	毕盛（上海）投资管理 有限公司	APS Asset Management Pte Ltd	2018-07-17	毕盛狮惠私募证券 投资基金
				毕盛狮盈私募证券 投资基金
				毕盛狮远私募证券 投资基金
10.	桥水（中国）投资管理 有限公司	Bridge Water Associates, LP.	2018-06-29	桥水全天候中国私 募投资基金一号
11.	元胜投资管 理 （上海）有限 公司	Winton Capital Asia Limited	2018-06-29	元盛中国多元化一 号私募基金
				元盛中国多元化金 选一号私募基金
				元盛中国多元化金 选二号私募基金
				元盛中国多元化金 选五号私募基金
				元盛中国多元化金 选三号私募基金
				元盛中国多元化二 号私募证券投资基 金
12.	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
				安中馨混合2号私募 证券投资基金
				安中馨混合3号私募 证券投资基金
				安中馨混合11号私 募证券投资基金
	贝莱德投资	BlackRock Asset		贝莱德中国 A 股机

编号	管理人名称	隶属境外机构	登记时间	已发行基金产品
13.	管理（上海）有限公司	Management North Asia Limited	2017-12-25	遇私募基金 1 期
				贝莱德中国 A 股机遇私募基金 6 期
				贝莱德中国 A 股机遇私募证券投资基金 2 期
14.	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
				施罗德中国股票优选一号私募基金
				施罗德中国宏观债券一号私募基金
				施罗德中国信用债券一号私募基金
				施罗德中国多元动态配置一号 FOF 私募证券投资基金
施罗德中国多元收益一号 FOF 私募证券投资基金				
15.	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
				安本标准增强核心债券一号证券投资基金
16.	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
				惠理中国鸿信 1 号私募证券投资基金

编号	管理人名称	隶属境外机构	登记时间	已发行基金产品
				惠理中国金钰1号私募证券投资基金
				惠理中国睿莹私募证券投资基金
				惠理中国星享私募证券投资基金
				惠理中国新时代优选1号私募投资基金
17.	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
18.	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
				路博迈量化灵活智选1号私募证券投资基金
				路博迈债券2号私募证券投资基金
				路博迈量化动态优选1号私募证券投资基金
19.	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
				东方赢家富敦成长私募证券投资基金
20.	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
	富达利泰投	Fil Investment		富达中国股票一号

编号	管理人名称	隶属境外机构	登记时间	已发行基金产品
21.	资管理（上海）有限公司	Management (Hong Kong) Limited	2017-01-03	私募基金
				富达中国债券盈收一号私募基金
				富达中国债券优选一号私募基金
				富达中国债券一号私募基金
22.	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
				瑞银中国均衡多元资产私募证券投资基金一号
				瑞银中国瑞享债券策略三号私募证券投资基金
				瑞银中国灵活策略债券私募基金一号
				瑞银中国裕丰债券策略一号私募证券投资基金
				瑞银中国 A&Q 多元策略 FOF 私募证券投资基金一号
23.	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
24.	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

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
25.	澳投（杭州）企业管理有限公司	杭州裕翔投资管理有限公司	2014-05-26	诺德澳投博睿一号资产管理计划

5.4.3 外资私募证券投资基金管理人的资金募集新动向

根据《问答十》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。但就2019年7月以来，先是在中国各自由贸易试验区¹³⁵出台了各自贸区外汇管理改革试点实施细则，释明外商投资企业外汇资本金股权投资的规则，允许区内非投资性外商投资企业在真实、合规的前提下，可按实际投资规模将资本项目外汇收入或结汇所得人民币资金依法用于境内股权投资。国家外汇管理局于2019年10月25日发布外汇28号文，依据外汇28号文的规定，只要非投资性外商投资企业不违反现行外商投资准入特别管理措施（主要指负面清单），并且其中国境内的投资项目符合真实性、合规性的要求，即可以将外汇资本金用于境内股权投资。外汇28号文的出台标志着非投资性外商投资企业外汇资本金境内股权投资限制被正式取消。

除以自有资金及在境内募集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

¹³⁵ 包括中国(上海)自由贸易试验区、中国(天津)自由贸易试验区、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(福建)自由贸易试验区、中国(湖北)自由贸易试验区、中国(重庆)自由贸易试验区等。

资管理办法》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《证券投资基金法》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，我们理解就依据上述规定，QFII/RQFII尚未被明确允许投资于私募证券投资基金。

但是值得注意的是，2019年以来开放QFII/RQFII投资私募证券投资基金已取得重大进展，证监会于2019年1月31日就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则公开征求意见，依据该征求意见稿，QFII/RQFII将可以投资私募证券投资基金并且可以委托与其存在关联关系的境内私募证券投资基金管理人提供投资建议服务。

2019年9月10日，外汇局发布消息，经国务院批准，外汇局决定取消QFII和RQFII投资额度限制，RQFII试点国家和地区限制也一并取消，10月25日，在外汇局前三季度外汇收支形势新闻发布会上，外汇局相关新闻发言人表示，取消QFII和RQFII额度限制后，境外投资者参与境内金融市场投资便利化程度会大幅度提升，中国债券市场和股票市场也会因此被更广泛的国际市场接受，这一措施有利于吸引更多国际资本投资中国资本市场。2019年12月13日，中国人民银行与外汇局发布了《境外机构投资者境内证券投资资金管理规定（征求意见稿）》，向社会公开征求意见，本次征求意见稿是2019年9月10日外汇局宣布取消QFII和RQFII投资额度限制后发布的配套规则。本次征求意见稿通过合并QFII/RQFII的资金管理规定、明确本外币一体化管理、便利投资收益汇出等一系列措施为境外机构投资者参与境内证券市场提供了更多便利。

第6节 中国私募基金的税务问题

6.1 税务筹划

6.1.1 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稳定，税务筹划的空间相对更灵活，而缺乏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），该等收入的税务立场并不清晰。以美国为例，自2006年起，国会议员不时提出立法议案以试图将普通合伙人的超额收益分成定性为非资本利得的一般性收入。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”收入而进行增值税纳税申报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。而在政策不明确的情况下，进行架构和文档的优化可能产生显著的效果。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。

私募基金税务考量的一个重要因素是保证税收中性，也就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。

对于公司制机构投资者而言，分两种情况进行讨论。其一为基金的股权处置收益：如公司制机构投资者作为有限合伙人投资于合伙制基金，则对于合伙制基金处置股权获得的退出收益，一般需要就其投资成本的增值部分缴纳企业所得税（但采用单一项目核算还是整体核算实践操作中会有不同）；如其作为股东投资于公司制基金，则公司制基金本身应当就其处置股权的溢价缴纳企业所得税，之后公司制基金以股息形式向股东进行分配时，股东可以基于《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》”）第二十六条的规定免于就该等收入重复缴纳企业所得税。其二为从被投资企业取得的股息红利：就合伙制基金向公司制机构投资者分配的从被投资企业取得的股息红利收入是否属于《企业所得税法》下免税的居民企业之间的股息红利，目前实践中仍存在一定争议¹³⁶。如果公司制机构投资者自身需要就股息红利缴纳企业所得税，考虑到该等股息红利来源于合伙制基金所投资企业（通常为有限责任公司或股份有限公司形式）的利润，而被投资企业已就其缴纳过企业所得税，因此会产生双重征税的问题；而如果是公司制基金分配该等来自于被投资企业股息红利的利润则因前述《企业所得税法》第二十六条的规定有机会避免被双重征税。

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），考虑到其对税负的敏感性，基金组织形式的选择和架构设计显得尤为重要。对于以合伙形式存续的基金来说，其个人投资人的税务立场，早先是由《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〉》（财税[2000]第91号）决定的。根据该文件，投资者个人的生产经营所得，比照个人所得税法的“个体工商户的生产经营所得”应税项目，适用5%~35%的五级超

¹³⁶ 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。实操层面可能存在较大的难度。

额累进税率，计算征收个人所得税。此后，《国家税务总局关于〈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〉执行口径的通知》（财税[2001]第84号，“84号文”）进一步规定，个人独资企业和合伙企业对外投资分回的利息或者股息、红利，不并入企业的收入，而应单独作为投资者个人取得的利息、股息、红利所得，按“利息、股息、红利所得”应税项目计算缴纳个人所得税，适用20%的单一税率。基于这两个文件，合伙制基金的自然人投资人股息红利所得适用20%税率，而其他所得（包括项目退出收益）适用5%-35%的超额累进税率是相对清晰的。

然而，为了吸引投资、创造税源，很多地方政府陆续出台了一些优惠政策（关于地方优惠政策，后续章节6.1.2有更多讨论）。其中若干地方的政策就包括对项目退出收益也参照84号文股息红利的税务处理，允许其适用20%的税率。但作为最高税收征管机关的国家税务总局，从未认可这一地方性处理。实操层面也就产生了很多复杂而不确定的情形。

从2018年开始，各地税务稽查部门开始大范围的针对已经享受或正在享受上述地方政策的基金（包括其他有限合伙）进行税务检查，要求按照5%-35%的税率对项目退出收益补税，引发了业界一定程度的担忧和顾虑。

值得关注的是，在2018年下半年，新修订的个人所得税法（中华人民共和国主席令第9号）及其实施条例（中华人民共和国国务院令第707号）出台。该实施条例明确规定，合伙企业的个人合伙人来源于境内注册的个人独资企业、合伙企业生产、经营的所得，属于经营所得的范畴，应适用5%-35%的超额累进税率。换言之，在没有更优惠的税收政策出台的情况下，合伙制基金的自然人合伙人的项目退出投资收益，只能适用5%-35%的超额累进税率，而非20%的单一税率。

2019年年初，为了保障创投企业的利益和长期发展，财政部、税务总局等部委出台了《关于创业投资企业个人合伙人所得税政策问题的通知》（财税[2019]8号）。该文件对符合条件的创业投资企业个人合伙人提供了更优惠的税务立场（下文6.2.4的“创投税收政策”对此有更多讨论），一定程度上降低了业界的担忧。但是非创投的私募基金是否能享受类似政策，还有待于对征管层面的进一步关注。

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），有限合伙型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。PE/VC机构在选择是否采用合伙企业形式设立私募基金以及选择基金的设立地时，需要有更深入的考虑和比较；在基金存续期间，也需要根据政策的变化及时作出调整，以实现最优的税务立场。

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，实操层面存在一定程度的少缴税款情形。尽管如此，由于契约型基金本身缺乏法律主体的性质可能对底层投资存在负面影响，因此在PE/VC基金的选择适用上存在一定局限性。

6.1.2 地方优惠扶持

中国国内各地政府为了更好地开拓税源、吸引优质私募基金落户，纷纷出台各地税收优惠政策。热门地区包括浙江、江苏、江西、广东、天津及部分中西部地区等，不过随着近年来不断有地区的政策发生变化，包括很多原先热门地区不再允许设立投资管理类或投资类企业（或设立门槛变得很高），因此可以选择的税收优惠政策越发有限。对于仍然允许设立私募基金及其管理机构的地区，一般在通过地方政府的背景审查并满足一定条件后（例如注册资本、实缴资本要求等），相关实体即可申请相关优惠政策。扶持的内容主要包括税收减免¹³⁷或返还、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给与一定减免（例如前两年免交，后三年减半征收，俗称“两免三减半”）按照一定比例返还给纳税主体，作为税收优惠政策的重要考量因素。考虑到各地政策有差异，执行过程中也存在变数，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，不仅可能当初给予的优惠政策无法兑现，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地，避免给后续运营造成负面影响。

6.2 私募基金税收关注热点

6.2.1 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¹³⁸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为各自的增值税应税业务而需缴纳增值税，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

¹³⁷ 从立法权限上看，地方政府并无制定或修改合伙企业个税政策的立法权；其越权行为也导致了政策执行的不确定性，主要体现在税务机关，尤其是税务稽查机关，往往不认可地方政府的立场，对纳税人进行挑战，并最终导致额外的税负产生。

¹³⁸ 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）。

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为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¹³⁹明确，资管产品（包括金融机构管理的资管产品、以及私募基金）运营过程中发生的增值税应税行为，以资管产品管理人（包括私募基金管理人）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，我们理解该等规定主要适用于契约型的私募基金，因为合伙制和公司制基金本身就可以作为增值税纳税人，其与规定中提及的各类没有实体形式的资管产品（如资管计划、信托计划、采用契约形式的公募基金、保险资管类产品）存在本质不同，要求基金管理人作为基金的增值税纳税人缺乏合理性，也与商业逻辑相悖。

不过，增值税对于资管产品和私募基金收益的影响是显而易见的，对于这一点，中基协会会长洪磊在2019年5月的第二十一届中国风险投资论坛上建议“加快研究推进《增值税法》，在基金产品层面取消增值税”，其认为在基金资产交易环节征收增值税，一方面加大了基金收益的不确定性，另一方面使得管理人出于避税需要将基金财产过多地投资于各类收益权，增加了市场欺诈的可能性，投资人利益难以得到切实有效的保护。

6.2.2 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¹⁴⁰，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

¹³⁹ 包括《关于明确金融、房地产开发、教育辅助服务等增值税政策的通知》（财税[2016]140号）、《关于资管产品增值税政策有关问题的补充通知》（财税[2017]2号）、《关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税[2017]56号）。

¹⁴⁰ 国家税务总局“12366 纳税服务平台”上公示的针对该等问题的答复显示，包括江苏（<https://12366.chinatax.gov.cn/nszx/online/message/detail?id=0145f2578a334535a2a396506e48ae0b>）、浙江（<https://12366.chinatax.gov.cn/nszx/online/message/detail?id=8d522718477d40db839f27fd68315ed0>）、湖北（<https://12366.chinatax.gov.cn/nszx/online/message/detail?id=92ea5f4fd8bb459dab93d5eef50179b1>）、西藏（<https://12366.chinatax.gov.cn/nszx/online/message/detail?id=ed89c30a30c44e678302a46bf0e7897b>）等地税务局均表示过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。

当地的执行口径。

6.2.3 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（Carried Interest）¹⁴¹。根据中国和境外合伙人成立地地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10%，税收协定另有规定除外）仍待进一步明确。实操层面，如果该合伙人参与了中国境内合伙企业的生产经营，则有可能被认为是在中国境内存在机构、场所，并按常设机构进行管理，对其应税所得缴纳25%的企业所得税。

6.2.4 创投税收政策

2019年1月，财政部和国家税务总局联合发改委、证监会发布了《关于创业投资企业个人合伙人所得税政策问题的通知》（财税[2019]8号），针对合伙型的创业投资基金¹⁴²的个人所得税确立了“按单一投资基金核算”和“按年度所得整体核算”两种核算方式：（1）选择按单一投资基金核算的合伙企业，其个人合伙人获得的股权转让所得和股息红利所得均按20%缴纳个人所得税，但计算单个投资项目股权转让所得时，可以扣除的成本仅包括该项目的股权原值和转让环节的合理费用，管理费等基金费用无法作为成本在计算个人所得税时扣除，且合伙企业只能将其在一个纳税年度内的不同投资项目之间的所得和损失相互抵减，抵减后

¹⁴¹ 据我们的了解，确有 QFLP 基金收益分配在若干地方获得当地税务部门按照 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。

¹⁴² 包括根据发改委《创业投资企业管理暂行办法》在发改委备案的创业投资企业和根据证监会《私募投资基金监督管理暂行办法》在基金业协会备案的私募创业投资基金。

为亏损的，该等亏损不能结转至下一纳税年度，另外源于投资项目分配的股息红利收入则需要全额计算，不能抵减股权转让的损失；（2）选择按年度所得整体核算的合伙企业，其个人合伙人获得的股权转让所得和股息红利所得均按照“经营所得”的5%-35%超额累进税率缴纳个人所得税，计算应税所得时将合伙企业每一纳税年度的收入总额减去成本、费用和损失，且年度核算亏损的，亏损可以向后年度结转。两种核算方式由于在适用税率和应税所得基数计算上各有优劣，因此创业投资类私募基金在选择核算方式时，还应结合基金自身的费用成本、投资项目的收益和退出时间等因素，综合考虑拟采用的核算方式以最大程度优化其自然人投资人的税负。需要注意的是，合伙企业选择按单一投资基金核算的，需要在当年1月31日前向主管税务机关备案，否则视同选择按年度所得整体核算，合伙企业选择任何一种核算方式后，3年内不能变更。与原先部分地区针对所有性质的收入统一按“先分后税”和20%的税率征收合伙企业个人合伙人的个人所得税相比，该通知下的两种合伙企业个人合伙人所得税核算方式会给合伙型私募基金的个人投资人带来更高税负成本。

此外，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，其中进一步明确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。2018年12月修订的《企业所得税法》和2019年4月修订的《企业所得税法实施条例》则继续完整保留了前述规定。

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¹⁴³、中关村国家自主创新示范区¹⁴⁴的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

¹⁴³ 《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。

¹⁴⁴ 《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。

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。随后根据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¹⁴⁵的投资符合条件的种子期、初创期科技型企业，可以在持有该企业股权满2年（24个月）起的当年按照投资额的70%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。38号文在《企业所得税法》及其实施条例基础上进一步定义了初创科技型企业、创业投资企业、天使投资人需要满足的条件，同时也将合伙制创业投资企业如何享受该等特殊税收优惠做了具体规定，即法人合伙人可以按照对初创科技型企业投资额的70%抵扣法人合伙人从合伙创投企业分得的所得，个人合伙人可以按照对初创科技型企业投资额的70%抵扣个人合伙人从合伙创投企业分得的经营所得。同时作为38号文的配套，国家税务总局和证监会分别出台了《国家税务总局关于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20号），“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”，对政策执行口径、管理事项和管理要求等内容作了明确，从实缴资本、存续期限、管理团队等方面提出享受税收优惠政策的创业基金需要符合的条件¹⁴⁶，并明确创投企业年度申报享受税收优惠时如何从证监会获得符合创业投资企业条件的年度证明材料。

¹⁴⁵ 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区域和苏州工业园区。

¹⁴⁶ 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；

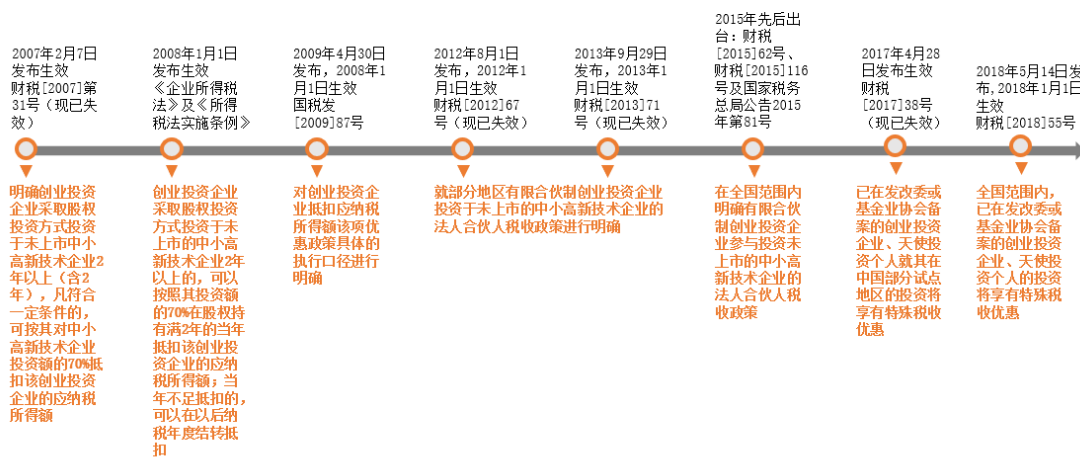
（3）创业投资基金管理团队有至少 3 名具备 2 年以上创业投资或者相关业务经验的人员负责投资管理运作；

（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。

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）¹⁴⁷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）和证监会的“私募基金监管问答 - 关于享受税收试点政策的创业投资基金标准及申请流程”也分别替代了原先的20号公告和私募基金监管问答。



6.2.5 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“**AEOI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。AEOI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AEOI标准，因此其又被称作世界版的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AEOI标准的重要组成部分，统一报告标准（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

¹⁴⁷ 《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。

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。信息交换本身并不意味着纳税义务的产生，但是税务机关可能根据交换获得的信息作出纳税判定和并履行后续征管程序。

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投资基金、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，并报送国家税务总局。

根据《管理办法》的规定，原则上¹⁴⁸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，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有限合伙人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。

¹⁴⁸ 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。

第三章 中国特别类型私募基金介绍

第1节 私募 FOF 基金

1.1 私募 FOF 基金的定义及类型概述

私募基金中的基金（Private Equity Fund of Funds, PE-FOF）（“**私募 FOF 基金**”）也叫做私募母基金，是一类特殊的组合投资基金类型。不同于一般私募基金直接以股票、债券、股权等作为主要投资对象，私募 FOF 基金主要以其他私募基金（“**子基金**”）作为投资对象，通过子基金间接投资于股票、债券、股权等，但同时私募 FOF 基金也可自行进行直接投资。

中国现行法规中对于私募 FOF 基金并无专门定义，亦未对其设立、管理和运营制定专门的法规，但针对政府出资产业投资基金相继颁布的一系列规章对作为私募 FOF 基金重要类型之一的政府引导基金的运作和管理进行了一定程度上的规制，如《政府出资产业投资基金管理暂行办法》《政府出资产业投资基金信用信息登记指引（试行）》《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》等。中基协所发布的《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”说明》（“《**类型说明**》”）则依据投资标的的不同将私募 FOF 基金分为私募证券类 FOF 基金¹⁴⁹、创业投资类 FOF 基金¹⁵⁰、私募股权投资类 FOF 基金¹⁵¹、其他私募投资类 FOF 基金¹⁵²，并分别对其进行了定义，但《类型说明》仅为中基协 AMBERS 系统的填报参考文件之一，并不属于法规范畴。

目前，中国境内的私募 FOF 基金主要分为政府引导基金和市场化 FOF 基金两类，其中，政府引导基金占绝大多数。截至 2019 年 6 月 30 日，母基金研究中心所统计的 323 支中国母基金中，政府引导基金有 249 支，总管理规模达到 18,335 亿元人民币，较 2018 年底统计的在管规模增长了 8.36%；市场化 FOF 基金有 74 支，总管理规模达 5,163 亿元人民币，较 2018 年底统计的在管规模增长了 13.72%。

¹⁵³

1.2 私募 FOF 基金的整体优势及特点

与一般私募基金相比，私募 FOF 基金的整体优势及特点可从投资人、其自

¹⁴⁹ 私募证券类 FOF 基金主要投向证券类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金。

¹⁵⁰ 创业投资类 FOF 基金主要投向创投类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金。

¹⁵¹ 私募股权投资类 FOF 基金主要投向股权类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金。

¹⁵² 其他私募投资类 FOF 基金主要投向其他类私募基金、信托计划、券商资管、基金专户等资产管理计划的私募基金。

¹⁵³ 统计数据来源于《2019 年上半年中国母基金全景报告》，请参见：http://www.china-fof.com/index.php/Home/Index/articleDetail/article_id/2147/article_type/2。

身管理人以及子基金三个层面分别体现。

首先，对于私募 FOF 基金的投资者而言，私募 FOF 基金的优势和特点主要体现在以下几个方面：

（1）分散投资风险。由于私募 FOF 基金的主要投资标的是子基金，将资产分散投资于多支子基金相当于对投资单个基金的特定风险进行了再次分散，可以有效降低投资于单个基金所带来的管理人以及底层投资标的方面的风险。此外，由于子基金的多样性以及私募 FOF 基金自身投资方式的可选择性（子基金投资和直接投资），使得私募 FOF 基金的资产配置形式更为灵活有效，从而达到降低投资风险的目的。虽然这种将鸡蛋分散放在更多篮子里的投资方式一定程度上降低了极高投资回报发生的可能性，但在投资市场大环境欠佳的情况下，由此换来的安全感可能更获投资者青睐；

（2）降低投资门槛。虽然法定的私募基金合格投资者门槛投资金额并不算高，但实践中出于管理和投资等各方面因素的考虑，不少私募基金会设置远高于法定要求的门槛投资金额，尤其是管理团队资质较好或投资标的质量较高的基金，这一现实情况较大限制了中小型投资人的投资。而私募 FOF 基金则给前述中小型投资人提供了一种特殊途径，通过私募 FOF 基金的形式将若干中小投资者（例如自然人投资人）的资金集结，再投资于子基金中，使这些投资者有机会参与到一般情况下较难进入的子基金中。

其次，对于私募 FOF 基金自身的管理团队而言，私募 FOF 基金的优势和特点主要体现在以下几个方面：

（1）专业化管理要求。私募 FOF 基金自身规模、投资对象以及投资方式等方面的特点一方面对其管理团队提出了较高的要求，另一方面也较容易吸引高素质人才加入其管理团队，因此私募 FOF 基金的管理团队一般专业化程度较高；

（2）高效获取底层标的资源。通过投资子基金，私募 FOF 基金的管理团队可以实现在控制成本的前提下尽可能快地获取更多直投项目资源，这一方面有利于私募 FOF 基金通过跟投等方式进行直投，另一方面有利于管理团队自行发展直投业务。

最后，对于子基金而言，私募 FOF 基金的优势和特点主要体现在以下几个方面：

（1）资金重要来源。资金的相对雄厚、稳定和持续以及其在基金运营管理方面的专业性都使得子基金更愿意接受私募 FOF 基金的投资，并与其建立长期合作关系。但另一方面，由于私募 FOF 基金自身管理的需要且境内私募 FOF 基金以政府引导基金为主，其在对子基金进行投资时通常会提出诸多要求或限制，

在一定程度上增加了子基金募资谈判和后续基金管理的难度¹⁵⁴；

（2）严格监督规范。如上所述，私募 FOF 基金在对子基金提出的诸多要求或限制会增加子基金后续管理的难度，但另一方面也实现了对子基金管理团队的监督，有利于子基金的更加规范化运营，进而更为有效地保护各投资人的利益；

（3）促进后续募资。若私募 FOF 基金，尤其是市场上具备一定影响的私募 FOF 基金较早参与交割进入子基金，则一定程度上可以增加子基金对后续潜在投资人的吸引力，有利于子基金后续募资工作的开展。

1.3 私募 FOF 基金的管理运作特点及监管要求

在实际管理运作以及条款设置方面，与一般私募基金相比，私募 FOF 基金也存在其特别之处。

首先，因为私募 FOF 基金自身基金合同对于其管理运作已有较为详细的约定，所以在投资子基金时，需要特别注意确认子基金就以下方面的约定是否与私募 FOF 基金相匹配：

（1）期限。若子基金的存续期限到期日可能晚于私募 FOF 基金，则需要考虑合理设置私募 FOF 基金的期限延长或提前退出机制。但根据《新备案须知》的规定，除因分红、退出投资项目减资、对违约投资者除名或替换以及基金份额转让等原因外，私募股权投资基金和私募资产配置基金备案完成后不得开放赎回（退出）；

（2）出资进度安排。由于不同子基金的出资进度安排各不相同，若该等出资时间要求不能与私募 FOF 基金自身的出资进度安排合理匹配的话，很容易造成私募 FOF 基金在子基金层面的出资违约，从而需要承担相应违约责任；

（3）投资限制。若私募 FOF 基金自身存在特定的投资限制，则需要注意子基金的对外投资是否会导致私募 FOF 基金违反自身投资限制；

（4）信息披露。需要确保子基金对于私募 FOF 基金披露的信息能够满足私募 FOF 基金对于其自身投资人的信息披露义务；

（5）保密义务豁免。因为私募 FOF 基金对其自身投资人负有信息披露义务，需要确保子基金的保密条款不限制私募 FOF 基金向其自身投资人披露子基金的相关信息。

其次，管理费和绩效收益设置。因为原则上子基金和私募 FOF 基金层面会分别设置管理费和绩效收益条款，所以就投资人对私募 FOF 基金的投资而言，

¹⁵⁴ 关于市场化 GP 接受政府引导基金投资时相关问题的探讨，请参见汉坤法律评述《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>

实质承担了两笔管理费和绩效收益。因此，一般情况下，私募 FOF 基金的管理费率或基数以及绩效收益比例会比一般私募基金低，从而一定程度上减轻投资人的成本负担。

最后，违约责任穿透。为免因私募 FOF 基金自身个别投资人的违约（主要为出资违约）导致私募 FOF 基金在子基金层面违约而被整体追责，私募 FOF 基金通常会要求其在子基金层面的违约责任可穿透至其自身的违约投资人，而不影响私募 FOF 基金自身的其他守约投资人的利益。

此外，监管层面，《资管新规》中关于“多层嵌套”、“期限匹配”等规定对私募 FOF 基金可能造成的影响引起了广泛关注和讨论。具体请见本《蓝皮书》第一章第 2.2.5 节《资管新规》对私募基金的适用及相关配套规则部分的评述。

第2节 资产配置型基金

实践中较为常见的私募基金管理人主要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、其他私募基金管理人三类。对于上述三类私募基金管理人而言，在中基协完成管理人登记后，只能备案与其业务类型相符的私募基金，而不可管理与业务类型不符的私募基金，也不可以兼营多种类型的私募基金管理业务。同时，就相对应的私募基金也仅可主要¹⁵⁵投资于某一特定类别的底层资产。随着我国对金融服务实体经济的需求愈发迫切，私募基金投资者对跨类别配置投资的现实需求越为显著，为此中基协增设了第四种类型，即“资产配置型基金管理人”及相应的“资产配置型基金”。资产配置类私募基金管理人推出之后，私募基金管理人可以管理的产品类型将更加多元化，并进而实现跨越多种底层资产类别的投资。

2.1 资产配置型管理人问世

2017年7月14日-15日，第五次全国金融工作会议重点围绕“金融服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”进行讨论并作出重大部署。同年12月19日，中基协党委委员、副会长张小艾在“中国资本市场IRM高峰论坛”上表示，中基协正组织私募基金行业各方抓紧研究设置“资产配置类私募投资基金管理人”的机构类型和产品类型，以满足专业私募基金投资者对所投私募基金配置大类资产的现实需求¹⁵⁶。

2018年8月29日，中基协发布了《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，可以向中基协申请成为“私募资产配置基

¹⁵⁵ 目前法律法规或行业自律规范均没有对“主要”作出明确定义。根据中基协《有关私募投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》，私募基金以其所投资的某一类资产比例高于 80% 作为确定该私募基金类型的标准，该比例具有一定参考意义。

¹⁵⁶ 请参见中基协官方微信公众账号《回归本源 恪守本质 促进私募基金可持续发展》，2017 年 12 月 19 日。

金管理人”¹⁵⁷。至此，“私募资产配置基金管理人”正式问世，成为第四类私募基金管理人类型。

2.2 资产配置型基金的法律规定

私募资产配置基金应当主要采用基金中基金的投资方式进行证券、股权等跨类别资产配置投资，80%以上的已投基金资产应当投资于已备案的私募基金、公募基金或者其他依法设立的资产管理产品¹⁵⁸。就私募资产配置基金管理人的登记要求以及私募资产配置基金的备案要求，《问答十五》作出了明确规定。

（1） 私募资产配置基金管理人的登记要求

实际控制人要求。受同一实际控制人控制的机构中：（1）至少一家已经成为中基协的普通会员；或者（2）至少包括一家在中基协登记3年以上的私募基金管理人，该管理人最近3年私募基金管理规模年均不低于5亿元，且已经成为中基协观察会员。同时，该同一实际控制人仅可控制或控股一家私募资产配置基金管理人。

股权稳定性要求。私募资产配置基金管理人自完成登记后，申请机构的第一大股东及实际控制人应承诺继续持有申请机构股权或实际控制不少于3年。

高级管理人员要求。私募资产配置基金管理人应具有不少于2名的全职高管，该2名高管应当：（1）拥有3年以上资产配置工作经历；或者（2）拥有5年以上境内外资产管理相关经验（如投资研究、市场营销、运营、合规风控或者资产管理监管机构或者自律组织工作经历等）。

综合上述私募资产配置基金管理人的登记要求，持牌金融机构和实力雄厚的私募管理机构将成立第一批私募资产配置基金管理人，其入会申请也将被私募基金管理人更早地列入工作计划。此外，对于已完成了私募基金管理人登记的私募机构，在符合《问答十五》规定的上述各项要求的前提下，亦可申请变更登记为资产配置类私募管理人，其存量基金可继续投资运作，无需清盘，但不得增加规模。

（2） 私募资产配置基金的备案要求

首先，私募资产配置基金的初始规模不得低于5000万元，且自募集期结束后的存续期不少于2年。而对于其他三类私募基金而言，暂无法律法规或自律规定对其初始规模及存续期作出明确要求。

其次，私募资产配置基金应当主要采用基金中基金的投资方式，80%以上的

¹⁵⁷ 请参见中基协官网：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/393344.shtml>

¹⁵⁸ 请参见中基协《有关私募投资基金“业务类型/基金类型”和“产品类型”的说明》中对“私募资产配置基金”的定义。

已投基金资产应当投资于已备案的私募基金、公募基金或者其他依法设立的资产管理产品，并且投资单一资管产品或标的比例不超过基金资产规模的20%。其他三类私募基金遵循专业化运营的要求进行投资，投资对应的产品类型。

再者，私募资产配置基金应当由依法设立并取得基金托管资格的基金托管人托管。

最后，私募资产配置基金投资跨类别私募基金的杠杆倍数（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）不得超过所投资的私募基金的最高杠杆倍数要求¹⁵⁹。

除上述条件外，《问答十五》还对私募资产配置基金在信息披露、关联交易、单一投资者等方面提出了要求。总体而言，资产配置型基金需要满足的要求高于其他三类私募基金，也符合中基协促进优质私募管理机构开展资产配置管理的初衷¹⁶⁰。

2.3 资产配置型基金的现状

截至2019年12月31日，共有5家私募资产配置类管理人上线，分别是：浙江玉皇山南投资管理有限公司、珠海横琴金晟硕业投资管理有限公司、中国银河投资管理有限公司、深圳乐瑞全球管理有限公司、信银（深圳）投资管理有限责任公司¹⁶¹。

浙江玉皇山南投资管理有限公司，作为首家私募资产配置类管理人，原系私募证券投资基金管理人，于2019年7月8日成立我国首支私募资产配置基金“山南云栖私募资产配置基金”（募集规模1.5亿元）并变更为私募资产配置管理人。其大股东为敦和控股有限公司，持股比例为61%，而敦和控股有限公司同时也是敦和资产管理公司的大股东。中国银河投资管理有限公司，同样也是通过变更成为私募资产配置类管理人。珠海横琴金晟硕业投资管理有限公司及深圳乐瑞全球管理有限公司为两家新设管理人，背后分别为知名私募基金晟资产及乐瑞资产。信银（深圳）投资管理有限责任公司是目前第一家银行系私募资产配置类管理人，系信银（香港）投资有限公司的全资孙公司，而信银（香港）投资有限公司则是中信银行在境外设立的投资银行平台。综合上述五家已登记的私募配置型基金管理人的情况来看，上述五家管理人的背景包括券商、知名私募机构及银行，均为持牌金融机构或实力雄厚的私募机构，故而能够满足《问答十五》要求的私募资产

¹⁵⁹ 根据《资管新规》的要求，包括私募基金在内的资管产品，应当统一监管口径。其中在分级杠杆倍数方面，《资管新规》要求：固收类产品的分级比例不超过 3:1；权益类产品的分级比例不超过 1:1；商品及衍生品类、混合类产品的分级比例不得过 2:1。

¹⁶⁰ 如欲进一步了解资产配置类基金的监管要求，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”——基金业中基协问答（十五）解读》（2018/08/30），网址：<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/1a616bf6f24bb4cae11ec8358ab2457e.pdf>。

¹⁶¹ 数据来源于中基协信息公示“私募基金管理人综合查询”（查询日期：2019年12月31日），网址：<http://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/manager/index.html>。

配置型管理人及基金的条件。

私募资产配置型管理人及基金的引入，在坚持私募基金管理人专业化运营的原则上，解决了投资者跨类别多元化投资的需求，更进一步规范了私募基金的FOF投资业务，也为私募基金管理人的市场化经营提供了更为灵活的决策空间。

第3节 二级私募股权基金

私募基金在国内经历了数十年的探索后，诸多私募机构已逐步进入第一批私募基金的退出期或基金期限届满的时间点，随之而来的是部分投资者实现从基金变现退出的需求与管理团队寻求延期以实现基金利益最大化之间的潜在矛盾。与此同时，《资管新规》及配套规则的落地强化了去杠杆概念，也使银行理财等私募基金的传统投资人面临限时整改的需求。多方诉求催生了私募基金份额二级市场交易的兴起。

私募基金份额二级交易市场，是以合伙企业份额等私募投资基金份额为标的进行买卖、转让和流通的市场，是私募股权二级市场（private equity secondary market，“PE二级市场”）的组成部分。私募股权二级交易（“PE二级交易”）可分为两种类型，即针对私募基金所持有的直投项目投资组合的交易（secondary direct）和针对私募基金份额的交易（secondary fund interests）。其中二级私募股权基金（secondary fund，“S基金”）作为专业的PE二级市场投资者，在PE二级交易中尤为活跃。本《蓝皮书》主要介绍针对私募基金份额的市场和交易。

3.1 PE 二级市场

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”）；（3）受让方，即拟购买、受让目标基金财产份额的主体（“受让方”）。S基金通常是PE二级市场的受让方。

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。

截至目前，国内PE二级市场仍处于发展初期，但发展势头较强。2019年4月投中信息与歌斐资产联合发布的《中国PE二级市场基金2019年度展望报告》显示，国内S基金参与者对市场关注度逐渐增加，国内母基金越来越重视PE二级市场，一些专业的PE二级市场基金也开始布局亚洲市场；同时，国内不论普通合伙人（“GP”）还是有限合伙人（“LP”）参与PE二级市场意愿较往年稳步增强，去年

仅有11.34%GP参与PE二级市场交易，今年增长到15.04%；去年有18%LP没有参与基金份额转让交易的意愿，今年降低到13%，总体趋势向好。

3.2 S基金

S基金的主要投资策略是从转让方手中购买私募基金份额。和传统基金与投资组合公司进行交易不同，S基金的主要交易对象主要为拥有私募基金份额的投资者。一般而言，投资于转让的私募基金份额可能出于以下考量：第一，该等目标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；第二，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；第三，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，有可能以较低的价格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；此外，S基金可以选择投资于不同产业、不同年份的私募基金份额，分散化投资，从而达到多领域配置资产，降低潜在风险，具备一定的抗周期能力。

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《中国PE二级市场基金2019年度展望报告》，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。

3.3 交易程序

有别于LP直接投资基金项目，PE二级交易往往以处理买方与卖方的法律关系为主，而以处理买方与基金乃至普通合伙人间的法律关系为辅，也因此导致了私募基金份额转让交易各阶段的关注点有所不同。

交易各方接洽。PE二级交易通常可分为由目标基金管理团队主导的交易（GP-led transaction）和卖方主导的交易（seller-led transaction）两种交易主导模式。就前者，基金管理团队需要注意其对于基金现有LP的责任，需要及时通知现有LP交易中的各项进展，在多个买方的情况下(syndicated transaction)，需要协调买方竞标的过程。就后者，由于在私募基金的合伙协议¹⁶²中，通常会限制有限合伙人自由转让其合伙份额或退出合伙企业的权利，因此潜在交易通常也需要取得目标基金管理团队的初步认可以有效推进。

S基金作为买方，需要在初步接洽环节了解转让发起的缘由、有无交易时限的要求，并视情况签署意向协议。意向协议通常将约定数月的排他期以保障买方

¹⁶² 因私募股权投资基金最常见的组织形式为有限合伙企业，本文以下所称目标基金均假设为有限合伙型私募基金。

S基金的权益。而对于交易背景的掌握（如转让系为满足卖方资金周转需要还是应被投资企业需求调整LP结构，又如卖方或管理团队对于收款或完成交易有无时限要求）将有利于S基金把握交易节奏、合理安排付款和交割时点，并抓住谈判的先机。

尽职调查。买方进行尽职调查的对象既包括目标基金，也包括目标基金份额和卖方基本情况。PE二级交易的时点，往往目标基金已完成了实质投资，部分或已进入退出期，对目标基金的尽职调查应围绕基金所处阶段和实际情况展开，比如如果目标基金已经处于退出期，对投资期相关事项的关注可适度减少。而对目标基金份额和卖方，买方需要了解目标基金份额的基本情况、有无违约、权利状态，是否已存在任何质押等影响处置效力的情形；需要了解卖方的负债状况，以判断目标基金份额是否存在交割前被冻结、强制执行或其他被第三方主张权利的风险等。对目标基金、目标基金份额和卖方的尽职调查将有助于排除风险并为后续谈判及确定核心交易条款提供指引。

在卖方主导的交易模式下，管理团队对尽职调查的配合度相对较低。但对目标基金运营状况的掌握对于完成交易又不可或缺，S基金需要通过综合尽调并落实到交易文件的规定中来降低法律风险。实操中，某些S基金主要考虑选择其自身或者关联方的直投子基金或其关联基金作为投资标的，以使潜在交易建立于互信的基础，也便于S基金获取目标基金的信息。

对于卖方及基金管理团队而言，在此时也需要对于潜在买家的资质（包括是否合格投资人以及财务方面的资质）以及是否是适合基金的投资人方面（比如上层架构、出资来源等背景情况）进行一些初步的调查。

通知目标基金现有投资人。在很多交易中，受限于交易时间表，交易各方包括目标基金管理团队希望能在完成交易后再通知目标基金的现有投资人（非卖方）。需要注意的是，《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。

优先购买权行使。较之通知期，合伙人优先购买权则是交易环节更为实质的关注点，且可能无法轻易规避。对于合伙人的优先购买权，《合伙企业法》的机制为默认享有，也即除非合伙协议明确排除，对外转让目标基金份额的，同等条件下其他合伙人有优先购买权。如何确保优先购买权的有效征询和放弃，也是S基金需要关注的重点问题。此外，即使其他合伙人不享有优先购买权，但国内工商变更登记一般仍需要全体合伙人共同签署相关文件，因此，私募基金份额交易的最终完成有赖于目标基金管理团队与其他合伙人的事先协调和沟通。

谈判确定交易文件。基于PE二级交易较之传统LP直投项目所处阶段和参与

方的特殊性，合伙协议通常都不是交易谈判的重点，买卖双方权利义务将主要通过转让协议（或购买协议）予以确定，部分交易中S基金也可争取与普通合伙人和/或基金管理人谈判签署合伙协议补充协议。对于卖方曾签有补充协议并享有优惠权利的情况，S基金作为买方能否直接承继该补充协议项下权利义务或在何种程度上承继该等权利义务，也将成为交易文件谈判的重点。

交割付款以及完成基金份额转让。私募基金份额转让通常并非简单的“一手交钱、一手交货”，完成转让程序需要经过一定的时间。交割时点通常是指某交易项下权利义务转移的时点，而付款时点只是支付转让对价的时点。交割时点与付款时点未必重合，但相互之间存在紧密的联系。

3.4 税务考量¹⁶³

目前实践中，S基金受让目标基金份额可能会要求一定比例的折价，尽管该等折价是在市场机制下自然形成的，但考虑到低于成本折价转让不会产生任何税收贡献，因此不排除有税务部门可能会按照一般逻辑对交易的对价和其他因素进行评估，特别是在目标基金份额按其市场公允价值账面浮盈的情况下。

如果在目标基金份额交割过程中确实遇到了税务机关的质询甚至挑战，目前私募基金份额的市场公允价值如何在实践中较为困难。2018年3月30日，中基协发布《估值指引》，提出了私募基金在对非上市股权进行估值时通常采用的五种具体估值方法，并强调实质重于形式的估值原则。考虑到PE二级市场交易的私募基金份额可能是一揽子被投资企业市场公允价值之和，不同被投资企业适用的估值方法又不完全一致，因此税务调整的依据也尚存在探讨的空间。

随着国内PE一级市场的蓬勃发展和日益成熟，PE二级市场也愈发活跃。除上文已提及的外，私募基金份额二级交易实务中还存在很多值得探究的细节问题，因篇幅有限，本《蓝皮书》不予赘述。可以预见，随着私募基金份额二级市场的日臻成熟，其交易情况将愈加复杂，S基金作为市场核心参与者的作用也将愈加凸显。

第4节 纾困基金

“纾困”顾名思义是缓解困难的意思，最早的纾困安排源于欧洲金融稳定机构（European Financial Stability Facility，“EFSF”）及此后的欧洲稳定机制（European Stability Mechanism，“ESM”）。为应对欧洲主权债务危机，欧元区成员国分别于2010年6月设立EFSF、于2012年设立ESM作为特定组织（即坏帐银行），除欧元区成员国提供资金之外，另通过EFSF及ESM发行债券及其他债务工具的方式在金融市场上融资，以提供给陷入债务危机的成员国，达到解决欧洲主权债务危机，

¹⁶³ 实践中也存在有境外二级市场私募基金份额交易，以及境外S基金参与境内基金退出和项目转让，其中涉及的税务因素需要综合交易架构等各方面考虑，因篇幅所限，在此不再具体展开。

维护欧洲金融稳定的目标¹⁶⁴。在我国，纾困基金的出台主要是为了缓解宏观经济情况及外部贸易环境引发的股市大波动所导致的境内民营企业融资困境和股权质押风险。

4.1 纾困基金的问世

2018年上半年，A股市场出现大幅波动和持续下滑引发了上市公司大股东的股票质押和债务危机，民营控股上市公司的实际控制人面临丧失控制权的风险，部分上市公司的短期融资受到影响。为缓解境内民营企业的融资困境以及上市公司股票质押风险，多部门出台了支持性措施，形成了从中央到地方、从银行到证券公司、保险机构、社会资本多主体参与，政策、监管、金融机构和社会资本多维度组合式的纾困计划。除最早参与纾困计划的资产管理计划及保险专项产品外，私募基金也是此次纾困计划中值得关注的角色。

2018年10月19日，证监会明确鼓励地方政府管理的各类基金、合格私募股权投资基金、券商资管产品分别或联合组织新的基金参与纾解上市公司股票质押平仓困境，鼓励私募股权基金通过参与上市公司非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司的股票，参与上市公司并购重组，进而实现纾解上市公司股票质押平仓困境的目标¹⁶⁵。

2018年10月21日，中基协发布了《关于对参与上市公司并购重组纾解股权质押问题的私募基金提供备案“绿色通道”相关安排的通知》¹⁶⁶，支持私募基金管理人和证券期货经营机构（含证券公司私募基金子公司）募集设立的私募基金和资产管理计划参与市场化、法治化并购重组，纾解当前上市公司股权质押问题，对符合条件的私募基金和资产管理计划特别提供产品备案及重大事项变更的“绿色通道”服务¹⁶⁷。举例来说，北京海淀区成立百亿纾困基金支持优质科技企业发展。

4.2 纾困基金的运作

4.2.1 设立与募集

纾困基金在架构设计上与一般私募基金（尤其是政府引导基金或政府引导基金的子基金）相似，通常由具有国资背景的企业作为普通合伙人发起（“国资合作方”），并引入券商私募子公司、各省属企业、银行、保险机构及其他社会资本共同参与。值得注意的是，如上述国资合作方被认定为“国有企业”时，可能会面临国有企业能否作为普通合伙人的问题，以及国有企

¹⁶⁴ 请参见：<https://www.esm.europa.eu/about-us/history#context>。

¹⁶⁵ 2018年10月19日中国证监会党委书记、主席刘士余在答记者问中针对近期将推出的资本市场改革开放新举措以及如何支持民营企业发展的问题做出答复，网址：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1614713741027619670&wfr=spider&for=pc>。

¹⁶⁶ 请参见：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/393547.shtml>。

¹⁶⁷ 请参见：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/393547.shtml>。

业在参与基金设立、投资及退出过程中需要遵守的一系列特殊要求；如券商私募子公司同时担任普通合伙人的，还应注意适用于券商私募子公司的限制¹⁶⁸。

在募资过程中，如涉及银行理财资金或保险资金投资纾困基金的情况，还应当注意：（1）商业银行理财产品（不包括商业银行理财子公司的理财产品）不得投资于一般私募基金，但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除外¹⁶⁹；（2）对于拟接纳险资投资者的私募股权类纾困基金而言，其还应注意相关投资规模的限制¹⁷⁰。

此外，私募股权类纾困基金的管理人在AMBERS系统申请上述基金产品备案申请及产品重大事项变更申请时¹⁷¹，基金类型应选择“私募股权投资基金”，产品类型应选择“并购基金”，并上传相关文件包括但不限于《立项报告》《投资框架协议》《投资意向书》《尽调报告》等。

4.2.2 投资标的及方式

救急不救穷是纾困基金选择投资标的的一般原则，换言之，纾困基金的投资标的通常是已经或者即将发生明显的流动性困难且该等流动性困难将对上市公司的运作造成实质影响，并且该上市公司具有市场前景和发展潜力。

就纾困基金的投资方式而言，中基协就“私募股权投资基金参与上市公司并购重组”相关问题答记者问中指出，私募股权投资基金可以通过开立证券账户参与非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司股票，参与上市公司并购重组¹⁷²。针对私募股权类纾困基金而言¹⁷³，其主要投资方式包括：（1）协议转让，即上市公司股东让渡其所持有的部分/全部上市公司股份，纾困基金通过受让该部分股份成为上市公司的新股东；（2）定向增发，指由纾困基金认购上市公司通过非公开方式发行的股票；以及（3）大宗交易，指单笔交易数量/交易金额达到规定的最低标准，由纾困基金与转

¹⁶⁸ 具体分析请参阅汉坤法律评述《汉坤境内基金系列：纾困基金——民营上市企业的春天？》（2018/12/03）以及《汉坤境内基金系列：双雄联袂之 Co-GP 风云》（2018/10/08），网址：

<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/34965abd86729d6a6ea6a8ffb9fbd2b6.pdf>、<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/5cd05a6a96f3b47f7be0edfc66384e50.pdf>。

¹⁶⁹ 《商业银行理财业务监督管理办法》第三十六条：商业银行理财产品不得直接或间接投资于本办法第三十五条所列示资产之外，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。

¹⁷⁰ 根据《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），保险资金投资的股权投资基金，包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金和以上股权投资基金为投资标的的母基金。其中，并购基金的投资标的，可以包括公开上市交易的股票，但仅限于采取战略投资、定向增发、大宗交易等非交易过户方式，且投资规模不高于该基金资产余额的20%。

¹⁷¹ 中国证券投资基金业中基协资产管理业务综合报送平台网址：<https://ambers.amac.org.cn>。

¹⁷² 请参见：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxd/393546.shtml>。

¹⁷³ 其他类纾困基金的投资方式还包括：债权性投资、股权性投资、“股+债”投资、可转债等多种投资方式。

让方经过协议达成一致并经上交所/深交所确定成交。

北京、深圳、成都、杭州、汕头、珠海、中山、东莞、顺德、广州等地均已纷纷出台地方政策设立纾困基金。纾困基金以政府部门及社会资本配合的方式，一定程度上起到了化解我国境内民营企业的融资困境以及上市公司股票质押的流动性风险的作用。纾困基金在我国经济发生周期性调整时登场，在最近因新冠肺炎疫情导致的企业投资需求中，我们也可以预期纾困基金将继续发挥重要作用。

第5节 常青基金

常青基金（Evergreen Fund）系除固定期限的私募股权投资基金¹⁷⁴（“**典型私募基金**”）的运作模式之外另一种寻求优质项目的长期持有并兼顾投资流动性的私募股权投资基金的运作模式。目前市场上实际采用常青基金模式运作的基金相较于典型私募基金仍属于少数，但其良好的资金流动性及对被投资企业的长期稳定投资等特质确实为不少需要长期研究、测试、开发、投入的领域所需要，如软件技术开发、生命科学研究、学校等。

5.1 常青基金的特殊性

常青基金与典型私募基金同为私募股权投资基金可选择的运作模式，但基于常青基金的运作需求，其在基金设置的诸多细节方面存在特殊性，由于篇幅所限不作详细列举对比，但总体可概括为以下几方面：

其一，投资的稳定性。常青基金对投资者的资金可能有超长期的占用，从而在投资者对管理人的信任度以及对该常青基金的价值理念认可度方面有着很高的契合度要求。常青基金的投资者需要有承受资金长期锁定、无流动性的能力，还要有足够的盈利能力或资金获取能力以支持其对常青基金的投资。从当前的市场情况来看，常青基金的投资者大多来自于全球顶尖大学的捐赠基金、主权财富基金、养老基金、海外家族基金或家族企业集团等。

其二，无固定存续期限。常青基金通常会设置 20 年以上的存续期限且其延期可由管理人自行决定，亦或不设置固定期限。由于运作不受限期终止的限制，常青基金原则上不作投资期和退出期的划分，不设特定期限内强制非现金分配的机制，因此投资端一般没有短期退出的压力。

其三，循环投资与不定期分配。循环投资是常青基金的核心机制之一，因此常青基金的循环投资通常不设金额或期限等方面的限制，回收资金原则上均可用于循环投资，分配与否取决于管理人的判断。

¹⁷⁴ 本文所指“私募股权投资基金”主要是指以私募方式发起设立的以未上市股权为主要投资标的的投资基金。

其四，开放式运作或半封闭运作与投资者选择权。尽管常青基金的投资者极具接受被长期锁定的能力，但是也需要适当开放给予投资者用脚投票的机会。部分常青基金采取定期开放运作模式，但这类基金投资者在退出时如果基金没有足够多的现金支付，需采取延期支付形式。更多的常青基金则按照一定的周期对常青基金的投资表现进行评价，给予投资者相应选择继续持有或退出的权利。

5.2 在中国设立常青基金的挑战

市场上的常青基金以境外常青基金为主，如 Sutter Hill Ventures、General Atlantic Partners、Oak Tree Capital 等，中国背景管理团队的常青基金也多为境外基金，如今日资本、成为资本、高瓴资本发起和管理的常青基金。就中国私募股权投资基金市场而言，我们基于对现有监管政策的理解，认为在中国设立常青基金可能存在如下挑战：

其一，无法完全开放式运作。根据《资管新规》¹⁷⁵第十五条，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。此外，中基协在《新备案须知》中也要求，私募股权投资基金（含创业投资基金）和私募资产配置基金应当封闭运作，备案完成后不得开放认/申购（认缴）和赎回（退出）。根据我们的项目经验，中基协在受理私募股权投资基金的备案时，可能会反馈要求管理人说明基金的运作方式（开放式或封闭式）。我们理解，短期内国内的私募股权投资基金比较难突破需要封闭运作的要求。实践中，常青私募基金通常会设置一定期限的后续募集期开放募集、并就投资者份额转让、退伙等进行限制性约定，特殊情况下该等基金也会向部分特殊背景的机构投资者提供在特定情形下主动退出的权利。常青基金在中国需要关注商业诉求如何在现有监管环境下通过适当的方式实现。

其二，需避免被认定为资金池。根据《资管新规》第十五条及第十九条¹⁷⁶，金融机构不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。经金融管理部门认定存在采取滚动发行等方式，使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益行为的，视为刚性兑付。境外常青基金在处理投资者赎回时，可以使用基金的收益也可以使用后续募集投资者的投资款项，如操作不当，则会导致私募基金的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移（尤其是向在后退出的投资者身上集中转移）和变相实

¹⁷⁵ 根据《资管新规》第二条，私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见，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。我们理解本条系针对资产管理产品的一般性规则，原则上应适用于私募基金管理人募集的私募股权投资基金（虽然目前监管机构尚未明确要求私募股权投资基金严格适用《资管新规》，但我们理解就本条而言，实质监管态度原则上是一致的）。

¹⁷⁶ 本条系针对金融机构的规定，私募基金管理人不属于《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的金融机构，但私募基金管理人相关规定中也强调了管理人不得保本保收益。

现保本保收益，则将构成刚性兑付而面临监管处罚。资金池业务与开放式基金的核心区别在于开放式基金需采用净值化管理而资金池业务采用分离定价模式。所谓分离定价是指私募基金的申购或赎回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确定投资者的申购及赎回价格。因此，为防止常青基金被认定存在资金池安排及刚性兑付，管理人尤其需要注意严格按照适用法律法规的要求进行净值化管理。

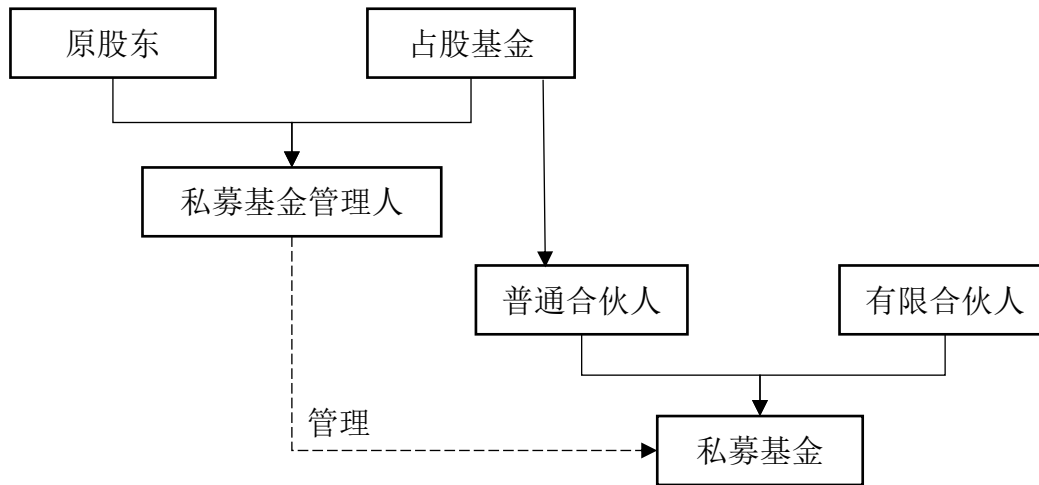
其三，需进一步完善估值体系。常青基金对管理人的最重要挑战即是估值要求。就中国私募基金的未上市股权估值而言，中基协于2018年3月30日发布了《估值指引》，但典型私募基金的估值主要系保障投资者了解基金的被投资企业发展情况，了解目前投资项目的运作情况、收益预期及潜在风险，并不影响管理人和投资者的实际收益情况。因此，虽然目前存在净值化管理的要求，但典型私募基金管理人的估值压力较小。承上所述，常青基金的管理费及绩效收益提取一般与基金资产净值挂钩，管理人需要审慎考虑估值方法及频率，使投资者对管理费及绩效收益的提取基数予以认可。此外，投资者申购及赎回的定价与基金的估值也息息相关，如申购及赎回对价与估值脱钩，常青基金还存在被认定为存在资金池业务及刚性兑付的风险。因此，对于常青基金而言，针对不同的估值对象、市场情况设计良好的估值体系，配置专业的人员及定期对估值进行检验至关重要。

第6节 占股基金

自2000年以来，高盛（Goldman Sachs）、路博迈（Neuberger Berman）、黑石（Blackstone）等知名全球私募管理机构开始设立以占股其他GP为策略的基金（GP Stake Fund）并投资全球范围内的优质私募股权基金管理机构，一种全新的另类投资的模式应运而生。在这种模式下，占股基金的投资方和被投资方以各自深厚且互补的业内资源强强联合，实现双赢。

早期，大多数投资占股交易都集中在对冲基金领域，但由于对冲基金的资产管理规模波动较大，在经济下行时会面临较大的赎回压力，导致占股基金的投资面临较大的风险。为了降低这种风险，许多占股基金逐渐将投资标的转移至流动性更低的私募股权投资基金管理机构。

占股基金最基本的投资结构如下：



6.1 投资意义

占股基金对私募基金管理机构份额的投资，在传统的基金管理机构与其所管理的基金的投资人（“**基金投资人**”）之间加入了新的参与方。投资占股交易对占股基金、基金管理机构及基金投资人各自的投资意义有所不同。

6.1.1 基金管理机构

基金管理机构将其少数股权¹⁷⁷出售给占股基金的益处如下：

第一，为管理团队提供新的退出渠道。管理团队成员在面临退休、离职或需要资金周转时，希望转让其对管理机构持有的份额获得现金对价。在管理机构本身或其他管理团队成员无力或无意收购时，占股基金为拟部分退出的管理团队人员提供了新的退出渠道。

第二，为管理机构增加永久性资本。占股基金以增资方式对管理机构的投资，能为管理机构带来永久性资金（permanent capital），可用于战略性收购其他基金管理机构，或为管理机构募集新一期基金时提供跟投资金。与通过上市的方式获得资金相比，将股权转让给占股资金更加便捷、更具成本效益，且受到较少的监管。

第三，为管理机构带来投资运作经验和资源。由于占股基金的管理机构本身多为（或背靠于）资源丰富的大型投资机构，在投资管理机构份额后，为了双方的共同利益，也会为被投资管理机构带来潜在基金投资人资源，或提供一系列后台运营、项目投后服务及退出等方面的支持。

6.1.2 基金投资人

¹⁷⁷ 基于私募基金管理人、普通合伙人、特殊有限合伙人等投资占股的相关标的主体的法律形式不同，标的权益可能为公司股权或合伙份额，为简便起见，以下统一简称“股权”。

对于基金投资人而言，基金管理机构引进占股基金投资，可能有助于管理机构更加规范运营。但是，基金投资人也可能会对管理机构是否能公平对待基金投资人和占股基金产生顾虑。例如，基金投资人与占股基金均希望基金管理机构向其或其关联方提供尽可能多的共同投资机会，但共同投资机会有限，管理机构很难平衡基金投资人与占股基金的权益。此外，管理机构也可能受占股基金的影响而改变发展战略或投资策略，如受到业绩压力而扩张业务，从而影响基金现有投资的管理和回报。

6.1.3 占股基金

对于占股基金来说，通过投资基金管理机构的少数股权，其可以参与基金管理机构的现金流（包括持续稳定的管理费收入及可能的绩效收入），而不仅仅是从单一的基金中获得回报。此外，通过与优质基金管理机构建立深入的关系，吸收管理经验，并基于与基金管理机构的合作关系而获取更多优质投资机会（包括共同投资机会）及更优惠的投资条件（如优先回报）。特别是对于由专业投资机构发起的占股基金而言，其可以通过与被投资基金管理机构的资源互补，实现双方全球性、多元化的共赢。实践中，为避免直接的利益冲突，占股基金往往会选择投资在地域、策略等方面与其自身管理机构的基金存在差异的基金管理机构，也因此更能起到互补的效果。但占股基金自身也面临若干问题，比如作为一支有固定存续期限的基金，如何退出投资是需要其管理机构重点考虑的问题。

6.2 收购模式

投资人直接收购优质管理机构的份额，包括多数股权（majority stake）收购和少数股权（minority stake）投资两种情形。

6.2.1 多数股权收购

多数股权收购一般指收购管理机构50%以上份额或导致管理机构实际控制权变更¹⁷⁸的情况，通常为战略投资人所采用的收购方式，不常见于财务投资者。通常，战略投资人投资占股的目的在于取得管理机构业务运营资质、吸收管理团队的募资与投资资源，扩大其自身在投资领域的市场影响力，形成规模效应，或借以调整自身的投资管理战略。

就管理机构多数股权收购而言，首先会面临管理机构所在法域的监管问题和其所管理基金的组织文件对管理机构控制权变更的限制：

首先，以中国的监管为例，若通过多数股权收购使已在中基协登记的私募基

¹⁷⁸ “控制”在不同的情况下的含义不尽相同，通过总结中基协对私募基金管理人登记的审核标准，“控制”通常包括：（1）持股50%以上；（2）通过行使表决权能够决定董事会半数以上成员当选；（3）通过投资关系、协议或者其他安排能够实际支配公司行为；（4）合伙企业的执行事务合伙人；（5）其他可视为控制的情形。

金管理人发生控股股东或实际控制人变更，则根据相关规定，该私募基金管理人须聘请律师就该等变更情况出具《私募基金管理人重大事项变更专项法律意见书》¹⁷⁹。而在中基协打击买卖私募基金管理人“壳”的背景下，私募基金管理人的控股股东或实际控制人变更存在不小的障碍。

其次，被收购管理机构所管理的基金的组织文件可能禁止基金普通合伙人或管理人的控制权发生变更，或约定了一定的限制条件（例如需要全体或大部分投资人同意方可转让等）。在此种情况下，战略投资者在收购管理机构之前，还需要管理机构协调所管理基金的投资人修改基金组织文件或另行同意管理权变更事宜，给收购增加了难度。

6.2.2 少数股权投资

少数股权投资一般指收购管理机构不超过50%的股权，且不会导致管理机构实际控制权变更的情况。包括占股基金在内的大多数财务投资者通常选择收购管理机构的少数股权¹⁸⁰，且不主动参与管理机构的内部管理及对基金的投资运作。

虽然相较于多数股权收购而言监管强度略低，少数股权投资仍应注意相关监管问题。仍以中国对基金管理人的监管措施为例，若投资人自身为已在中基协登记的私募基金管理人，如其持有其他私募基金管理人超过5%的份额，则该私募基金管理人将被视为投资人的子公司¹⁸¹，投资人需要就此向中基协披露。此外，被投的管理机构所管理基金的组织文件也可能限制管理机构的少数股权发生变更。

但无论是多数股权收购还是少数股权投资，在中国的监管环境下，都面临着同样的障碍。中基协在2018年12月发布的《私募基金管理人登记须知》中规定，私募基金管理人的出资人、实际控制人不得为资产管理产品。因此，占股基金如拟投资基金管理机构，都会面临合规限制，需要谨慎设计投资架构。

6.3 交易要点

在占股基金对外投资前，至少需要对“投资什么”、“如何投资”、“如何退出”这三个问题进行全面的思考。以下将对其中核心的交易要点进行分析。

6.3.1 投资目标

¹⁷⁹ 2016年2月5日，中基协发布的《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》规定“已登记的私募基金管理人申请变更控股股东、变更实际控制人、变更法定代表人/执行事务合伙人等重大事项或中国基金业协会审慎认定的其他重大事项的，应提交《私募基金管理人重大事项变更专项法律意见书》”。

¹⁸⁰ 根据我们参与过的境内外占股基金项目经验，占股基金通常取得管理机构的股权在10%至25%之间。

¹⁸¹ 2016年2月5日，中基协发布的《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》所附的《私募基金管理人登记法律意见书指引》中明确，申请私募基金管理人登记的机构的子公司系指其持股5%以上的金融企业、上市公司及持股20%以上的其他企业。在私募基金管理人登记实践中，私募基金管理人本身通常作为金融企业披露。

根据我们的经验，通常占股基金的投资标的原则上以机构化（institutionalized）的私募基金管理人为主，即已拥有成熟的管理团队和健全的内部管理机制，而非过于依赖于特定关键人士（key person）的私募基金管理人，以避免特定关键人士的离职等个人因素影响被投资私募基金管理人的正常运营。当然，重视机构化的私募基金管理人并不意味着不关注核心管理团队人员，部分占股基金会会在交易文件中对被投资管理机构的在一定时期内的核心团队离职率有所限制。

在明确了投资标的后，进一步需要考虑的是获得基金管理机构的何种权益。

私募基金管理机构的收益主要由三部分组成，即管理费收入、因对基金投资形成的收益（“投资收益”）和来源于有限合伙人超出其投资本金部分的超额收益分成（“绩效收益”）。其中管理费为固定收入，而投资收益和绩效收益则基于相关基金的投资回报而浮动。占股基金在投资私募基金管理机构时，通常希望至少能获得一定比例的稳定的管理费收入，以保障其基本的投资收益。基于收益的来源，占股基金会重点关注私募基金管理机构的历史业绩（track record）和募集资金能力，尤其是在管理机构正在管理的基金的剩余投资期短于占股基金自身的剩余存续期时，其募资能力决定了其是否能够取得稳定的管理费收入。

此外，私募基金管理机构对其所投资公司的管理能力、产品多样化、业务稳定性和成长潜力、员工稳定性、高质量的客户关系等等因素也是占股基金关注的重点。

除了经济利益外，占股基金在投资私募基金管理机构时，还可能希望获得管理机构一定的管理权，主要包括管理机构内部的运营管理和对基金的投资管理。占股基金通常不会取得管理机构的控制权，所以如欲实现其战略目标，还需与管理机构协商争取适当的管理参与权，比如是否有权获得董事会或投资决策委员会席位，或至少有权列席董事会或投资决策委员会，分别可以在何种限度内行使知情权、表决权、监督权，是否有权优先享受共同投资权等。管理机构可视具体情况决定让渡部分管理权。

6.3.2 投资方式

如前所述，管理机构的收益由管理费收入、投资收益和绩效收益组成，而若想同时获得几种来源的收益，投资交易结构的设计就格外关键。

尽管我们通常所说的占股基金对应的英文表述为GP Stake fund，但这并不意味着占股基金的投资标的仅限于普通合伙人份额。多数情况下，占股基金都会投资私募基金管理人股权，而非仅普通合伙人份额，尤其是在私募基金管理人并不同时担任基金的普通合伙人时。在管理团队为其所管理的基金另行设立特殊有限合伙人作为跟投实体时，占股基金还可能投资于特殊有限合伙人。

出于节约成本、风险隔离或不同项目团队独立核算的考虑，很多私募基金管

理团队会在设计基金架构时，在基金管理人之外另行设立基金普通合伙人。在此背景下，投资于不同实体的股权对于占股基金而言有着显著区别。

首先，若占股基金拟在投资后获得稳定的管理费收入，则其至少应投资于基金管理人的股权。若占股基金除管理费收入外，还想享受基金的投资收益或绩效收益分成，则其还可能需视具体情况投资于基金普通合伙人或特殊有限合伙人的股权。因此，占股基金在对私募基金管理机构做尽职调查时，需要重点考察其收益分配模式，不能想当然地认为获得了基金管理人或普通合伙人的股权就可以按股权比例取得各类收益。

此外，若占股基金看好整个私募基金管理机构，则其可以投资于基金管理人的份额；若某管理机构旗下仅部分团队管理的部分基金运作良好，则占股基金可考虑仅择其优者而投之。这在私募基金管理团队较大、所管理的不同投资策略的基金较多的情况下需要重点考虑。

6.3.3 退出方式

对一般的私募股权投资基金而言，通过被投资企业上市、份额转让和回购是最为常见的退出方式。但由于私募基金管理机构不同于一般投资项目的特殊性，目前占股基金的退出渠道还不够顺畅。

(1) 挂牌上市

被投资企业成功挂牌上市是最理想的退出方式。挂牌上市企业可以在证券市场上持续融资，同时投资于挂牌上市企业的基金则可以获得最高额的投资收益，并能借助二级市场顺利退出。在美国，许多知名投资机构如黑石集团、KKR、凯雷集团等均已陆续成功上市，曾投资于该等机构的占股基金的退出收益十分可观。例如，凯雷集团于2012成功于美国NASDAQ交易所上市，其后CalPERS将其持有的凯雷集团份额以收购成本3.5倍的价格出售，顺利退出¹⁸²。

相比而言，中国的私募基金管理机构想登陆境内资本市场则困难得多。虽然目前已有部分机构于新三板挂牌，但新三板的流动性可能无法满足占股基金的退出需求；而A股市场严格的审核制度和较高的上市门槛将绝大多数私募基金管理机构挡在门外，目前知名投资机构中仅九鼎投资已在A股成功借壳上市。

当然，也有境内私募基金管理机构选择申请在境外资本市场上市。

总体而言，通过私募基金管理机构上市从而实现占股基金的退出目前并非常见且有效的退出方式。

¹⁸² 请参阅 CalPERS Plans to Sell Entire 4 Percent Stake in Carlyle (2013/06/04)，网址：<https://www.cnbc.com/id/100787403>。

（2） 份额转让

除挂牌上市外，通过PE二级市场进行份额转让也是常见的退出方式，包括占股基金将其持有的对被投资管理机构的份额金额进行转让，以及由占股基金管理团队主导将难以延长投资期限的投资者对占股基金的份额进行转让。但就国内而言，PE二级市场本身的发展尚未成熟，投资占股的投资策略仍相对小众，占股基金寻找受让方存在一定难度。

（3） 回购

此处回购指由私募基金管理机构的经营者或所有者向投资者回购股权。回购退出方式一般事先在占股基金投资私募基金管理机构的投资协议中加以约定，回购的触发条件通常为私募基金管理机构在特定时间内的资产管理规模或绩效收益金额等。在回购条件触发的情况下，被投资机构或其股东就应以一定金额回购占股基金所持有的股权，确保占股基金在达到一定的收益率的前提下实现退出。这种退出方式对占股基金而言相对稳定，但在其拟投资的私募基金管理机构引入占股基金的意愿并不强烈时，很难要求其接受占股基金提出的回购条款。

由此可见，退出不畅是占股基金所面临的一大难题，无论何种退出路径，都存在不少障碍。占股基金在每投资一个标的前，都应考虑到退出难度，与拟投资基金管理机构协商双方都可接受的退出方式。

第四章 中国团队发起设立美元基金¹⁸³

第1节 相关中国法律问题

2018 年以来，国内市场上人民币基金的募集节奏有放缓趋势，同时仍有众多项目搭建红筹架构在境外融资并最终在境外证券市场实现上市退出。相对于人民币基金而言，美元基金拥有一系列的相对优势，其不仅便于面向全球投资者募集资金，同时还拥有更多样化及更具确定性的退出渠道。这些美元基金的相对优势都进一步推动了募集美元基金的需求，很多原来只是管理人民币基金的中国团队也开始考虑或着手募集设立美元基金。在中国团队发起设立美元基金过程中，除了基金设立法域的相关法律问题外，在架构设计及搭建中还涉及一系列中国法律问题。

1.1 境外投资核准

在中国现行有效的法律法规下，中国境内基金管理机构通过直接开展境外投资的方式在中国境外发起设立美元基金首先将涉及中国境外投资主管部门的核准，具体而言主要包括国家发改委和商务部门各自关于境内企业境外投资的核准。

根据国家发改委于 2017 年 12 月 26 日发布并于 2018 年 3 月 1 日起生效的 11 号令，“新设或参股境外股权投资基金”属于该法中所称的境外投资活动，对于中国境内企业直接或通过其控制的境外企业开展的“敏感类项目”（包括“涉及敏感国家和地区的项目”和“涉及敏感行业的项目”）的境外投资活动，由国家发改委实施核准管理。根据商务部于 2014 年 9 月 6 日发布并于 2014 年 10 月 6 日生效的《境外投资管理办法》（商务部令 2014 年第 3 号），企业境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的，实行核准管理。根据国家发改委和商务部门各自的规定，境外投资项目如属于敏感类项目则需经核准方可实施。

根据国家发改委、商务部、人民银行、外交部于 2017 年 8 月 4 日发布并于同日生效的《关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》的规定，“在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台”为限制开展的境外投资项目，必须经过经境外投资主管部门核准方可进行。据了解，截至目前经境外投资主管部门核准境内投资主体在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台的公开案例尚非常有限，中国境内基金管理机构或境内团队成员于境外发起无具体实业项目的美元基金是否可顺利获得核准存在较大的不确定性。

鉴于中国境内基金管理机构于境外发起美元基金是否可顺利获得核准存在较大的不确定性，据了解，实践中存在一些中国境内基金管理机构采取替代安排，

¹⁸³ 本文中所谓“美元基金”是指依照中国境外法律在境外募集成立的私募股权投资基金。此等基金通常以美元为募资币种，但亦非绝对。此等基金的投资标的主要覆盖在中国境内运营或其他与中国有紧密联系的项目，通常在境外市场（也可以在境内市场）完成退出。

由其管理团队成员以该等自然人个人名义开展境外投资发起设立美元基金及相关实体。需特别注意，根据 11 号令的规定，境内自然人通过其控制的境外企业或香港、澳门、台湾地区企业对境外开展投资的，应参照该法规定执行。

1.2 境外投资外汇登记

中国境内基金管理机构或团队中中国境内居民直接开展境外投资的方式在中国境外发起设立美元基金，还将涉及相应境外投资的外汇登记问题。

如若是境内基金管理机构经核准直接在境外投资设立境外股权投资基金（无论是有具体实业项目或无具体实业项目的股权投资基金或投资平台），该等获准开展境外投资的境内基金管理机构可直接依据国家外汇管理局于 2009 年 7 月 13 日发布并于 2009 年 8 月 1 日生效的《境内机构境外直接投资外汇管理规定》（汇发[2009]30 号）的规定办理相应的境外直接投资外汇登记手续。

如若是管理团队成员以该等自然人个人名义开展境外投资发起设立美元基金及相关实体，涉及的外汇登记则应根据国家外汇管理部门关于境内个人外汇管理的相关规定执行。根据中国人民银行于 2006 年 12 月 25 日发布并于 2007 年 2 月 1 日起生效的《个人外汇管理办法》（中国人民银行令[2006]第 3 号）的规定，境内个人开展境外投资均需办理境外投资外汇登记，如未登记则将受到外汇管理部门处罚。但截至目前，外汇管理部门仅就境内居民个人返程投资涉及的境外投资外汇登记发布了相应的操作规程，符合返程投资的情况可根据国家外汇管理局 2014 年 7 月 4 日颁布实施的《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发[2014]37 号）的规定办理外汇登记手续，而其他方式的境内个人境外投资面临因无相应规程可依而无法办理外汇登记的困境。

1.3 在中国境内的募集监管

虽然美元基金设立在中国境外，但如基金管理团队有意在中国境内从事资金募集活动并接纳中国大陆的投资者对美元基金出资，则在中国大陆开展募集活动应当遵守中国法律法规对于企业注册运营及私募投资基金募集活动的相关规定。截至目前，中国私募行业的监管部门尚未对在中国境内开展募资活动的境外基金或其管理机构规定任何明确的登记或报备要求，但这并不意味着美元基金在中国境内的募资活动不受任何规制或监管。美元基金如计划在中国境内募资，应当确保在募集活动中严格遵守关于在中国从事生产经营活动以及开展私募的所有相关法律规定，避免触碰非法私募、非法集资及公开募集等监管红线。

1.4 CRS

2014 年 7 月，经济合作与发展组织（OECD）发布了《金融账户涉税信息自动交换标准》，其中明确了统一报告标准（Common Reporting Standard, “CRS”），

对金融机构收集和报送外国税收居民个人和企业账户信息的要求进行了规定。《金融账户涉税信息自动交换标准》以签署信息申报协议国家（地区）间的互惠为基础，分为双边协议和多边协议，签署协议的国家（地区）分为 CRS 需申报国家（地区）（CRS Reportable Jurisdiction）和 CRS 参与国家（地区）（CRS Participating Jurisdiction），前者主管当局为信息接收方，后者主管当局为报告方，根据协议，报告方应向信息接收方提供报告方辖区内金融机构收集的属于信息接收方的税务居民账户信息。

2015 年 12 月，国家税务总局签署了《金融账户涉税信息自动交换多边主管当局间协议》，成为 CRS 的缔约国，中国既是 CRS 需申报国家（地区）亦同时是 CRS 参与国家（地区），代表着中国可以收集其他国家（地区）税务主管当局向中国报送的中国税务居民信息，同时国家税务总局也会收集外国税务居民信息并向相关国家（地区）报告。2018 年 9 月，国家税务总局与其他国家（地区）税务主管当局已完成第一次交换信息。

随着全球税务透明制度的广泛推行，众多热门的美元基金设立地区均已先后加入 CRS，包括开曼群岛、英属维京群岛、卢森堡及新加坡等，意味着在该等国家（地区）设立的美元基金作为 CRS 项下的金融机构，均应按照 CRS 要求收集投资人的账户信息，就其中中国税务居民的信息，将由相关国家（地区）税务主管当局进一步归集后向中国报告，报告的信息范围包括但不限于个人账户持有人的姓名、地址、税收居民国、出生日期、纳税人识别号、账号或类似信息，国家税务总局据此可以获悉中国税务居民在境外美元基金的投资情况信息。需注意的是，根据《中华人民共和国个人所得税法》，中国税务居民个人从中国境内和境外取得的所得，均应当缴纳个人所得税。类似的，根据《中华人民共和国企业所得税法》，中国居民企业就其来源于中国境内和境外的所得均应当缴纳企业所得税。

第2节 常见美元基金设立地及监管¹⁸⁴

在选择美元基金设立地时，基金管理人通常会综合考虑多方面因素，包括基金架构灵活度、当地基金监管规范程度、投资人的接受和熟悉度、专业服务市场成熟度、税收政策等等。目前市场上比较常见的美元基金设立地主要有开曼群岛、英属维京群岛等离岸税收优惠地。此外，考虑到特定地区的投资人要求、项目所在地、管理团队运营地、合规要求等情况，基金管理人选择的其他常见美元基金设立地或运营地还有美国、卢森堡、香港、新加坡等国家和地区。

与中国私募基金监管体系类似，各国（地区）通常将私募投资基金归为金融

¹⁸⁴本节仅基于截至本章节撰写时我们对相关法域的相关法律的了解和过往相关项目经验针对常见的美元基金设立地的监管要求和实践进行一般性介绍，内容仅供初步参考。就相关法域的最新监管规则及具体项目中任何具体问题分析意见，应以具体项目中聘任的专业顾问意见为准。

类企业或类金融类企业，由当地主管金融或证券行业的主管部门主导监管，对基金募资、基金管理和基金运营等活动予以规范。

2.1 开曼群岛

开曼群岛（“开曼”）得益于其法律体系的相对完善和成熟，受到了市场上许多美元基金的青睐。由于在开曼设立私募基金的历史由来已久，相关判例以及法律法规执行更加有可预期性，投资人对相关法律文件亦更加熟悉。虽然开曼的税收政策优惠，但近年来也受到了欧盟等地区的高度关注，认为开曼的制度缺乏经济实质基础，为通过在开曼搭设架构而偷税避税的行为提供了便利。因此，近年来开曼为配合全球税收制度透明与合作制度推行，先后出台包括《国际税务合作（经济实质）法》（“开曼《经济实质法》”）、《私募基金法案》、《共同基金（修订）法案》在内的各项法案，对投资基金和基金管理业务提出了更高的合规要求。开曼主要的基金监管机构为开曼金融管理局（Cayman Islands Monetary Authority, “CIMA”）。

（1） 投资基金监管

依据基金是否允许投资者主动赎回基金份额，开曼法律体系下将投资基金分为开放式投资基金和封闭式投资基金，分别适用不同的法律。开放式投资基金由开曼《共同基金法》主要规范，而封闭式私募投资基金则适用开曼《私募基金法案》。

针对开放式基金，又称共同基金，《共同基金法》将其分为四类，分别适用不同程度的注册、登记、持牌和合规的监管要求，从相对宽松到严格排序为：

- (i) 第 4（4）条基金：第 4（4）条基金指《共同基金法》第 4（4）条定义的共同基金，其投资人人数少于 15 人且通过持多数基金权益的投资人投票可任命或撤换基金的运营方。过去该类基金属于豁免类，不适用《共同基金法》的监管，但 2020 年 2 月 7 日开曼政府颁布的《共同基金（修订）法案》正式将该类基金纳入监管，并要求该类基金向 CIMA 进行注册；
- (ii) 注册共同基金：注册共同基金是共同基金中最普遍、数量最多的一种。注册共同基金无需取得牌照，也无需由一个开曼持牌的行政管理人为其提供位于开曼的总办事处；其只需向 CIMA 进行注册，提交相关文件。满足以下条件之一的共同基金可被申请成为注册共同基金：（x）投资者的最低认购额为 10 万美元或等值的其他货币；或（y）基金的权益份额在 CIMA 指定的证券交易所（包括场外交易所）挂牌交易；
- (iii) 受管理的共同基金：一般适用于投资者不符合注册共同基金要求的零售基金，需要有一个开曼持有牌照的行政管理人为其提供位于开曼的总办事处；

- (iv) 持牌共同基金：该类基金需要向 CIMA 申请共同基金牌照，监管最为严格。

针对封闭式私募投资基金，为配合推行全球税务透明和合作制度，回应欧盟要求将集合投资计划全面纳入监管的要求，开曼政府在 2020 年 2 月 7 日颁布《共同基金（修订）法案》的同时也颁布了《私募基金法案》，首次要求过去不受监管的封闭式私募基金也要向 CIMA 进行注册，并且私募基金在日常运营中需要满足相关的监管要求，包括年度审计、估值、基金财产的安全托管、现金监管、证券识别等。根据《私募基金法案》对私募基金的定义，私募基金将“汇集”投资者资金并以“分散”投资风险为目的，因此根据我们近期与开曼律师的沟通，有的开曼律师认为仅有单一投资人及仅有单一投资的实体，由于不具备私募基金“汇集”投资者资金、以“分散”投资风险为目的的特征，不属于私募基金法的适用范围，暂时无需进行注册。

（2） 基金管理人、投资顾问监管

与大多数国家和地区类似，除对投资基金本身外，开曼政府也同时监管基金设立与运营过程中的其他参与者，包括基金管理人、投资顾问、经纪人等，该等参与者将可能被视为从事证券投资业务从而适用开曼《证券投资交易法》，可能需要向 CIMA 进行登记或取得牌照。根据现行的《证券投资交易法》，依据监管程度不同，可以将基金管理人和基金投资顾问分为三类：

- (i) 免于登记人士：免于登记人士将不被视为从事证券投资业务而无需进行任何登记或注册，常见的免于登记人士包括合伙企业的普通合伙人(GP)，即自行管理基金的 GP，如满足下述前提条件则无需登记：(x) 不因从事该等证券投资业务而单独取得报酬；且 (y) (i) 除以 GP 身份履行职能所必须或附带外，不得对外以提供证券投资业务示人；或 (ii) 系代表取得牌照或豁免的公司、合伙或信托从事证券投资业务；
- (ii) 登记人士：无需取得正式牌照但需在基金首次交割前向 CIMA 进行登记，常见如在 GP 外单独设立基金管理人的开曼私募基金中，如基金管理人和投资顾问仅为专业人士、高净值人士提供基金管理、投资顾问服务，则符合登记人士的条件。需要注意的是，实践中投资基金本身即可被视为基金管理人、投资顾问的服务对象，因此只要投资基金符合专业人士或高净值人士的标准即可，市场上大多数基金均可以符合前述标准；
- (iii) 持牌人士：指无法满足免于登记人士或登记人士条件的证券投资业务从业主体，其应当向 CIMA 申请并取得牌照后方可开展相关业务。

正如本小节开头所述，由于开曼的税收优惠、注册便利、实质监管要求相对较宽松等因素，近年来受到了欧盟等地区的重点关注。有鉴于此，开曼政府于 2018 年 12 月 21 日发布了开曼《经济实质法》，根据该法和相关指引，从事基金

管理业务的相关实体需要满足经济实质法的实质要求。就从事基金管理业务，现行的相关指引明确，基金管理业务是指根据开曼《证券投资交易法》持牌或授权从事需要行使自由裁量权（exercise of discretion）的证券管理业务。此外，投资基金并不适用于《开曼经济实质法》，目前无需满足经济实质要求。

2.2 英属维尔京群岛

与开曼类似，英属维尔京群岛（“BVI”）亦拥有十分优惠的税收制度，且注册实体非常便利。同时，因其商业公司法律制度的先进与成熟，BVI也一直是离岸公司制基金的重要设立地，尤其受到对冲基金的欢迎。除商业公司制度外，BVI也不乏其他实体类型可作为基金载体，常见的包括有限合伙和单位信托。BVI金融服务委员会（BVI Financial Service Commission, “FSC”）为BVI的主要基金监管主管机构，负责监督和管理BVI域内的投资基金与基金服务业务。

（1） 投资基金监管

BVI是境外开放式基金的主流设立地，BVI为开放式基金设置了丰富的可选基金类型，根据基金的投资人数量、募集方式、运营期限等因素不同，创设了不同的基金类别，提供给基金管理人选择采用。根据BVI《证券投资业务法》（“SIBA”），开放式基金的可选类型包括：

- (i) 孵化基金：孵化基金最多只能接纳 20 位投资者，且每一投资者对基金的初始投资金额不低于 2 万美元，基金的总净资产不得超过 2000 万美元。孵化基金至多可以运作 2 年，经 FSC 同意可以申请再延长 12 个月，前述期限届满后孵化基金必须申请认定为获准基金、私募基金或专业基金，否则应当终止基金运营。孵化基金的监管要求相对简单，比如其不必须要指定管理人、行政管理人或托管人，也无需进行审计；
- (ii) 获准基金：与孵化基金一致，获准基金最多也只能接纳 20 位投资者，且基金的总净资产不得超过 1 亿美元。获准基金主要是针对适用于小规模基金的基金，其与孵化基金不同的是其资产规模限制相对宽松一些，且无运营期限限制，但同时其监管要求也较孵化基金稍微严格一些，包括其虽亦无需进行审计，但需要聘用行政管理人；
- (iii) 私募基金：私募基金对投资者的最低投资额度及投资者的专业程度没有特定限制，但要求私募基金必须以私募方式募集，或者最多仅可以接纳 50 位投资者。私募基金的监管要求相较孵化基金和获准基金都要更严格，包括但不限于私募基金原则上需要指定基金管理人、行政管理人、托管人并进行基金审计，仅在特定情况下可以豁免指定基金管理人、托管人和/或审计师；
- (iv) 专业基金：由于专业基金无投资人数量限制或基金净资产限制，是 BVI 共同基金中最受欢迎的一种基金形式，专业基金的投资者需为专业投资

者，每一专业投资者原则上对基金的初始投资金额不得低于 10 万美元，但基金管理人、行政管理人、基金管理员工等人士不受 10 万美元投资金额限制。前述专业投资者是指满足下列条件之一的投资者：(x) 其日常所涉足的投资业务与该类基金具有一定相似性；或 (y) 其个人资产净值或与配偶共同持有资产净值超过 100 万美元。专业基金的监管要求与私募基金基本类似；

- (v) 公募基金：公募基金为零售基金，公募基金的监管要求是所有基金中最严格的，其必须指定基金管理人、行政管理人、托管人并进行基金审计，仅在特定情况下可以申请豁免指定托管人。公募基金应在其开展业务前向 FSC 申请登记，且应当披露和登记其募资文件，该募资文件的内容需要符合 SIBA 的披露要求。

与开曼相同，BVI 作为离岸实体热门的避税注册地，也备受欧盟等地区的关注。相应的，BVI 为了回应欧盟将集合投资载体全面纳入监管的呼吁，也于 2019 年发布了 SIBA 修正案，除开放式基金外，明确将封闭式基金正式纳入监管范围。该修正案已于 2019 年 12 月 31 日生效。根据修正案，BVI 新设一类基金类别——私人投资基金。私人投资基金是指满足下列条件的基金：(i) 该基金收取并汇集投资者资金进行集体投资和分散投资组合风险；且 (ii) 基金权益持有人有权获取基于公司、合伙企业、单位信托或其他机构的全部或部分净资产中所占比例权益的价值计算得出的一笔收入。私人投资基金应当在业务开展后 14 天内，向 FSC 申请认可成为私人投资基金。在正式收到认可证书前，该基金仅可继续运营不超过 21 天。根据现行规定，FSC 仅在私人投资基金满足下列条件的前提下，方会认可某一基金为私人投资基金：(i) 仅能接纳不超过 50 名投资者，(ii) 仅能按照私募方式募集，或 (iii) 仅能接纳专业投资者，且专业投资者对基金的初始投资金额不低于 10 万美元。即私人投资基金性质上应当与前述私募基金或专业基金的特征一致。

(2) 获核准管理人 (Approved Manager)

根据 SIBA，原则上基金管理人和投资顾问需要持牌方能开展相关基金服务，但 BVI 提供了一类特殊的管理人类别，即获核准管理人。获核准管理人无需持牌即可提供一定基金管理和投资顾问服务。FSC 对获核准管理人的监管要求相对持牌机构低，无需满足持牌机构一系列披露和合规要求，但需要指定一位合格的授权代表，且拥有至少 2 名董事，此外需要向 FSC 提交年报并缴纳年费等。实践中，申请获核准管理人的流程比较便利，申请人仅需要向 FSC 递交一份简单的申请表即可，但申请人需要在申请表中确认其是适格且适当的。获核准管理人可以向各类基金提供基金管理服务，包括前述各类开放式基金和私人投资基金，但 FSC 对其管理的基金规模设置了上限，获核准管理人在管开放式基金规模上限为 4 亿美金，在管封闭式基金规模上限为 10 亿美金。

与开曼类似，BVI 作为同样重要的离岸金融中心，为配合推行全球税务透明和合作制度，也于 2018 年 12 月 19 日颁布了《经济实质（公司和有限合伙）法》（“BVI《经济实质法》”），并于此后颁布了相关规则。根据 BVI《经济实质法》及相关规则，与开曼类似，投资基金也不属于经济实质法项下的相关业务，无需符合经济实质要求，且根据现行的规则，经济实质要求仅适用于在 BVI 持牌从事基金管理业务的主体，因此根据我们近期与 BVI 律师的沟通，实践中经济实质要求未适用于获核准管理人。

2.3 美国

基金行业在美国有较为成熟的发展史，相应地，在美国，围绕证券发行、证券交易、风险投资、投资公司监管、投资顾问监管、员工退休收入保障、税务等不同方面，也长期演化出了较为健全而复杂的法律和监管体系。就美国本土设立地而言，美国特拉华州（State of Delaware）由于其历史悠久和健全的成文立法和司法判例及成熟的法律和金融专业服务等优势，一直为美国乃至国际上私募基金最为主流的私募基金设立地之一。值得注意的是，由于美国对证券发行、交易等相关活动实施强监管，因此不仅是美国本国设立的私募基金需要符合美国相关法规的要求，基于美国的域外管辖权，美国相关法规亦同样适用于那些在美国域外设立的私募基金。在现行美国法律体系下，私募基金的主要活动被归类为证券发行与交易，因此私募基金主要受到美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，“SEC”）的监管。

（1）投资公司登记与豁免

根据《1940 年投资公司法》（“《1940 年投资公司法》”），私募基金，不论其于美国域内还是域外设立，原则上均属于《1940 年投资公司法》所定义的“投资公司”，需要向 SEC 申请登记并接受其作为投资公司相关监管。但一旦登记为投资公司，需要符合较高的披露和合规要求，因此实践中，私募基金通常会通过依赖于《1940 年投资公司法》项下提供的豁免条款而排除登记义务。

实践中，比较常用的两个豁免条款分别是《1940 年投资公司法》第 3（c）（1）条和第 3（c）（7）条。第 3（c）（1）条和第 3（c）（7）条均要求基金仅能通过私募发行，即未曾且不计划进行公开发售基金份额，除此之外，两条豁免规则分别规定了额外的适用要求。第 3（c）（1）条规定，如某一基金的基金份额受益所有人不超过 100 人，则无需按照投资公司进行登记和监管。需注意的是，《1940 年投资公司法》对如何计算受益所有人数量存在一套特殊的规则，而不可简单地将受益所有人和基金直接权益持有人画上等号。针对特定的权益持有人，需穿透计算其自身投资者人数，而普通合伙人和具备丰富知识的员工则无需计入受益所有人的总数当中。由于第 3（c）（1）条的豁免规则限制了投资者人数，因此一定程度限制了基金的规模，对于不能符合前述要求的私募基金，还可以依赖

《1940年投资公司法》第3(c)(7)条豁免。根据第3(c)(7)条，如某一基金的基金份额仅由合格购买者（Qualified Purchaser）持有，则可不按照投资公司进行登记和监管。根据现行规定，合格购买者包括拥有不低于500万美元投资资产的自然人（包括与其配偶共同拥有一个联名账户、夫妻共同财产或者其他相似共享所有权益）；以及在享有自由裁量权的前提下持有不低于2500万美元投资的实体。如某一实体的权益持有人全部为合格购买者，则该实体也被视为合格购买者。合格购买者的认定标准可以由SEC视情况不时进行调整。私募基金如满足任何一项豁免条件，可以直接适用豁免，无需就豁免本身进行专门的备案或取得监管机关的专门确认。

（2） 投资顾问/基金管理人注册与豁免

根据美国《1940年投资顾问法》（“《1940年顾问法》”），原则上，位于美国的投资顾问以及向美国客户提供顾问服务的域外投资顾问应当在美国进行投资顾问注册。《1940年顾问法》对于“投资顾问”的定义较为宽泛，基本上私募基金中的基金管理人和投资顾问都会落入该范畴。注册投资顾问（Registered Investment Adviser）将受到SEC严格的监管，包括但不限于向SEC披露定期报告，并受到SEC的实质监督。总的来说，美国《1940年顾问法》对投资顾问注册与报告、禁止性业务活动都做出了较为详细规定，特别是禁止投资顾问在从业过程中做虚假或误导性陈述、操纵或滥用重大非公开信息，或者其他欺诈行为，作为保护投资者的重要利器，将信义义务（Fiduciary Duty）施加于投资顾问，进一步加强对投资者的保护。

许多美国本土和较大的国际化基金管理机构均在美国注册为注册投资顾问，但对许多美国域外的基金管理机构来说，由于监管和合规要求严格，注册为注册投资顾问可能会较大程度提高其运营和合规成本。与《1940年投资公司法》类似，《1940年顾问法》也提供了一些豁免规则，基金管理机构可以通过依赖该等豁免规则免于注册为注册投资顾问，但与上述第（1）部分所述投资公司豁免规则不同，即使投资顾问被豁免注册，其仍有可能需要向SEC备案为被豁免的报告顾问（Exempt Reporting Adviser），且这里的豁免仅指可豁免SEC注册要求，但ERA仍有保留相关记录并履行定期报告的义务。常见被豁免的报告顾问主要包括风险投资基金的投资顾问以及私募基金顾问，前者是指向符合特定条件的风险投资基金提供投资顾问服务的机构；而后者为中小型私募投资顾问，进一步根据其主要办事处和营业地是否位于美国分为美国投资顾问和非美国投资顾问，这两种投资顾问均设置有在管基金财产规模上限。

需要注意的是美国作为联邦制国家，除考虑联邦层面的注册外，还应同时考虑是否需要按照各州法律要求在所在州进行注册、备案、报告并符合本州层面的合规要求。

当然，对于外国基金管理机构，如其确与美国关联十分有限，则无需在美国进行任何备案或注册。具体而言，对于在美国域外的投资顾问，如满足下列条件，可被认定为属于外国私人顾问，可以豁免注册及报告义务：（i）在美国没有营业场所；（ii）在美国的私募基金的客户或投资人不足 15 名（在统计上述的 15 名客户时候，需要将基金中的美国投资人计算在内，但不会重复计算）；（iii）受托管理的上述美国的客户或投资人的资产累计少于 2,500 万美元或 SEC 规定更高金额；且（iv）不以“投资顾问”的名义出现在美国公众面前，但是可以作为顾问参与遵守《D 条例》（Regulation D，见下文分析）在美国境内的私募。如任何基金管理人或投资顾问属于外国私人顾问的，其无需向美国监管机构备案或进行报告。

（3） 基金募集规则

除对基金和基金管理人/投资顾问的监管外，美国对募集行为本身也规定了一系列详细的注册和披露规则。

就联邦层面，根据《1933 年证券法》（“《1933 年证券法》”），除非满足相关的豁免情形，所有对外募集和销售证券的行为（不论发生在美国域内还是域外）均应当通过向 SEC 提交注册声明（registration statement）而在 SEC 进行注册。

《1933 年证券法》规定的“证券”定义非常宽泛，通常的基金份额均属于该“证券”的范畴，因而投资人认购基金份额、基金募集和销售等行为将受到《1933 年证券法》管辖。

实践中，就私募基金而言，通常依赖于一些“安全港”规则而豁免注册。常见的安全港包括：（i）如基金向美国人士募集，则可以依赖于《D 条例》，从而豁免在美国联邦层面的登记要求；（ii）如基金未向美国人士募集，则可以依赖于《S 条例》豁免登记要求。

按照《D 条例》，基金的发行通常可依赖于第 506（b）条规则或者第 506（c）条规则从而获得 SEC 登记的豁免。根据第 506（b）条，基金可以向不限制人数的获许投资者（accredited investor）以及与不超过 35 名其他投资者（其他投资者应具备充分的能够评估该项投资的收益及风险的能力，且获取相应的披露信息）募集，但是不得采取广告或一般性劝诱（general solicitation）的方式进行基金宣传与募集。第 506（c）条则允许特定情况下进行一般性劝诱，前提是基金必须采取“合理措施”（reasonable steps）核实所有的认购者是否均为获许投资者，并且基金合理信赖所有投资人均满足获许投资者的要求。根据《D 条例》，适用《D 条例》下相关豁免条件的基金需要在不晚于基金首次出售基金份额（投资者完成基金份额认购的相关交割日）后的 15 日内向 SEC 提交 D 表格（Form D），并且在适用的情况下需要对 D 表格进行更新。

按照《S 条例》，如希望适用该安全港规则豁免登记的，应首先满足如下两个基本条件：（a）离岸交易（offshore transaction），基金的募集或份额转让应通

过“离岸交易”的方式进行。“离岸交易”通常应满足如下条件：(i) 未向位于美国境内的投资者（认购或受让基金份额）发出要约；且(ii) 在投资者确认购买意向时（如签署基金认购文件或受让文件等），该投资者身处美国境外（或基金发行方/转让方合理相信该投资者身处美国境外）；且(b)没有定向销售行为(directed selling efforts)，该项要求主要针对基金募集过程中发行方采取的募集方式，适用主体不得在美国境内或向美国人士作出“定向销售行为”。“定向销售行为”一般指就某项证券采取的以影响美国市场为目的、或合理预期可能影响美国市场的行为，包括在美国国内进行广告宣传等。

此外，在 SEC 作为联邦证券法的监管和执行机构之外，美国各州都有自己的证券监管机构，执行本州的证券发行规则，即“蓝天法”（Blue Sky Law）。如基金发行方向特定州的投资者进行基金募集，除了遵守《1933 年证券法》等联邦证券法律法规以外，其还应遵守该投资者所在州的州证券法律法规。

2.4 香港

作为亚洲最为重要的金融中心和国际财富和资产管理中心之一，香港一直以来都是资产管理人面向全球投资者募资、进行全球资产配置的关键环节。不仅有毗邻中国大陆这一全世界最为重要和活跃的私募股权投融资市场之一的绝佳地理位置，香港还拥有灵活而庞大的资本市场及大量专业金融投资及相关服务行业机构和人才网络等发展私募基金管理业务的绝对领先优势。香港主要的基金行业监管机构为香港证券及期货事务监察委员会（Securities and Futures Commission，“SFC”）。

（1） 投资基金监管

虽然香港拥有众多发展私募基金产业的优势，香港私募基金行业发展却长期面临一个现实。虽然有众多私募机构将香港作为旗下美元基金的重要运营中心，但这些美元基金中却极少有在香港本土设立的在岸基金，绝大多数都是设立在开曼、BVI 等地的离岸中心的离岸基金。开曼、BVI 等离岸中心不仅通常有着香港等在岸中心难以匹敌的免税待遇优势，近年来还紧贴私募行业发展需求出台了一系列的法规来促进私募行业发展。更为多样的基金形式和架构选择、更为灵活的基金条款设置可能、更低门槛的行业准入、更为低廉的基金设立和维护成本等都是私募机构选择在离岸中心设立美元基金的重要原因。反观香港，不仅作为私募基金设立地在税收优惠政策上相对于离岸中心而言存在劣势，香港现行有效的有限合伙企业法和公司法等企业组织法规亦未能创设更适于私募基金运作需求的基金组织形式，种种因素导致仅有极少数的私募基金选择在香港本土设立。

不过，近年来开曼、BVI 等离岸中心迫于国际压力出台了一系列旨在加强离岸实体经济实质要求、税收透明、行业监管的规则，使得在离岸中心设立私募基金的成本有所增加。与此同时，离岸实体相对于受监管的在岸实体而言在银行账

户开立、投资审核等方面面临的问题并无实质改善。虽截至目前尚未形成一股明显的“上岸”趋势，但有越来越多的私募机构开始关注和探讨在香港、新加坡等在岸金融中心设立美元基金的可能。为吸引更多私募基金选择落户香港，推动私募基金在港发展，带动香港私募股权投资并促进香港专业服务行业进一步发展，香港政府及立法机关在过去几年也做了许多努力和尝试，包括出台香港开放式基金型公司(open-ended fund company, “OFC”)制度、筹备有限责任合伙制私募基金 (limited partnership regime for funds, “LPF”)制度等新法例引入新的基金结构、优化私募业务相关金融业务牌照发放流程及完善私募基金税收优惠政策等。

在香港于 2018 年 7 月引入 OFC 制度前，在香港设立的开放式投资基金通常都是以单位信托 (unit trust) 的组织形式设立 (因为在减资、收益分配等方面存在诸多限制，香港《公司条例》下的“公司”很少被用作基金载体)。就封闭式投资基金而言，虽可以根据《有限责任合伙条例》采取有限责任合伙这一私募基金主流组织形式，但由于香港《有限责任合伙条例》已是于一个世纪以前制定，很多条款规定都无法适应投资基金的运营需求 (例如，没有允许更为灵活的出资和收益分配的条款等)，导致实践中只有很少的投资基金以香港有限责任合伙的形式设立。OFC 制度给在香港设立的投资基金提供了一种新的架构选择。OFC 虽然名称中含有“开放式(open-ended)”，但实际上开放式基金和封闭式基金皆可采用。出台了 OFC 制度基础上，香港政府进一步认识到目前香港法下投资基金可以采取的基金架构 (即单位信托和 OFC) 主要为公募基金或对冲基金惯常采取的基金架构，而对于私募股权投资基金而言有限合伙企业仍是最为主流的组织形式，并已着手筹备制订新法例以设立一个切合基金运作的 LPF 制度，鼓励更多的私募基金在香港成立。LPF 立法草案已于 2019 年 12 月提交至香港立法会审议。

(2) 资产管理机构监管

香港金融市场实行金融牌照管理制度。除被豁免的情形外，任何公司，如其并非经授权的金融机构 (authorized financial institution)，其若在香港开展受监管金融业务 (regulated activities)，必须向 SFC 申请金融牌照。任何为该等持牌公司的相应受监管金融业务履行相关职能的个人，应成为该等机构的持牌代表 (licensed representative)，且若该名个人同时为该机构的一名执行董事 (executive director)，其还需经批准成为负责人员 (responsible officer)。未取得相关金融牌照/批准而在香港从事受监管金融活动的机构或者人员，会被追究刑事责任。

截至目前，《证券及期货条例》附表 5 (Schedule 5) 规定了 12 类受规管活动 (其中第 11 类“场外衍生工具产品交易或就场外衍生工具产品提供意见”尚未实施)，与私募基金业务关系最为密切的为第 9 类“资产管理” (asset management)，其对应的牌照也通常被称为 9 号牌 (“9 号牌”)。如持有 9 号牌有助于拓展境外资金募集和投资，且持有 9 号牌的香港实体还可以享受香港税收优惠。但同时，

申请 9 号牌会较大幅度增加私募基金管理人的成本，也可能影响管理人的募资进度。根据《证券及期货条例》的规定，需要申请 9 号牌的主体为在香港从事资产管理活动的主体，而《证券及期货条例》中所定义的“资产管理活动”指：(i) 房地产投资计划管理；(ii) 证券或期货合约管理。因此，并非所有涉及香港募资或与香港存在一定关联的私募机构均须取得 9 号牌，判断其是否需要取得 9 号牌一方面要看其业务活动所涉及的标的是否包括“房地产投资计划”、“证券”或“期货合约”，另一方面要看其所从事的业务活动是否构成“管理活动”。就私募股权投资基金管理机构而言，其最可能涉及的为“证券”的“管理活动”。

根据《证券及期货条例》规定，“证券”指的是公司或者非公司团体或者政府主体发行的股份、股票、债权证（debentures）、债券（bonds）、债权股份（loan stocks）、基金或者票据及其权利、期权、权益，或者权益证明书、参与证明书、临时证明书、中期证明书、收据，或认购或购买该等项目的权证，以及其它通常称为证券的权益、权力或者财产；但不包括《公司条例》（Company Ordinance）项下规定的私人公司的股票或债券。不过需注意，SFC 在于 2020 年 1 月发布的《致寻求获发牌的私募股本公司的通函》中明确提到，在判断私募基金的投资组合是否包含属于“资管管理”定义范围内的“证券”或“期货合约”时，其将考虑整个投资组合的部分，如若是通过设置特殊目的公司进行投资将穿透进行审查。

对于“管理活动”，《证券及期货条例》中未作出明确定义。一般认为，此处的“管理”包括以下活动：向客户就证券或期货合约的交易提出建议；作出投资决策、以客户资金进行证券或期货合约交易；向客户分派交易收益；收取管理费用、业绩提成；与第三方服务商接洽并管理资金进出等。根据相关实践经验，SFC 主要的判断依据可能是私募基金管理机构的资产管理职能是否在香港进行，主要通过综合考虑以下几个方面进行判断：(i) 是否有在香港设立关联实体；(ii) 是否在香港存在资金募集宣传活动；(iii) 是否在香港做出相关的投资决策等。具体而言，SFC 实践中常常通过调查相关实体是否在香港有实际办公场所、员工，是否在香港开设账户，是否通过香港账户进行资金结转，以及是否在香港履行交易合同等因素综合判断相关实体是否在香港实际从事了前述相关的资产管理活动。

如前所述，众多在开曼、BVI 等离岸中心设立的美元基金将香港作为运营中心，而一个惯常的架构安排是由该等离岸基金的离岸基金人在香港设立子公司，作为投资顾问为基金管理人提供支持服务。由于该实体设立在香港，但却未直接开展资产管理活动，因此该等于香港设立的投资顾问是否需要申请 9 号牌存在一定不确定性。同时，在前述情况下，该基金投资标的在或不在香港境内也会对判断造成不同的影响。据我们对于“管理活动”的分析和理解，香港投资顾问是否需要申请 9 号牌的关键在于相关的投资决策是否在香港境内作出，而并不与基金是否在香港境内存在投资标的直接关联。若基金文件约定投资决策由境外私募基金管理人或相关主体作出，且香港投资顾问的办公室及人员等安排均仅为境外基金

管理人提供支持性服务，不直接作投资决策，则一般不会构成“资产管理活动”，不需申请 9 号牌。但由于目前香港法律并未对“资产管理活动”做出明确定义，也并未明确界定判断作出投资决策地点的方法，故实践中 SFC 掌握较大的裁量权；尤其若基金在香港境内有投资标的，私募基金管理人与香港的联系加强，可能会发生相关交易活动（如与香港相关投资标的之间资金结转、相关交易合同签署和履行等，统称“交易活动”），导致受到 SFC 监管的可能性增加。实践中 SFC 通常会通过调查前述交易活动来综合判断相关主体（非香港主体也可能面临被调查的风险）是否在香港境内从事“管理活动”从而需要申请 9 号牌。

2.5 新加坡

作为热门的国际金融中心，新加坡是推行在岸基金模式的代表国家之一。所谓在岸基金模式，简单来说就是要求在当地应当有一定经营活动，而不能仅通过注册或挂靠当地注册地址来进行运营并据此享受当地的税收政策。近年来，新加坡为了吸引全球基金管理机构，也积极尝试创设新的法律实体供基金管理机构选用，同时新加坡注重税收政策的建立，除了在本国推行适用于投资基金和基金管理机构的各项税收优惠制度，也通过积极与别国签订双边税收协定，降低双重征税的风险，为基金管理机构创造了良好的法律和税收环境。新加坡金融监管局（Monetary Authority of Singapore, “MAS”）主要负责对基金和基金管理活动进行监管。

根据新加坡《证券及期货法》（Securities and Futures Act），基金管理业务属于的受监管活动，除非符合少量豁免条件，原则上应当在开展相关业务之前向 MAS 申请登记为注册基金管理公司（registered fund management company, “RFMC”）或取得资本市场服务牌照，从而成为持牌基金管理公司（licensed fund management company, “LFMC”）。其中，RFMC 适用于中小规模的基金管理人，其仅可面向不超过 30 名的合格投资者开展基金管理业务，其资产管理规模不得超过 2.5 亿新币。而 LFMC 则可进一步分为（i）注册基金管理公司（零售类），主要适用于公募基金的管理公司，持牌方可向各类投资人开展基金管理业务；（ii）持牌基金管理公司（合格投资者和机构投资者类），其仅可向合格投资者以及机构投资者开展业务；及（iii）风险投资类基金管理人（venture capital fund manager），仅可管理符合要求的风险投资类封闭式基金，且该等基金仅可以向合格投资者以及机构投资者进行募集。

如前所述，新加坡政府要求基金管理机构在当地有一定经营活动，比如，MAS 要求所有注册和持牌基金管理公司均应为在新加坡注册成立的公司，并在新加坡设有常设实体办公室。同时，在人员上，该等基金管理公司应当至少有（i）2 名具备 5 年及以上相关经验的董事，其中 1 人为执行董事且为全职工作的新加坡居民；（ii）2 名代表（可兼任董事和 CEO），且均应为新加坡居民，以及（iii）

2 名具备 5 年及以上相关经验的相关专业人士，且应为全职工作的新加坡居民，该等人士可以包括执行董事、CEO 和代表。由此可见，新加坡相对适合在当地有实质人员活动的基金管理机构落地运营。

就基金组织形式而言，除具备公司、单位信托、有限合伙等基本法律组织形式外，为进一步吸引基金业务，新加坡政府还积极创设了新的基金法律组织形式，在 2018 年底推出了一种专门为集合投资计划定制的法律实体——可变资本公司（variable capital company, “VCC”）。VCC 是一种采取公司组织形式的集合投资工具，但有别于新加坡《公司法案》项下规定的公司，其股本采取可变结构，在满足法律规定和章程约定前提下，无需经过股东的批准并不受限于适用于一般公司减资的繁复程序，可灵活的发行和赎回股份，并可以使用净资产来支付股息。VCC 可以设立为单一基金，也可以设立为伞形基金。作为在岸基金，VCC 必须具有足够的新加坡当地经营实质，包括但不限于必须为一家 MAS 监管或豁免的机构担任基金管理人、必须在新加坡拥有注册办公室、必须委任一名新加坡当地公司秘书、必须聘任一名新加坡审计机构以及必须有至少一名新加坡居民担任董事等。符合相关要求的前提下 VCC 可享受新加坡在岸投资基金的相关税收优惠。

2.6 在欧洲募集私募基金

如美元基金拟向欧洲投资人进行募集，则需要考虑欧洲私募发行规则。不同于前述美国的《D 条例》的报告制度和《S 条例》的直接豁免规则，欧洲许多国家对在该国域内进行的私募基金发行倾向于采用严格监管的态度。

在欧盟层面，欧盟议会于 2010 年通过了《另类投资基金管理人指令》（Directive on Alternative Investment Fund Managers）（“《欧盟另类基金指令》”），该指令对所有在欧盟境内管理另类投资基金、或在欧盟境内发售其基金份额的非 UCTIS 基金（Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities，即公募零售型基金）管理人进行监管。根据该指令，符合条件的另类基金管理人（Alternative Investment Fund Manager, “AIFM”）可以申请取得在欧盟国家发售基金份额的“通行证”（Passport），取得通行证后可以在欧盟地区进行基金募集，但该等募集仍然需要符合《欧盟另类基金指令》的募集要求和条件。值得注意的是，截至目前，非欧盟国家的基金尚不能申请取得此通行证。

《欧盟另类基金指令》对非欧盟国家基金的这一“通行证”规则将在一定程度上阻碍其他国家的基金进入欧盟市场，投资人可投资的基金范围也将被缩小。目前非欧盟国家的基金主要可依赖于两种方式在欧盟国家进行基金募集，包括：

（1） 依赖各国自身的私募规则（national private placement rules, “NPPR”）进行募集。虽然此前欧盟呼吁各国应在 2018 年底或 2019 年初终止其自身的私募规则，将《欧盟另类基金指令》本国化并依照该指令对基金募集行为进行监管，

但截至目前许多国家目前仍保留了其自身的 NPPR 并允许域外基金在符合 NPPR 的条件下在该国发行基金份额。需注意的是，欧洲大多数国家的私募规则仍然相对严格，且每个国家的规定均不尽相同，需要在募集前谨慎考量。如根据意大利的法律规定，投资人投资私募基金的第一次认购金额不得低于 50 万欧元，否则不得投资私募基金。德国法律规定私募基金仅能通过私募形式发售基金份额，并遵守私募说明书（Prospectus）的相关规定，私募说明书应当以书面形式并包含基金规则和损失风险提示等；

（2）依赖于反向邀约规则（reverse solicitation）进行募集。即基金份额的发行行为并非基于发行方的主动行为，而是基于投资人主动向基金管理人提出的邀约，系投资人主动要求基金方向自己提供相关募集材料。需要注意的是各国对反向邀约规则的适用要求和条件各有不同，且实践中如何认定投资人的主动行为也有一定灰色地带，因此可能存在潜在风险，基金管理机构在依赖该规则时需要审慎考虑募集国的法律规定，避免触及红线。

HAN KUN

第五章 结语

中国的私募基金行业从上世纪末萌芽并发展至今，为中国乃至世界实体经济的发展提供了重要的助力，未来，也将继续作为中国经济的重要组成部分，体现其时代意义。相较于诸多西方国家，中国的私募基金行业仍然年轻，过去近十年见证了其规模化和规范化快速发展，如今，虽面临挑战，然变化中也蕴藏机遇。我们相信，这个年轻的行业将陪伴经济的发展不断成熟，日趋规范，在市场中扮演其不可或缺的角色。

HANKUN

汉坤投资基金业务介绍

汉坤是为数不多的最早设置专门从事境内外投资基金设立和运营的律师团队的中国律师事务所之一，汉坤的境内外投资基金设立和运营律师团队（“汉坤投资基金团队”）拥有专职律师近 40 位，分布在汉坤北京、上海、深圳和香港办公室。汉坤投资基金团队同时服务于人民币基金和美元基金两个领域，境内外投资基金经验相辅相成，对投资基金设立和运营有着深厚的全球性理解。

迄今，汉坤投资基金团队已代表客户设立了超过 1,000 支投资基金，包括近 800 支人民币基金和近 300 支美元基金，融资总金额超过 600 亿美元（或等值 4,159 亿人民币）。

联系我们

在此感谢汉坤律师事务所投资基金与资管组全体律师的贡献，也感谢袁世也先生就本《蓝皮书》税务部分相关内容提出的专业意见；如对本《蓝皮书》的内容有任何问题或建议，请联系以下或您熟悉的汉坤律师事务所投资基金与资管组律师。谢谢！



张平

+86 10 8525 5534
evan.zhang@hankunlaw.com



齐华英

+86 21 6080 0296
huaying.qi@hankunlaw.com



周林

+86 10 8516 4188
lin.zhou@hankunlaw.com



冉璐

+86 10 8525 5521
lu.ran@hankunlaw.com



宋继聪

+86 21 6080 0913
vincent.song@hankunlaw.com



杨李

+86 755 3680 6569
li.yang@hankunlaw.com

版权与免责

本《蓝皮书》仅供私募基金行业相关人士参考，不应被视为任何意义上的法律意见或建议。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，请明确注明来源。

HANKUN

北京办公室

北京市东城区长安街 1 号东方广场 C1 座 9 层

邮编: 100738

电话: +86 10 8525 5500

传真: +86 10 8525 5511 / 5522

Email: beijing@hankunlaw.com

上海办公室

上海市静安区石门一路 288 号兴业太古汇香港中心二座 33 层

邮编: 200041

电话: +86 21 6080 0909

传真: +86 21 6080 0999

Email: shanghai@hankunlaw.com

深圳办公室

深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场第三座 21 层 03-04 室

邮编: 518048

电话: +86 755 3680 6500

传真: +86 755 3680 6599

Email: shenzhen@hankunlaw.com

香港办公室

香港中 环皇后大道 15 号置地广场公爵大厦 39 楼 3901-05 室

电话: +852 2820 5600

传真: +852 2820 5611

Email: hongkong@hankunlaw.com

