

私募与基金热点问题解读 及实务分析

金杜律师事务所
KING&WOOD
MALLESONS

私募与基金 热点问题解读及 实务分析

声明：

本资料不代表金杜律师事务所对有关法律问题的法律意见。任何仅仅依照本资料的全部或部分内容而做出的作为和不作为决定及因此造成的后果由行为人自行负责。如您需要法律意见或其他专家意见，应该向具有相关资格的专业人士寻求专业的法律帮助。

本资料中，凡提及“香港”、“澳门”、“台湾”，将分别被诠释为“中国香港特别行政区”、“中国澳门特别行政区”、“中国台湾地区”。

版权声明：

© 金杜律师事务所 2022 年版权所有

金杜律师事务所保留对本资料的所有权利。未经金杜律师事务所书面许可，任何人不得以任何形式或通过任何方式（手写、电子或机械的方式，包括通过复印、录音、录音笔或信息收集系统）复制本资料任何受版权保护的内容。

有关本资料的咨询及意见和建议，请联系：

publication@cn.kwm.com

序言

近年来，国内私募基金行业的专业性和规范化在逐步加强，行业监管部门以及行业自律组织在提升私募基金行业监管标准化和透明度、细化量化监管标准、提升审核效率和便捷性、有效防范化解私募基金行业风险、打击各类违法违规行等方面采取了一系列重要举措，对私募基金行业健康、规范发展起到了重要的示范和引导作用。

金杜作为中国私募基金行业发展的见证者，曾参与或协助大量私募基金推进募集、投资、管理、退出等阶段的各项事宜，金杜还全程见证、参与了中国股权投资基金试点实践的探索与发展及私募基金行业立法、自律规则等规则体系的建立与完善，在私募基金领域积累了大量的经验。我们此前已多次就私募基金行业热点话题及监管实践分享专业观点，本手册进一步整理和汇总了金杜近期对私募基金行业重点、热点问题的专业探讨和解读以期与各位业内同仁及读者分享。本手册整体分为三个部分：第一部分“新规速递及政策解读篇”对近期私募基金行业新的监管规则进行梳理及分析；第二部分“私募基金实务篇”从基金律师角度出发，为私募基金实际运作中的疑难杂症答疑解惑；第三部分“私募基金税务篇”则对私募基金税务规则的适用及新进展提供新鲜观点。

我们相信，一个充满活力、拥有更规范、专业参与者的市场会具有更强的竞争力。如何更好地提高自身适应力和创新力，不断满足市场对专业法律服务的需求，促进私募基金行业规范化专业化发展，是金杜一直以来思索和努力的方向。金杜希望透过本手册与各位读者和业内同仁分享金杜就私募基金行业热点问题的观点和解读，以期有所帮助和启示。



龚牧龙

金杜律师事务所北京办公室
管理合伙人

目录

新规速递及政策解读篇

进一步加强登记备案标准化和透明度基金业协会便利私募基金管理人登记申请新举措出台 005

私募投资基金备案申请材料清单发布 标准化和透明度再升级 008

证监会《关于加强私募投资基金监管的若干规定》正式发布 009

首批私募基金备案案例公示 基金业协会私募基金备案工作透明度进一步提升 013

基金业协会公布第二批私募基金备案指导案例 015

基金业协会发布私募基金管理人登记指导案例 对审核中的突出问题及监管思路进行重申 018

基金业协会更新登记材料清单并发布基金备案关注要点 021

QFLP 政策变化及展望 025

保险资金投资、设立基金再迎政策利好——简析银保监会《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》 032

新规下 PE 玩转定增的法律锦囊 037

创投基金减持新规解读 045

PE 如何成为定增中的战略投资者 052

IPO 股东信息披露新规之十问十答 059

私募基金实务篇

LPA 经济性条款解析 066

LPA 治理性条款解析 071

私募基金的合规募集流程 079

私募股权基金的信息披露 088

当中资基金管理人遇上境外基金——那些不得不说的特殊监管问题 094

对赌协议的去与留——“中止” or “终止” 101

中国美妆市场：私募股权机构如何在中国市场获利后退出 105

私募基金税务篇

QFLP 的外国合伙人如何享受税收协定待遇？ 113

基金投资人的税率是 20% 还是 35%——兼及合伙企业税制十大基本问题 122

创投新风向——简评公司型创投企业税收优惠落地上海浦东 129

投资契约型基金，需要缴纳个人所得税吗？——简评深圳开启的新试点 134

新规速递及 政策解读篇



进一步加强登记备案 标准化和透明度 基金业协会便利私募 基金管理人登记申请 新举措出台

龚牧龙 万敏秀

中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）于2020年2月28日发布《关于便利申请办理私募基金管理人登记相关事宜的通知》（《管理人登记通知》），以文件清单形式明确了私募投资基金管理人登记申请材料及具体要求，大大提高了私募基金管理人登记审核要求及程序的标准化；同时，增设申请机构登记流程公示栏目，私募基金管理人登记进度及私募基金管理人信息进一步公开透明。

一、公布私募基金管理人登记材料清单，提升登记备案标准化

（一）私募基金管理人登记申请材料及要求进一步标准化，做到“单外无单”

基金业协会按照不同类别私募基金管理人登记申请要求，形成了分别针对证券类及非证券类私募基金管理人登记申请材料的清单（“登记材料清单”）。证券类清单有9大类共31项材料，非证券类清单有9大类共32项材料，其中非证券类清单中多了“8、拟投资项目证明资料：拟投资项目投资协议或合作意向书、项目合作方联系方式、拟担任政府引导基金管理人相关政府批文等”，但该项材料非必须提交，如没有可不提交；另外，对于“7、商业计划书”及“28、高管及团队员工投资管理经验证明”两项材料，基金业协会区分证券类与非证券类管理人的不同特点提出了差异化的资料提供要求。除前述外，证券类与非证券类清单内容及要求基本一致。

总体而言，登记材料清单是基金业协会基于私募基金管理人登记相关监管规定及监管实践按照不同类别私募基金管理人登记申请要求进行的分类梳理和汇总，未新增登记要求。基金业协会通过明确公示申请材料清单的方式明确了私募基金管理人登记的审核标准及要求，大大提高了私募基



龚牧龙

gongmulong@cn.kwm.com



万敏秀

wanminxiu@cn.kwm.com

金管理人登记审核的标准化和透明度，使申请机构在准备资料及申请管理人登记时更加有目的性。基金业协会在《管理人登记通知》中强调，基金业协会将依法依规按时按要求办理登记手续，仅就登记材料清单所列事项进行核对或者进一步问询，不会就登记材料清单以外事项额外增加问询，做到“单外无单”，这将大大减少私募基金管理人登记申请过程中的不确定性。

（二）进一步提高审核效率，亦对中介机构专业性提出更高要求

《管理人登记通知》明确，自2020年3月1日起，新提交登记申请的机构应对照登记材料清单，全面、真实、准确、规范地准备登记所需申请材料，并通过资产管理业务综合报送平台（“AMBERS系统”）审慎完整提交申请材料。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，基金业协会将在5个工作日内通过AMBERS系统退回申请材料。

基金业协会对退回补充申请材料的次数进行了明确的限制，如果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，基金业协会将参照《私募基金管理人登记须知》，对申请机构适用中止办理程序。按照《私募基金管理人登记须知》的规定，基金业协会决定中止办理后，申请机构将在此后6个月内无法再次递交私募基金管理人登记申请。

基金业协会通过对审核程序的调整，将进一步提高审核效率，缩短私募基金管理人登记的申请周期，同时也对中介机构专业性提出了更高的要求。在一次登记申请程序中，申请机构只有一次退回补充材料的机会，这要求中介机构对基金业协会关于私募基金管理人登记相关监管要求及审核实践具有充分而全面的理解和把握能力，可以协助申请机构按要求完成所有申请材料或信息的提交或填写，避免出现因申请材料不符合要求导致申请机构的登记申请被中止办理的情况。

（三）明确“新老划断”原则，区分不同情况解决新规出台前后私募基金管理人登记申请程序的衔接问题

针对2020年3月1日前已提交登记申请的机构，基金业协会按照“新老划断”的原则，针对不同情况明确了办理登记的具体规则，具体而言：

2019年9月1日前已收到基金业协会反馈意见且截至2020年2月29日前仍未通过AMBERS系统重新提交补正材料的申请机构，应当对照登记材料清单重新提交申请材料。

在2019年9月1日至2020年2月29日期间已通过AMBERS系统提交了申请材料的机构（含首次提交申请登记的机构及提交补正材料的申请机构），基金业协会不强制要求申请机构对照登记材料清单重新提交申请，将按原申请流程继续办理私募基金管理人登记手续。

自2020年9月1日起，所有尚未办结私募基金管理人登记手续的申请机构应当按照登记材料清单重新准备和提供申请材料。

二、提高私募基金管理人登记透明度，加强已登记管理人信息公示力度

（一）全流程公示申请机构办理登记进度

根据《管理人登记通知》规定，自2020年3月1日起，基金业协会官方网站（www.amac.org.cn）增设了“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基金业协会官方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。

通过该项举措，将进一步提升私募基金管理人登记审核程序的透明度，申请机构可实时查询本机构办理登记的进度，社会公众亦可在基金业协会官方网站上查询每一家申请机构的基本登记信息及办理进度，提高管理人登记审核的可预期性。

（二）增加私募基金管理人公示信息

自2020年3月1日起，基金业协会官方网站“私募基金管理人公示平台”（<http://gs.amac.org.cn/>），增加了以下公示信息：已登记的私募基金管理人实际控制人名称；已填报的高级管理人员姓名、职务及履历；受同一实际控制人控制的关联私募基金管理人等信息。此外，基金业协会在其官方网站陆续上线私募基金管理人股东信息、律师事务所等专项查询功能。随着基金业协会信息公开制度及信息公示系统的逐步完善，信息公开力度将进一步加强。

《管理人登记通知》的发布，进一步提升了基金业协会登记备案的标准化和透明度，使申请机构的资料准备更有目的性和针对性，管理人登记申请的确定性增强。同时，全流程公示登记办理进度以及增加私募基金管理人登记公示信息，进一步提高了管理人登记审核程序的透明度和可预期性。这些新举措将使基金业协会私募基金管理人登记工作进一步公开透明，有利于提高行业整体的规范性和专业化水平。

私募投资基金备案申请材料清单发布 标准化和透明度再升级

龚牧龙 万敏秀



龚牧龙

gongmulong@cn.kwm.com



万敏秀

wanminxiu@cn.kwm.com

随着中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）2019年发布的《私募投资基金备案须知》（《备案须知》）规定的过渡期安排将于2020年3月31日到期，为提高《备案须知》适用后私募投资基金备案工作的公开透明度和备案效率，基金业协会于2020年3月20日公布了私募投资基金备案申请材料清单。

《备案清单》按照不同基金类型，细化梳理形成了证券类投资基金备案、非证券类投资基金备案、基金重大变更和清算三套备案所需材料清单，《备案清单》针对不同的适用情形明确列举了需提交的各项备案材料，并明确了备案材料的内容要求、形式要求、文件格式要求、签章要求等，针对每一项材料的特殊情形进行了具体说明，这使私募投资基金备案工作的标准化和透明度大大提升。

就《备案清单》内容而言，《备案清单》未新增备案要求，是基金业协会结合六年来办理私募投资基金备案的工作实践对已有备案要求的梳理和固化。基金业协会将同步上线资产管理业务综合报送平台系统（“AMBERS系统”）前台校验，备案材料形式齐备的，将进入正式备案办理流程。如备案材料完备，且页签信息填报准确，予以备案通过。如材料不符合要求，将予退回。

与基金业协会此前发布的管理人登记申请材料清单一样，《备案清单》的发布使私募投资基金备案工作更加公开透明，有利于提高私募投资基金备案的可预期性，这些举措将有利于行业整体的规范性和专业化水平进一步得到提升。¹

¹ 《关于公布私募投资基金备案申请材料清单的通知》，见 https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA50TlwODlyMw==&mid=2651824931&idx=1&sn=61adb8141fc08eb333406b3f861b8be0&scene=21#wechat_redirect。

证监会《关于加强私募投资基金监管的若干规定》正式发布

龚牧龙 万敏秀

继2020年9月11日中国证券监督管理委员会（“证监会”）针对私募基金监管发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定（征求意见稿）》后，经充分听取各方意见，2020年12月30日证监会正式发布了《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（《规定》）。《规定》是继2014年《私募投资基金监督管理暂行办法》以来，首个由证监会发布的直接针对私募基金业务的监管规范，是证监会为防范化解私募基金行业风险、严厉打击各类违法违规行的重要举措，表明了证监会加强对私募基金监管的态度。

《规定》的发布对于防范化解私募基金行业风险、规范私募基金行业、促进私募基金行业良性发展，更好地发挥私募基金在提高直接融资比重、支持创新创业、服务实体经济和居民财富管理等方面的作用具有重大意义。证监会在起草说明中提到，私募基金行业在快速发展同时，也暴露出许多问题，包括公开或者变相公开募集资金、规避合格投资者要求、不履行登记备案义务、错综复杂的集团化运作、资金池运作、利益输送、自融自担、侵占或挪用基金财产、非法集资等，严重侵害投资者利益，行业风险逐步显现。《规定》的发布有利于引导私募基金行业树立底线意识、合规意识，同时，其作为部门规范性文件，更宜作为证监会及其派出机构对违规私募机构实施监管和进行行政处罚的依据，便于证监会及其派出机构及时有效认定和处理私募机构的相关问题，对于严厉打击各类违法违规行，严控私募基金增量风险，稳妥化解私募基金存量风险，提升行业规范发展水平，保护投资者及相关当事人合法权益具有积极意义。

《规定》共十四条，证监会结合私募基金行业最新情况和问题，对私募基金监管的底线要求进行了进一步重申和细化，让私募行业真正回归“私募”和“投资”的本源。具体而言，主要涉及如下几个方面：一是规范私募基金管理人名称、经营范围；二是优化对集团化私募基金管理人监管，实现扶优限劣；三是重申私募基金应当向合格投资者非公开募集；四是明确私募基金投资要求；五是强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求，规范开展关联交易；六是明确法律责任和过渡期安排并“新老划断”。

一、重申细化私募基金管理人的规范要求

（一）规范私募基金管理人名称、经营范围

《规定》第三条规定，在名称方面，私募基金管理人应当在名称中标明“私募基金”“私募基金管理”“创业投资”字样，未经登记，任何单位或者个人不得使用“基金”或者“基金管理”字样或者近似名称进行私募基金业务活动；在经营范围方面，私募基金管理人应在经营范围中标明“私募投资基金管理”“私募证券投资基金管理”“私募股权投资基金管理”“创业投资基金管理”等体现受托管理私募基金特点的字样，体现受托管理私募基金的业务属性特点。

（二）私募基金管理人应聚焦投资管理主业，不得从事冲突类业务

《规定》第四条要求私募基金管理人应当围绕私募基金募集、投资、管理作为主业开展业务，不得从事民间借贷、担保、保理、典当、融资租赁、网络借贷信息中介、众筹、场外配资等与私募基金管理存在冲突或无关的其他业务。我们注意到，此处列举的“冲突类业务”的范围与《私募基金管理人登记须知》中规定的“兼营民间借贷、民间融资、融资租赁、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、交易平台等业务”的范围存在一定的差异，关于“冲突类业务”的范围边界待进一步明确。

（三）重申股权架构清晰稳定要求，优化集团化私募基金管理人监管

《规定》第五条要求私募基金管理人股权结构应当清晰、稳定，私募基金管理人的出资人不得有代持、循环出资、交叉出资、层级过多、结构复杂等情形，私募基金管理人在登记时应如实披露其出资结构，不得隐瞒关联关系或者将关联关系非关联化。

另外，《规定》对集团化问题的监管进行了进一步重申和优化，同一单位、个人可以控股或者实际控制两家及以上私募基金管理人，但如存在前述情况应如实说明其设立多个私募基金管理人的合理性和必要性，全面、及时、准确披露各私募基金管理人业务分工，建立完善的合规风控制度，确保集团能对其控制的各管理人“说得清楚、控制得住、负得起责”，同时对内部治理和风控体系良好的集团化私募基金管理人进行差异化监管，实现扶优限劣。

二、重申细化私募基金募集的规范要求

（一）重申细化非公开募集原则，强调私募基金备案要求

就私募基金募集中的禁止规定，中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）在《私募投资基金募集行为管理办法》等规定中已进行了规定，此次《规定》第六条对私募基金募集的禁止规定进行了重申，体现了监管机关对私募基金募集规范性的重视和强调，募集方式作为私募基金和公募基金的核心区别，明确私募基金募集规范对于引导私募机

构合规运营、防范行业风险具有重要作用。在此基础上，《规定》第六条对私募基金募集规范进行了一定的细化，主要体现在：一是明确规定不得以从事资金募集活动为目的设立或者变相设立分支机构；二是明确规定私募基金管理人的出资人、实际控制人、关联方不得从事私募基金募集宣传推介，不得从事或者变相从事前述禁止行为。

此外，《规定》第六条进一步强调，私募基金管理人不得管理未备案的私募基金，私募基金募集完毕，私募基金管理人应当按照规定到基金业协会履行备案手续，此规定是相较于征求意见稿的新增内容，体现了证监会对私募基金备案要求的强调和重申。

（二）重申细化合格投资者要求

《规定》第七条对私募基金合格投资者规则进行了进一步细化：一是细化了《私募投资基金监督管理暂行办法》（《私募办法》）关于合格投资者的范围，明确对国务院金融监督管理部门监管的资产管理产品、合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者视为《私募办法》第十三条规定的合格投资者，不再穿透核查最终投资者，不合并计算投资者人数；二是明确要求投资者通过受让基金份额方式投资私募基金的，仍应当符合合格投资者标准及投资者人数限制；三是明确不得通过将私募基金份额或其收（受）益权拆分转让，或通过单一融资项目设立多只基金等方式，变相突破合格投资者标准或投资者人数限制。

三、重申细化私募基金投资规范

《规定》第八条规定了私募基金投资的禁止事项，其重申私募基金投资活动“利益共享、风险共担”的本质，亦在《私募投资基金备案须知（2019年12月23日）》（《备案须知》）关于私募基金投资活动规范的基础上进行了细化规定：一方面进一步强调私募基金不得从事借（存）贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动的原则，同时结合私募基金投资实践需求，设置了对被投企业提供短期股东借款或担保的例外情形。明确私募基金以股权投资为目的可以按照合同约定为被投企业提供1年期限以内借款、担保，但借款或者担保到期日不得晚于股权

投资退出日，且借款或者担保余额不得超过该私募基金实缴金额的 20%。

另外，《规定》第十条进一步重申了私募基金管理人管理的私募基金不得直接或者间接投资于国家禁止或者限制投资的项目，不符合国家产业政策、环境保护政策、土地管理政策的项目，但亦明确证券市场投资除外。

四、重申细化私募基金运营管理规范要求

（一）强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求

《规定》第九条对私募基金管理人及从业人员等主体提出了规范性要求，主要包括严禁基金财产混同、资金池运作、违规自融、不公平对待基金财产和投资者、从事内幕交易、玩忽职守等违法违规情形，在《备案须知》中对前述内容已有部分涉及。我们提示注意《规定》第九条的如下条款：

一是进一步强调禁止以套取私募基金财产为目的，使用私募基金财产直接或者间接投资于私募基金管理人、控股股东、实际控制人及其实际控制的企业或项目等自融行为；

二是禁止私募基金收益不与投资项目的资产、收益、风险等情况挂钩，包括不按照投资标的实际经营业绩或者收益情况向投资者分红、支付收益等；

三是禁止从业人员利用私募基金财产或者职务之便，以向私募基金、私募基金投资标的及其关联方收取咨询费、手续费、财务顾问费等名义，为自身或者投资者以外的人牟取非法利益、进行利益输送；

四是明确将私募基金管理人的出资人和实际控制人，私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募基金服务机构及其出资人、实际控制人纳入本条监管，明确禁止前述主体不得有本条所列行为或者为该等行为提供便利。

（二）规范关联交易，防范利益冲突

《规定》第十一条在《备案须知》规定的基础上，进一步明确了私募基金管理人应当建立健全关联交易管

理制度，对关联交易定价方法、交易审批程序等进行规范。要求私募基金进行关联交易前，应当按照相关规定及私募基金合同的约定履行决策程序，并应当在投资后及时向投资者充分披露信息，以防范利益冲突，保护投资者权益。

（三）重申细化各参与主体的信息披露义务

《规定》第十二条明确私募基金管理人及其出资人和实际控制人、私募基金托管人、私募基金销售机构和其他私募基金服务机构在登记备案申请时及按规定持续履行信息披露和报送义务时，应确保所提交信息材料及时、准确、真实、完整。同时进一步明确前述主体应积极配合证监会及其派出机构依法履行职责。

五、明确法律责任和过渡期安排

（一）明确违反《规定》的法律责任

《规定》第十三条明确规定，对于违反本规定的私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构和其他私募基金服务机构及其从业人员，证监会及其派出机构可以依照《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，采取行政监管措施、市场禁入措施，实施行政处罚，并记入中国资本市场诚信信息数据库；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。为证监会及其派出机构打击私募基金行业各类违法违规行为提供明确依据。

（二）遵循“新老划断”原则，细化过渡期安排

《规定》第十四条明确，《规定》自发布之日起实施，并对《规定》实施前已登记私募基金管理人不符合《规定》的情况，分类列举了细化的过渡期安排，体现了差异化监管的精神。具体如下：

1. 不符合如下条款的，应当自《规定》施行之日起一年内完成整改：

- （1）《规定》第四条（不得从事冲突类业务）；
- （2）《规定》第五条（股权架构及集团化）；

(3) 《规定》第六条第一款第(九)项(不得以从事募集活动为目的设立分支机构)；

(4) 《规定》第十一条(规范关联交易,防范利益冲突)。

2. 不符合《规定》第六条第三款(基金管理人不得管理未备案的私募基金)的,应当自《规定》施行之日六个月内完成整改,整改期内暂停新增私募基金募集和备案。

3. 不符合如下条款的,证监会及其派出机构可以依照《规定》第十三条(法律责任)进行处理,基金业协会可以依法依规进行处理:

(1) 《规定》第六条第一款第(一)项至第(八)项、第六条第一款第(十)项(私募基金募集中的禁止行为)；

(2) 《规定》第七条(合格投资者规范)；

(3) 《规定》第九条(私募基金管理人及其从业人员禁止行为)；

(4) 《规定》第十二条(私募基金管理人及其出资人和实际控制人、私募基金托管人、私募基金销售机构和其他私募基金服务机构的信息披露义务)。

4. 不符合如下条款的,不得新增此类投资,不得新增募集规模,不得新增投资者,不得展期,合同到期后予以清算:

(1) 《规定》第八条(私募基金投资规范)；

(2) 《规定》第十条(私募基金投资规范)。

总体而言,《规定》进一步重申和强化了私募基金行业的底线要求,同时结合私募基金行业最新情况和问题,在原有监管规则基础上进行了具体细化,形成了对私募基金管理人及从业人员等私募基金行业主要参与主体的行为规范指引,对于规范私募基金行业、优化私募基金行业生态具有积极意义。

首批私募基金备案案例公示

基金业协会私募基金备案工作透明度进一步提升

龚牧龙 万敏秀

继 2020 年发布《私募投资基金备案须知（2019 版）》和《私募投资基金备案材料清单》后，中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）结合 2021 年前后私募基金备案出现的新情况以及备案中的共性问题，筛选出首批代表性案例对外公示，后续基金业协会将本着“成熟一批、发布一批”的原则，适时更新私募基金备案案例公示。

基金业协会案例公示机制的建立，使基金业协会可以针对私募基金行业新情况新问题，第一时间向私募行业传递监管自律导向，有利于进一步提升私募基金备案效率及透明度，降低私募基金管理人的合规运营成本。但需要强调的是，基金业协会不是通过案例公示推出私募基金备案新政策，也不意味着私募基金备案监管口径的收紧，只是基金业协会对私募基金备案规则及合规底线要求的细化和重申，使私募基金行业参与者对私募基金的一些共性问题及监管口径能够有更清晰准确的理解。

首批公示案例基金业协会选取了员工持股计划拟备案为私募基金、一般有限合伙企业改造后拟备案为私募基金以及员工跟投平台拟备案为私募基金三种情形。具体而言：

案例一：员工持股计划拟备案为私募基金

基金业协会通过该案例，明确了员工持股计划与私募基金的区别，即前者是一种员工激励安排，而后的设立目的是“受人之托，代人理财”，二者存在明显差异，因此员工持股计划不属于私募基金备案范围，基金业协会已不予备案。



龚牧龙

gongmulong@cn.kwm.com



万敏秀

wanminxiu@cn.kwm.com

案例二：一般有限合伙企业改造后拟备案为私募基金

该案例也是实务中比较常见的一种情况。有些有限合伙企业，在设立之初就未以基金运作为目的设立，未按照私募基金相关法规要求进行募集、投资、管理，后期可能由于所投资项目面临上市或者企图借助私募基金身份享受税收或减持等政策优惠而对其架构和安排进行改造，以期完成私募基金备案。对于这种情况，基金业协会也通过公示案例明确其不符合私募基金特征，实质上并非私募基金，基金业协会已不予备案。

案例三：私募基金管理人工跟投平台拟备案为私募基金

基金业协会在该案例分析中，着重分析了员工跟投平台与私募基金的区别。私募基金具有面向合格投资者通过非公开方式对外募集资金的特征，但私募基金管理人工跟投平台无外部投资者，不存在对外募集资金的行为，因此不属于私募基金备案范围，基金业协会已不予备案。¹

¹基金业协会《关于发布私募基金备案案例公示的通知》，见 https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/privatefundbusiness/gzdt/202109/t20210901_12879.html。

基金业协会公布第二批私募基金备案指导案例

龚牧龙 万敏秀 陈志清

2022年4月18日，中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）发布了《关于发布私募基金备案案例公示的通知》（全文见后附），就近期私募基金备案出现的新情况以及备案中的共性问题，筛选出第二批指导案例予以公示。下一步，基金业协会将持续关注备案中的新情况、新问题，及时总结研究，适时更新私募基金备案案例公示。

基金业协会于去年八月发布首批私募基金备案指导案例后¹，对于加强私募基金从业者对私募基金备案监管规则的理解、提升私募基金备案效率和透明度起到积极的作用。为此，基金业协会针对近期私募基金备案审核实践中的共性和突出问题发布了第二批指导案例。与首批指导案例一样，第二批指导案例只是基金业协会对私募基金备案规则及合规底线要求的细化和重申，提高私募基金备案工作的透明度，未增设私募基金备案新要求。

基金业协会第二批指导案例主要选取了提供“抽页”备案材料、备案“壳基金”、募集监督协议不合规、普通合伙人与管理人关联关系弱、基金投资期限错配、管理人出让投资决策权成为“通道”六种情形。具体而言：

案例一：提供“抽页”备案材料

部分私募基金合伙协议或风险揭示书存在不合规内容需修改或补充，个别管理人存在抽换内容页后与原签署页一并提交，实际上并未通知投资者重新签署的情况。

根据《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（《若干规定》）第十二条规定，私募基金管理人及其出资人和实际控制人、私募基金托管人、私募基金销售机构和其他私募基金服务机构所提交的登记备案信息及其他



龚牧龙

gongmulong@cn.kwm.com



万敏秀

wanminxiu@cn.kwm.com

¹ 涉及首批私募基金备案指导案例的解读可参考《首批私募基金备案案例公示 基金业协会私募基金备案工作透明度进一步提升》一文：<https://mp.weixin.qq.com/s/ILfew1gCU60paH11MKZACQ>。

信息材料，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并应当按照规定持续履行信息披露和报送义务，确保所提交信息材料及时、准确、真实、完整。《私募投资基金备案须知》（《备案须知》）第二十三条规定，管理人提供的私募投资基金备案和持续信息更新的材料和信息应当真实、准确、完整，不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》第四条规定，私募基金管理人应当提供私募基金登记和备案所需的文件和信息，保证所提供文件和信息真实性、准确性、完整性。

对于提交虚假材料和信息的情况，私募基金备案申请将被退回并要求整改，并且基金业协会将对造假违规私募基金管理人采取相应自律监管措施。

案例二：构造募集完毕假象，备案“壳基金”

本案例旨在规范备案“壳基金”问题，即存在部分私募基金管理人同时提交多支证券类私募基金备案申请，但投资人均为同一主体，且实缴金额极低。在备案后的短时间内，赎回基金份额并变更投资者。此种情况下，原投资者非真实投资者，仅为了申请私募基金备案而“占位投资”，真实投资者进入私募基金后即退出。

根据《备案须知》第十条要求，管理人应当在募集完毕后的20个工作日内通过资产管理业务综合报送平台（“AMBERS系统”）申请私募投资基金备案，其中“募集完毕”是指：

已认购契约型私募投资基金的投资者均签署基金合同，且相应认购款已进入基金托管账户（基金财产账户）；

已认缴公司型或合伙型私募投资基金的投资者均签署公司章程或合伙协议并进行工商确权登记，均已完成不低于100万元的首轮实缴出资且实缴资金已进入基金财产账户。管理人及其员工、社会保障基金、政府引导基金、企业年金等养老基金、慈善基金等社会公益基金的首轮实缴出资要求可从其公司章程或合伙协议约定。

本案例中，该私募基金仅通过名义投资者持有基金份额，但未向真实投资者完成募集，基金业协会将对该等情况不予办理。对于频繁提交“壳基金”备案申请的机构，

基金业协会将视情况采取相关自律措施。

案例三：募集监督协议不符合《私募投资基金募集行为管理办法》要求

本案例中，募集监督协议约定私募基金管理人与募集监督机构应共同遵守的法律文件中未提及《私募投资基金募集行为管理办法》，且约定募集监督机构仅承担协议项下明确约定的形式审核义务、出具对账单、通知及配合调查义务，此外不承担任何责任。

根据《私募投资基金募集行为管理办法》第十二条及第十三条规定，募集监督协议至少应具备两项内容，其一为开立私募基金募集结算资金专用账户，用于统一归集私募基金募集结算资金、向投资者分配收益、给付赎回款项以及分配基金清算后的剩余基金财产等，确保资金原路返还；其二为明确对私募基金募集结算资金专用账户的控制权、责任划分及保障资金划转安全的条款。监督机构应当按照法律法规和账户监督协议的约定，对募集结算资金专用账户实施有效监督，承担保障私募基金募集结算资金划转安全的连带责任。

本案例中募集监督协议未包含上述内容，且约定募集监督机构仅作形式审查，不符合上述规定，基金业协会就前述情况将退回备案申请，要求重新签署募集监督协议。

案例四：普通合伙人与私募基金管理人关联关系弱

本案例为拟申请备案的私募股权基金采用普通合伙人与管理人分离的安排，普通合伙人出资人（控股股东）为管理人清算部负责人。

根据基金业协会监管要求，为防止私募基金管理人通道化且出于保证私募基金治理一致性及运行稳定性的考虑，对于合伙型私募基金存在普通合伙人与私募基金管理人分离的情况，基金业协会要求二者之间应存在关联关系。普通合伙人与管理人具有关联关系的标准有两种，其一为《企业会计准则第36号——关联方披露》所规定的关联方认定标准，即一方控制、共同控制另一方或对另一方施加重大影响或两方或两方以上同受一方控制、共同控制或重大影响；其二为普通合伙人由管理人高管团队及实际控

制人、法定代表人出资情形，在此种情形下，基金业协会将重点关注作为普通合伙人出资的人员对私募基金管理人的实际影响力和在运营管理中发挥的作用，如果普通合伙人的出资人实际并非对私募基金管理人运营管理具有实际影响力的人，基金业协会可能认为此种架构不具有强关联关系。

本案例中，基金业协会认为清算部负责人不属于私募基金管理人高管团队及实际控制人、法定代表人，普通合伙人与私募基金管理人关联关系弱，因此将该备案申请退回并要求整改。

案例五：基金投基金，期限错配

本案例为基金投基金（FOF）的情形，作为有限合伙人的上层私募基金的存续期限远远短于下层拟备案私募基金存续期限。

根据《备案须知》第一章第（十四）条规定，管理人应当做到每只私募投资基金的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与任何形式的“资金池”业务，不得存在短募长投、期限错配、分离定价、滚动发行、集合运作等违规操作。

本案例中，基金业协会认为，拟备案私募基金存在期限错配问题，易引发流动性风险，因此，基金业协会将该申请退回并要求整改。

案例六：管理人出让投资决策权成为“通道”

本案例中，私募基金采用双执行事务合伙人结构，其中一个执行事务合伙人为已登记私募基金管理人（亦为本案例基金管理人），另一个执行事务合伙人为未登记机构。在私募基金的合伙协议中约定，未登记机构负责投资决策委员、指定投资决策委员会议事规则、筛选项目并进行投后管理，且收取部分管理费。

根据《若干规定》第二条及第三条规定，私募基金管理人在初次开展资金募集、基金管理等私募基金业务活动前，应当按照规定在基金业协会完成登记；未经登

记，任何单位或者个人不得使用“基金”或者“基金管理”字样或者近似名称进行私募基金业务活动，法律、行政法规另有规定的除外。根据《备案须知》第一章第（三）条规定，管理人应当按照诚实信用、勤勉尽责原则切实履行受托管理职责，不得将应当履行的受托人责任转委托。

在本案例中，非管理人执行事务合伙人控制私募基金投资决策委员会，负责筛选投资项目、进行投后管理，基金业协会认为，前述情形实质上系未登记机构管理私募基金，该基金管理人将其应当履行的受托责任转让给他人，构成非登记机构开展私募业务的“通道”。另外，基金管理费为私募基金管理人从私募基金中收取的固定费用，为私募基金管理人项下的专属费用科目，非登记机构（非私募基金管理人）不得以“基金管理费”名义收取相关费用，因此基金业协会就本案例情形将不予备案。

但需要澄清的是，本案例并不意味着基金业协会禁止“双GP”架构。对于存在“双GP”架构的私募基金，在进行备案审核时，基金业协会将会重点关注非管理人GP是否实际开展募集行为、是否完全负责所有投资决策、投后管理事项，是否以“管理费”名义收取费用，如涉及上述情况，则将要求整改或不予备案。

综上所述，基金业协会通过本次发布的第二批私募基金备案指导案例，进一步细化和重申了基金业协会对私募基金备案规则及合规底线要求，有助于私募基金行业参与者进一步理解和明确私募基金备案规则及监管口径，提升私募基金备案效率及审核透明度，对私募基金行业规范运作具有指导意义。²

² 基金业协会《关于发布私募基金备案案例公示的通知》，见 https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/privatefundbusiness/gzdt/202204/t20220419_13432.html。

基金业协会发布私募 基金管理人登记指导 案例 对审核中的突出问题 及监管思路进行重申

龚牧龙 万敏秀 陈志清



龚牧龙

gongmulong@cn.kwm.com



万敏秀

wanminxiu@cn.kwm.com

2022年4月18日，中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）发布了《关于发布私募基金管理人登记案例公示的通知》（全文见后附），这是继2021年8月27日发布《私募基金备案案例公示》¹以来，基金业协会通过案例公示机制向私募行业传递监督自律导向的又一实践。

基金业协会主要选取了《私募基金管理人登记须知》（《登记须知》）、《私募基金管理人登记申请材料清单》（《材料清单》）、《关于加强私募投资基金监管的若干规定》等规定发布以来私募基金管理人中止办理、不予登记的典型情形，以指导案例的方式对私募基金管理人登记审核实践中的突出问题及监管思路进行明确和重申，有利于私募基金行业参与者及时了解行业监管动态、准确清晰理解私募基金管理人登记监管规则及监管思路，进一步提升审核效率和透明度。

本次共公布了六个指导案例（包括四个中止办理的案例及两个不予登记的案例），对私募基金管理人登记审核中中止办理及不予登记的几种典型情形进行例举及解析。具体如下：

一、申请机构股权代持或股权结构不清晰

申请机构股权代持或股权结构不清晰是《登记须知》第八章中止办理情形中第（六）项规定情形。根据《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第五条，私募基金管理人的出资人不得有代持、循环出资、交叉持股、层级过多、结构复杂等情形。申请机构应当保证股权结构清晰，不得存在股权代持情形。基金业协会通过中止办理案例二、案例三例举了如下两种典型情形：

¹ 相关内容解读可参考《首批私募基金备案案例公示 基金业协会私募基金备案工作透明度进一步提升》一文：<https://mp.weixin.qq.com/s/ILfew1gCU6OpaH11MKZACQ>。

（一）申请机构存在循环出资、交叉持股，股权结构不清晰

在中止办理案例二中，申请机构的股东 B 公司控股 C 公司，C 公司又持有 B 公司全部股权，是循环出资的典型情形，基金业协会认为前述情形构成《登记须知》第八章中止办理情形中第（六）项规定的情形。

（二）申请机构存在潜在的股权代持风险

在中止办理案例三中，申请机构未提供股东出资证明文件，无法证实申请机构的两位实际控制人对申请机构的出资系其自身合法财产，且前述实际控制人的直系亲属从事冲突类业务，有股权代持的嫌疑。根据《登记须知》第五章第（一）条要求，出资人应当保证资金来源真实合法且不受制于任何第三人，基金业协会认为前述情形构成《登记须知》第八章中止办理情形中第（六）项规定的情形。

二、申请机构实际控制关系不稳定或通过架构安排规避关联方或实际控制人要求

申请机构实际控制关系不稳定，通过架构安排规避关联方或实际控制人要求是《登记须知》第八章中止办理情形中第（七）项、第（八）项规定情形，是基金业协会在私募基金管理人登记审核时的重点关注问题。申请机构应当根据实际控制人认定规则如实准确的披露其实际控制人，保持清晰稳定的股权架构。对于规避实际控制人及关联方相关规定而进行特殊股权设计的情形，基金业协会将根据实质重于形式的原则进行审慎核查。在中止办理案例二、案例三及案例四中均对此项涉及的典型情形进行了分析和阐释：

（一）实际控制人不任职且投资经验不足或无行业从业经验

在中止办理案例二中，申请机构的实际控制人未作为申请机构高级管理人员参与申请机构日常经营管理决策且投资经验不足；在中止办理案例三中，申请机构的两位实际控制人无行业从业经验、年近耄耋且不在申请机构任职、也不参与申请机构的实际运营管理，在私募基金管理人登记申请审核过程中，基金业协会也无法与实际控制人取得联系。

在前述两个案例中，申请机构的实际控制人虽担任申请机构实际控制人的角色，但对申请机构缺乏实际控制力，公司治理结构不稳定，基金业协会认为前述情形构成《登记须知》第八章中止办理情形中第（七）项规定的情形。

（二）通过架构安排规避关联方或实际控制人要求，实际控制关系不稳定

根据《登记须知》第五章第（四）条要求，实际控制人应一直追溯到最后自然人、国资控股企业或集体企业、上市公司、受外国金融监管部门监管的境外机构。在中止办理案例四中，申请机构将其第一大股东（系某上市公司全资子公司）填报为实际控制人，未按实际控制人认定要求穿透填报至最终实际控制人（上市公司）；在审核过程中，为规避基金业协会关于关联方或实际控制人认定要求，在股权结构未作调整的情况下，仅通过签署一致行动协议的方式变更申请机构的实际控制人，申请机构的公司治理结构不稳定，实际控制关系不清晰。基金业协会认为前述情形构成《登记须知》第八章中止办理情形中第（七）项、第（八）项规定的情形。

实践中，基金业协会主要通过查验出资人履历及出资能力等基本信息并结合大数据核查识别申请机构关联关系等方式，发现股权代持及规避关联关系等行为。对于通过一致行动协议等方式规避实际控制人或关联方披露的申请机构，基金业协会将加大核查力度。

三、申请机构员工、高管人员专业胜任能力不足

申请机构员工、高管人员专业胜任能力不足是《登记须知》第八章中止办理情形中第（九）项规定情形。私募基金是高风险投资产品，相关从业人员需具备足够的专业胜任能力。根据《登记须知》规定，从事私募基金管理业务相关工作人员应具备与岗位要求相适应的职业操守和专业胜任能力，申请机构负责投资的高管人员，应当具备相应的投资能力。在私募基金管理人登记审核中，基金业协会将重点核查相关人员的从业经历及投资经验，申请机构需提交充分的相关人员投资经验证明材料。

在中止办理案例一中，申请机构的高管及团队员工投资管理业绩证明不符合要求，提供的投资业绩对账单

投资规模过小，高管投资管理经历较短，基金业协会认为属于《登记须知》第八章中止办理情形中第（九）项规定的申请机构员工、高管人员专业胜任能力不足的情形。

四、登记材料信息真实性、齐备性存在问题

（一）申请机构未按要求提交申请材料

根据基金业协会于2020年2月28日发布的《关于便利申请办理私募基金管理人登记相关事宜的通知》规定²，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，基金业协会将通过AMBERS系统退回申请材料，申请机构第二次提交仍未按《材料清单》提交所需材料或信息的，基金业协会将参照《登记须知》，对申请机构适用中止办理程序。

在中止办理案例一中，申请机构两次均未按《材料清单》要求提供登记材料及信息，因此基金业协会依据前述规定适用中止办理程序。

（二）申请机构提供虚假登记信息或材料，或提供的登记信息或材料存在误导性陈述、重大遗漏

不予登记案例一及案例二，均属于《登记须知》第九章不予登记情形第（二）项规定的情形，即“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”的情形。根据《登记须知》规定，存在《登记须知》第九章不予登记情形的，基金业协会将不予办理登记。

在不予登记案例一中，申请机构提供多项材料涉嫌造假、材料后补或日期倒签情形，且存在与疑似具有关联关系的多家冲突类业务企业混同办公，相关股东配偶在疑似真实股权持有人控制的多家冲突类业务企业担任法定代表人的情况。基金业协会认为前述情形构成《登记须知》第九章不予登记情形第（二）项“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”的不予登记情形。

在不予登记案例二中，申请机构通过股权架构安排将关联关系非关联化，刻意隐瞒曾受中国证监会处罚的情况，基金业协会认为前述情形属于《登记须知》第九章不予登记情形第（二）项规定情形。

前述不予登记指导案例的发布，体现了基金业协会对提供虚假材料行为“零容忍”的态度，发现一起，严惩一起，坚决打击登记材料造假行为。基金业协会将通过大数据查询、征询相关机构意见等多种方式不断加大核查力度，对于律师事务所及经办律师，基金业协会将根据《私募基金登记备案相关问题（十四）》采取公示、电话沟通、现场约谈、要求复核、要求重新聘请、通报司法行政机关及律师协会等措施，促进私募基金行业健康发展。

综上所述，基金业协会本次发布私募基金管理人登记指导案例，进一步重申了私募基金管理人登记相关要求，明确了《登记须知》等相关规定的理解和适用，有助于私募基金行业加深对现行监管规则的理解，对私募基金管理人规范运作具有指导意义。各申请机构应严格按照《登记须知》等相关规定合规运营并按要求提交申报信息及材料，中介机构亦应勤勉尽责，真正发挥专业作用，共同提高私募基金行业规范化、专业化水平。³

² 相关内容解读可参考《进一步加强登记备案标准化和透明度 基金业协会便利私募基金管理人登记申请新举措出台》一文：<https://mp.weixin.qq.com/s/hN4AuWnNy1mXMIJ63rZtgQ>。

³ 基金业协会《关于发布私募基金管理人登记案例公示的通知》，见 https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/privatefundbusiness/gzdt/202204/t20220415_13431.html。

基金业协会更新登记材料清单并发布基金备案关注要点

龚牧龙 万敏秀 陈志清

近日，中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）发布了《关于私募基金管理人登记备案工作相关事宜的通知》（全文见后附），按照不同类别私募基金管理人运作特点，更新发布了《私募证券投资基金管理人登记申请材料清单（2022版）》《私募股权、创业投资基金管理人登记申请材料清单（2022版）》（以下合称《登记材料清单》），并对不同类型私募基金备案需关注问题进行梳理形成了《私募证券投资基金备案关注要点》《私募股权、创业投资基金备案关注要点》（以下合称《备案关注要点》）。

此前，基金业协会曾于2020年2月28日及2020年3月20日先后发布第一版《私募基金管理人登记申请材料清单》及《私募基金备案材料清单》（“备案清单”），规范了私募基金管理人申请材料及私募投资基金备案申请材料要求；此外，基金业协会分别于2021年、2022年发布两期《私募基金备案案例公示》及一期《私募基金管理人登记案例公示》，以负面案例形式阐明部分现有规则的适用情形（相关文章解读请参见文末链接）。

更新后的《登记材料清单》整合了碎片化承诺函材料，减少重复报送内容，并且细化了投资专业性材料内容，明确工作经验要求，还着重强化诚信信息填报，加强风险防范。新发布的《备案关注要点》进一步明确了私募投资基金备案标准，结合近年来行业重大违法违规事件暴露出来的突出问题，提炼募集、投资、管理等各环节产品核心要素，明确并细化私募投资基金备案关注内容。

《登记材料清单》《备案关注要点》的发布，针对不同类型私募基金管理人及基金的特点及差异化要求进行了梳理，对于部分此前的原则性规定明确了具体执行要求，进一步加强了私募基金管理人登记、私募基金备案审核工作的标准化和透明度，有利于提高规则理解度和适用性。后续，基金业协会将根据行业发展情况及时更新《登记材料清单》《备案关注要点》，引导私募基金管理人合规展业。



龚牧龙

gongmulong@cn.kwm.com



万敏秀

wanminxiu@cn.kwm.com

一、更新后《登记材料清单》的主要亮点

（一）减少重复报送内容

本次更新后，将“新设同类型私募基金管理人合理性说明”及“关联私募基金管理人自律合规连带责任承诺函”整合到“登记承诺函”及“新设私募基金管理人合理性说明及集团各私募基金管理人合规风控安排”中，也不再要求关联私募基金管理人出具承诺函，改为在“登记承诺函”中由实际控制人承诺，简化了原有材料要求。

（二）细化投资专业性材料

在高管人员部分，基金业协会将原“高管及团队员工投资管理经验证明”相关材料拆分为“高管人员工作经验”、“高管人员专业能力材料”及“人员稳定性材料”，分别对私募股权、创业类管理人及私募证券类管理人高管人员能力证明材料予以细化。

《登记材料清单》明确要求高管人员具备3年以上与拟任职务相关的工作经历，具有与拟任职务相适应的管理经历和经营管理能力，同时明确了负责投资的高管人员专业能力证明材料的数量及金额要求，如私募股权、创投类管理人要求负责投资的高管人员应提供其在曾任职机构主导的至少2起投资于未上市企业股权的项目证明材料，所有项目初始投资金额合计原则上不低于1000万，而私募证券类管理人则要求负责投资的高管人员应提供2年以上可追溯的担任基金经理或投资决策负责人的证券期货产品投资业绩证明材料，单只产品净资产规模原则上不低于1000万（多人共同管理产品规模平均计算）。

《登记材料清单》还明确了原则上不作为投资经验、业绩证明材料的范围，其中对于私募股权、创投类管理人，包括个人股权投资、投向国家禁止或限制性行业的股权投资、投向与私募基金管理相冲突行业的股权投资、作为投资者参与的项目投资等其他无法体现投资能力或不属于股权投资的项目材料；对于私募证券类管理人，包括个人证券期货投资、在基金产品中作为投资者（主动管理的FOF除外）、企业自有资金证券期货投资、管理他人证券期货账户资产、模拟盘等其他无法体现投资能力或不属于证券期货投资的材料，原则上不作为证券类投资业绩证明材料。

此外，《登记材料清单》要求申请机构高管人员应当持续符合相关任职要求，切实履行职责，保持任职稳定性。负责投资的高管人员未在申请机构出资的，申请机构应说明如何通过制度安排或激励机制等方式保证其稳定性。申请机构不得临时聘请挂名人员。

（三）细化诚信信息填报

《登记材料清单》明确要求提供“申请机构、主要出资人、实际控制人、高管人员合法合规及诚信信息”，对于申请机构、主要出资人、实际控制人、高管人员应说明是否存在《登记材料清单》列举的相关违法违规及失信情形。如存在相关情形或存在严重负面舆情、经营不善等重大风险问题，基金业协会可以采用征询相关部门意见、加强问询等方式进一步了解情况。对于申请机构主要出资人、实际控制人最近三年存在重大失信记录的，基金业协会将结合相关情况实质性及影响程度，审慎办理登记业务。

（四）过渡期

《登记材料清单》设置3个月过渡期，自2022年9月3日起，所有申请机构应当按照新版清单要求提交申请材料。

二、《备案关注要点》核心内容摘要

（一）基金名称

《备案关注要点》对私募基金名称规范要求进行了进一步细化，尤其针对私募证券投资基金，将重点关注可能误导或者混淆投资者判断的字样、“高收益”、“无风险”等与基金风险收益特征不匹配的表述、夸大或误导基金业绩的字样及容易与金融机构发行的资产管理产品混淆的相同或相似字样、知名人士姓名、知名机构的名称或者商号，并关注分级基金名称是否包含“分级”或“结构化”字样。

（二）投资范围

《备案关注要点》细化了投资范围的禁止性规定，例如，针对私募创业投资基金，将关注是否直接或间接投资

（包括通过投资私募股权投资基金的方式进行投资等）基础设施、房地产、首发企业股票、上市公司股票（所投资的企业上市后参股企业所持股份的未转让部分及其配售部分除外）、上市公司可转债、上市公司可交债。

《备案关注要点》还对私募股权、创业投资基金投资可转债投资提出了细化要求，将关注基金合同是否明确约定借款期限、借款利率、转股条件等内容，是否变相从事债权债务业务。如基金合同未明确约定，基金业协会将关注是否上传包含以上内容的说明材料。

（三）结构化安排

《备案关注要点》就结构化安排作出了细化规定，明确了“利益共享、风险共担、风险与收益相匹配”的原则。当分级基金整体净值大于1时，劣后级份额投资者不得承担亏损；当分级基金整体净值小于1时，优先级份额投资者不得享有收益；同一类别份额投资者分享收益和承担亏损的比例一致；同一类别份额投资者分享收益和承担亏损的比例一致。关注是否设置极端的优先级与劣后级收益分配比例，对优先级份额投资者获取收益或承担亏损的比例低于30%、劣后级份额投资者获取收益或承担亏损的比例高于70%的重点关注。

（四）托管要求

基金业协会将关注契约型基金、通过公司、合伙企业等特殊目的载体间接投资底层资产的基金是否由托管人托管，托管人是否超过1家；针对私募证券投资基金，基金业协会还将关注基金合同/托管协议是否明确约定《证券投资基金法》第三章规定的托管人法定职责等相关内容，明确私募证券投资基金托管业务按照《证券投资基金法》执行。

（五）管理费

《备案关注要点》针对私募股权、创业投资基金将关注未担任管理人的普通合伙人、特殊有限合伙人、投资者是否在基金合同中约定收取或通过其他方式变相收取管理费。因此，双普通合伙人或CO-GP架构私募股权、创业投资基金需注意避免非管理人收取管理费。

（六）员工跟投

《备案关注要点》对员工跟投事项做了细化规定，投资者涉及员工跟投且金额低于100万元的，关注是否上传与管理人签署的劳动合同及社保缴纳证明。如员工社保由第三方机构代缴，关注代缴方是否具有人力资源服务资质。如跟投员工为在资产管理业务综合报送平台（“AMBERS系统”）登记的兼职高管，关注是否上传与管理人签署的劳动合同以及由管理人发放的近6个月工资流水。成立员工跟投平台进行跟投的，关注员工跟投平台实缴金额是否大于（含）100万元。

（七）募集完成日

《备案关注要点》对AMBERS系统产品备案模块中“募集完成日”字段提供了详细说明，例如，对于未备案前首轮实缴资金无法到达基金财产账户的情况，将关注募集完成日是否为首轮实缴资金到达基金募集账户的银行回单日期，有多个打款日期的，以最后一笔打款日期为准。此外，还明确了晚于规定期限提交备案所需提交的相关材料，包括“未在规定时间内提交备案的原因说明，是否存在其他未备案基金的说明”及“基金历年审计报告，未形成完整会计年度的需上传基金成立以来的资金流水，以及投资标的确权信息（如有）”。

（八）变相突破专业化运营要求

对于拟备案私募股权、创业投资基金的普通合伙人为已登记管理人的，基金业协会将关注已登记管理人的业务类型是否为私募股权、创业投资基金管理人，关注是否存在私募证券管理人或其他类管理人通过担任普通合伙人的方式管理私募股权、创业投资基金的情况，变相突破专业化运营要求。

（九）外商独资和合资管理人交易模式承诺函

对于外商独资和合资管理人（针对私募证券类管理人）提交私募基金备案申请，关注是否提交技术系统落地及交易决策流程承诺函，承诺函中是否说明管理人独立进行投

资决策、境内安装系统终端、交易路径透明可追、交易数据完整可查、交易流程清晰可控、交易记录全程留痕。

(十) 一年无在管基金的经营异常机构

针对《关于加强经营异常机构自律管理相关事项的通知》中第（五）类经营异常机构（在管私募基金全部清算后，超过 12 个月持续无在管私募基金的情形），基金业协会将关注基金是否依法托管，是否真实募集且实缴规模达到 1000 万元，是否上传托管人关于管理人的尽调底稿及说明文件，风险揭示书中是否对管理人超过 12 个月无在管基金的情况进行特殊风险揭示以及管理人过往是否有过“保壳”行为等。

综上所述，《登记材料清单》《备案关注要点》对于私募基金管理人登记、私募基金备案工作透明度提升具有明显作用，更起到引导行业健康、规范发展的目的，是基金业协会服务质量提高的表现，为各私募基金管理人及申请机构增强了预期稳定性，将进一步提高私募基金行业整体的专业化水平。¹

¹《关于私募基金管理人登记备案工作相关事宜的通知》，见 https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzA5OTIwODlyMw==&mid=2651846787&idx=1&sn=0af5bab3bcd0130f1c978ab2db73323e&scene=21#wechat_redirect。

QFLP 政策变化及展望

黄春光 何芬 周子扬 林耀

近年来，我国陆续推出了一系列国家层面的外商投资促进政策，包括于 2019 年颁布了《中华人民共和国外商投资法》（“《外商投资法》”），全国多地（包括新设的自由贸易试验区）基于最新政策的指引颁布或修订了当地的 QFLP¹ 政策。此外，新冠疫情发生以来，外资对中国资产的投资意愿日益增强，我们在近期实践中注意到，QFLP 基金再次引发境外投资者的密切关注。

据不完全统计，截至 2022 年 5 月，全国 QFLP 试点地区至少已达 31 个，分别为上海、北京、天津、重庆、深圳、贵州、福建平潭、珠海、广州、佛山、东莞、嘉兴嘉善县、青岛、烟台、厦门、苏州、海南、沈阳、济南、广西南宁、河北雄安、无锡、南京、杭州、宁波、温州、湖州、嘉兴、横琴、中国（安徽）自由贸易试验区、南沙。与此同时，以北京、深圳为代表的早期试点城市也已积极修订与完善其既有的试点政策。

根据我们对主要试点地区 QFLP 政策的初步分析，新政策总体上呈现出基金架构更灵活、资质要求更宽松、投资范围更广泛等特点与趋势。本文将结合《外商投资法》，总结并分析 QFLP 政策的最新变化，并重点关注 QFLP 基金在投资及退出时所可能面临的实践操作层面的主要法律问题。

一、QFLP 政策的主要变化趋势

（一）募资架构更为灵活

随着部分试点地区的政策不断完善，QFLP 基金的架构选择日益丰富，从最初的“外资管外资”架构，发展出“外资管内资”与“内资管外资”等新架构，其为境外投资者提供了更多的架构选择。深圳、海南及上海等地的最新政策均明确允许 QFLP 基金根据实际需要在上述三种架构中灵活选择。



黄春光

huangchunguang@cn.kwm.com

¹ QFLP 是外商投资股权投资试点企业（Qualified Foreign Limited Partnership）的英文缩写，通常指由境外企业或个人参与投资设立的，以非公开方式向境内外投资者募集资金，投资于境内非公开交易股权的企业。

“外资管外资”架构是 QFLP 政策的最初形态，也是实践中最常见的 QFLP 基金架构。此架构中境外股东出资在境内设立的管理人向境外投资者募集资金，并在境内发起设立 QFLP 基金。在此基础上，部分试点地区逐渐发展出“外资管内资”架构，即，境外股东出资在境内设立的管理人向境内投资者募集资金，并在境内发起设立 QFLP 基金，其有利于将境外管理人的先进投资管理经验与境内资金相互结合。

随着我国金融行业的不断发展，部分试点地区开始探索“内资管外资”架构，即，境内股东出资在境内设立的管理人向境外投资者募集资金，并在境内发起设立 QFLP 基金。实践中，该架构为希望投资中国但又缺乏本土投资经验的境外投资者提供了可能性。

（二）资质要求更为宽松

1. 取消或降低基金管理人的相关资质要求

近期，部分试点地区大幅放宽 QFLP 基金管理人的资质要求，涉及管理人境外股东资产规模、境外金融牌照、高管人员数量及资质等方面，以北京、深圳及海南的最新政策为例，主要变化情况如下：

要求	北京 ²	深圳 ³	海南 ⁴
注册资本	取消基金管理人最低的注册资本要求，且对首期出资额及出资期限等无限制。	取消基金管理人最低的注册资本要求，且取消对首期出资额及出资期限等要求。	对注册资本无特殊要求。
股东/合伙人资质	明确了基金管理人股东或合伙人的条件，但该等条件比之前部分早期试点地区的条件更宽松： (1) 控股股东、实际控制人或执行事务合伙人应为下列企业：金融企业 ⁵ 或管理基金规模不低于人民币 1 亿元或等值外币的基金管理企业；及 (2) 运作规范，具有健全的治理结构和完善的内控制度，近三年内未受到司法机关和相关监管机构的处罚。	取消对基金管理人股东资质的特殊要求。	对基金管理人股东资质无特殊要求。

² 参见北京市金融监督管理局和北京市市场监督管理局于 2021 年 4 月 28 日联合印发的《关于本市开展合格境外有限合伙人试点的暂行办法》，下同。

³ 参见《深圳市外商投资股权投资企业试点办法》（2021 年 2 月 8 日实施），下同。

⁴ 参见《海南省关于开展合格境外有限合伙人（QFLP）境内股权投资暂行办法》（2020 年 10 月 10 日实施），下同。

⁵ 金融企业须经所在国家或地区监管机构批准从事相关金融业务，具备当地监管机构颁发的许可证明。

要求	北京	深圳	海南
高管人员 ⁶	明确了基金管理人高管人员的要求，即，至少两名高级管理人员有三年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历，个人信用记录良好。该等条件比之前部分早期试点地区的要求更宽松（如上海要求5年以上股权投资或股权投资管理业务的经历）。	取消对基金管理人高管人员的特殊资质要求。	规定了基金管理人高管人员的要求，即，应当具有至少2名符合条件 ⁷ 的高级管理人员。

如上表所示，三地均已取消（或未设置）对 QFLP 基金管理人注册资本的特殊要求，并且深圳与海南已取消（或未设置）对 QFLP 基金管理人股东相关资质的特殊要求。尽管北京与海南仍然对高管人员提出一定要求，但其已经接近于中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）对高管人员的相关要求，逐渐呈现出内外资一致的趋势。

2. 取消或降低基金本身的相关资质要求

同样，近期部分试点城市大幅放宽对 QFLP 基金的募集规模及投资者的要求，以北京、深圳及海南的最新政策为例，主要变化情况如下：

要求	北京	深圳	海南
出资规模及出资限制	单只基金募集规模由人民币5亿元降低至人民币1亿元，并取消下述出资限制： (1) 管理人出资不得高于认缴额的5%；及 (2) 基金由境内募集人民币资金和境外募集外币资金构成时，外资认缴资金原则上不得超过基金规模的50%。	取消QFLP基金的出资规模要求及出资限制。	对QFLP基金的出资规模及出资无特殊要求。

⁶ 部分地区的 QFLP 政策进行了定义，如海南省的规定为：高级管理人员，是指公司型企业的董事、监事、总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书和公司章程约定的其他人员，以及合伙型企业的普通合伙人和合伙协议约定的其他人员。合伙型企业的普通合伙人为法人机构的，则该机构的高级管理人员一并视为高级管理人员。

⁷ 高级管理人员应具备下列条件：（一）有5年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历；（二）有2年以上高级管理职务任职经历；（三）有在境内从事股权投资经历或在境内金融机构从业经验；（四）在最近5年内无违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好。

要求	北京	深圳	海南
投资者资质	<p>明确了合格投资者的资质要求：</p> <p>(1) 具备相应的风险识别能力、风险承担能力的机构或个人，具有相关的投资经历；</p> <p>(2) 机构投资者需具有健全的治理结构和完善的内控制度，近三年内未受到所在国家、地区司法机关和相关监管机构的处罚；境外机构投资者净资产不低于 500 万美元等值货币，单笔投资金额不低于 100 万美元等值货币；境内机构投资者净资产不低于 1,000 万元人民币，单笔投资金额不低于 100 万元人民币；</p> <p>(3) 境内外个人投资者金融净资产不低于 300 万元人民币且金融资产不低于 500 万元人民币或近三年年均收入不低于 50 万元人民币，单笔投资金额不低于 100 万元人民币；及</p> <p>(4) 试点联审成员单位要求的其他条件。</p>	取消 QFLP 基金的投资者资质要求。	对 QFLP 基金的投资者无特殊要求。

如上表所示，深圳与海南已取消（或未设置）对 QFLP 基金的出资规模、出资限制及投资者资质的特殊要求。北京大幅降低了最低规模要求并取消了相关的出资限制，并且北京对合格投资者的资质要求已经与基金业协会对合格投资者的要求⁸基本相同，也逐渐呈现出内外资一致的趋势。

（三）投资范围更加广泛

在 QFLP 政策的改革中，各地均积极拓宽 QFLP 基金的投资范围，以北京、深圳及海南的新政策为例，QFLP 基金投资范围的主要变化如下：

⁸ 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，投资于单只私募基金的金额不低于人民币 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于人民币 1,000 万元的单位；（二）金融资产不低于人民币 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于人民币 50 万元的个人。

试点	投资范围变化
北京	<p>取消七大战略性新兴产业的投资领域限制，并新增以下可投资的资产类型：</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 上市公司非公开发行业和交易的普通股（含定向发行新股、大宗交易、协议转让等），可转换为普通股的优先股、债转股和可转债，可作为上市公司原股东参与配股； (2) 夹层投资、私募债、不良资产； (3) 投资境内私募投资基金；及 (4) 法律法规允许的其他业务。
深圳	<p>新增以下可投资的资产类型：</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 投资上市公司非公开发行业和交易的普通股，包括定向发行新股、大宗交易、协议转让等； (2) 可作为上市公司原股东参与配股； (3) 为所投资企业提供管理咨询； (4) 投资境内私募股权、创业投资基金；⁹ 及 (5) 中国证券监督管理委员会或基金业协会允许的其他业务。
海南	<p>政策未明确列举投资范围，仅规定QFLP基金不得投资的范围：</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 在国家禁止外商投资的领域投资； (2) 二级市场股票和企业债券交易，但经相关监管部门¹⁰认可的投资标的除外； (3) 期货等金融衍生品交易； (4) 投资于非自用不动产； (5) 挪用非自有资金进行投资； (6) 向非被投资企业提供贷款或担保；及 (7) 国家法律法规禁止从事的其他事项。

如上表所述，北京与深圳均已开放 QFLP 基金参与定增交易、大宗交易、协议转让交易、可转债及母基金（FOF）投资等以往限制的投资领域，北京还将 QFLP 基金的投资范围拓展至夹层投资、私募债、不良资产等特殊机会投资领域，而海南则采取负面清单的管理方式，同时为二级市场股票和企业债券交易留下了经行政许可后开展投资的解释空间。

至此，QFLP 基金已基本覆盖人民币私募股权基金所能够参与的交易类型，并且实践中部分境外投资者已经通过 QFLP 基金在境内投资上述领域。投资范围不断松绑的政策趋势，将有利于外国投资者通过 QFLP 基金开展更为灵活的投资安排。

⁹ QFLP 基金可参与投资境内私募股权、创业投资基金，应当符合国家有关外商投资的法律、法规、规章等相关规定，鼓励所投资的私募股权、创业投资基金直接投资于实体经济企业。

¹⁰ 海南省地方金融监督管理局、中国证券监督管理委员会海南监管局、中国人民银行海口中心支行、海南省市场监督管理局等管理部门。

二、投资及退出时可能面临的主要法律问题

（一）基金投资时的国民待遇问题

外商投资管理的相关法规及北京和深圳等地的 QFLP 政策均要求 QFLP 基金在境内再投资时仍适用《外商投资法》及相关的外商投资准入特别管理措施，并未规定 QFLP 基金进行再投资时能够被视为内资对待，其仍应受限于《外商投资法》确立的“负面清单”与“信息报告”等外资基本管理制度。¹¹

但是就业内之前讨论的特殊架构的 QFLP 基金，即，QFLP 基金的普通合伙人（GP）是外商投资企业但其有限合伙人（LP）全部是内资企业的基金（“FIE GP 基金”），部分早期试点地区（如上海¹²、天津）的政策规定，其原有属性仍为人民币基金，进而可享受人民币基金在投资行业以及审批流程方面的国民待遇。但是，在《外商投资法》对 QFLP 基金境内再投资进行统一监管的尺度下，上述 FIE GP 基金的国民待遇在实践中是否可执行存在不确定性。而且，即使 FIE GP 基金被视为内资，实践中依然存在问题，如，投资于试点地区以外的项目时，项目所在地的监管部门是否认可其内资性质；另外，在其投资于外资禁止或者限制行业时，相关行业监管部门可能会要求穿透核查 FIE GP 基金的股权结构，如果其中有外资成分，则相关行业监管部门可能会提出异议。

但是，如果 GP 与 LP 均是内资企业，但是管理人是外商投资企业，则我们理解，该等架构的基金原则上应可被视为内资。

（二）基金投资的资产范围仍存在限制

尽管部分试点地区在逐步拓展 QFLP 基金的投资资产范围，但 QFLP 基金在投资时仍可能存在一些限制。例如，青岛的政策明确禁止 QFLP 基金以基金中的基金（FOF）模式进行投资，海南的 QFLP 基金则不得投资非自用不动产或为被投企业提供贷款和担保。

除了 QFLP 政策的限制之外，基金业协会对于私募基金（包括 QFLP 基金）的投资资产范围也有一定的限制，如不得从事经常性、经营性民间借贷活动等。¹³就私募基金投向债权和不良资产等特殊标的，基金业协会的相关文件目前未进行明确规定，但是在实践操作中，据我们了解，基金业协会暂停受理投资于债权类不良资产的基金的备案。因此，北京的上述 QFLP 政策虽然放开了 QFLP 基金投资于不良资产，但是在实践操作层面依然受到基金业协会的限制。

此外，在外汇监管的层面，相关政策对于外汇资本金结汇的用途也存在一些限制，如不得直接或间接用于经营范围外支出、购买非保本理财、向非关联企业发放贷款（经营范围明确许可的情形除外）以及投资非自用房地产（房地产企业除外）。¹⁴QFLP 基金是投资性的外商投资企业，其经营范围区别于一般性的外商投资企业，就 QFLP 基金向被投企业提供贷款进行债权投资，从外汇监管的角度，与银行和外管存在一定的沟通空间，但在实践中是否可行，依然会受到基金业协会上述对私募基金投资范围的限制。

¹¹ 根据《市场监管总局关于贯彻落实〈外商投资法〉做好外商投资企业登记注册工作的通知》（国市监注〔2019〕247号）规定，外商投资的投资性公司、外商投资的创业投资公司、以投资为主要业务的外商投资合伙企业境内投资设立的企业，其登记注册参照适用该通知。

¹² 根据《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），获准试点的 QFLP 管理人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 QFLP 基金的原有属性。

¹³ 私募投资基金不应是借（存）贷活动。下列不符合“基金”本质的募集、投资活动不属于私募基金备案范围：1、变相从事金融机构信（存）贷业务的，或直接投向金融机构信贷资产；2、从事经常性、经营性民间借贷活动，包括但不限于通过委托贷款、信托贷款等方式从事上述活动；3、私募基金通过设置无条件刚性回购安排变相从事借（存）贷活动，基金收益不与投资标的的经营业绩或收益挂钩；4、投向保理资产、融资租赁资产、典当资产等《私募基金登记备案相关问题解答（七）》所提及的与私募基金相冲突业务的资产、股权或其收（受）益权；5、通过投资合伙企业、公司、资产管理产品（含私募基金）等方式间接或变相从事上述活动。

¹⁴ 参见《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）。

（三）分配与退出机制仍不够灵活

QFLP 基金在进行利润、股息、红利汇出时，需向银行提交相关证明材料，经审核通过后方可汇出境外，而银行通常要求 QFLP 基金进行整体利润核算，即在进行分配时，需要对 QFLP 基金届时整体的财务状况进行核算，只有届时财务报表上显示 QFLP 基金存在利润时，方可分配该等利润、股息或红利并汇出境外，而不能仅按照单个的投资项目进行利润核算。

而且，单个投资项目退出时所收回的投资本金作为基金的实缴出资无法作为利润或红利直接进行分配并汇出，而是需要通过减资等其他方式退出，而 QFLP 基金的减资通常需经当地金融办（局）进行前置审批，流程相对复杂。

上述资金汇出的要求与私募基金行业惯常的根据单个投资项目逐一分配并退出的商业需求存在一定冲突。实践中，建议提前就利润分配及资金汇出与托管银行沟通，托管银行有可能结合具体情况协助设计较为灵活的分配及退出机制。

三、展望与建议

《外商投资法》及相关配套制度的实施使得外商投资的审批程序大幅简化，而意愿结汇改革（实践中尚未完全落地）的持续推进则使得外商投资企业在境内投资的结汇日益便利，因此，QFLP 基金在投资流程与外币结汇方面的传统优势已不再明显。

但随着试点政策的不断发展，部分试点地区的 QFLP 基金在资质要求与投资范围方面，已经与境内人民币基金趋同。因此，相较于其他外资参与境内股权投资的路径，QFLP 基金在《外商投资法》时代仍具有诸多特殊优势：第一，在投资于 PIPE 项目时，QFLP 基金较外国投资者战略投资或 QFII 投资，准入门槛更低，投资限制更少，并且能够在境内外灵活地募集资金；第二，与外商直接股权投资相比，QFLP 基金可将境外资金一次性结汇成人民币并在境内进行多个项目的股权投资，而不需要就单个投资项目逐一进行结汇，不管是从效率还是被投企业的接受程度上都更符合市场的需求；第三，尽管外商投资创业投资企业（FIVCE）也可实现境内外募资并在境内进行股权投资的商业目标，但其行政审批门槛较高，并且投资范围受到严格限制。

鉴于此，随着外资国民待遇的逐步放开以及各地试点政策的持续发展与完善，在国家层面一系列促进外资政策的指引下，QFLP 基金有望成为更多境外投资者投资中国市场的工具与通道。

保险资金投资、设立基金再迎政策利好

——简析银保监会《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》

袁敏 林喆 赖云婕 卞一粟



袁敏

yuanmin@cn.kwm.com



林喆

linzhe@cn.kwm.com

一、概述

2021年12月17日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称银保监会）于官网发布了《关于修改保险资金运用领域部分规范性文件的通知》（银保监发〔2021〕47号，以下简称《通知》或47号文）。¹《通知》共14条，主要从以下四个方面对现行保险资金运用领域的规范性文件进行了修改：其一，取消了保险资金投资、设立基金的部分限制性规定；其二，对保险资产管理公司设立和管理债权投资计划和资产支持计划不再要求进行外部信用评级；其三，取消保险资金投资股票等证券业务的部分限制性规定及程序性规定；其四，增设关于保险资金投资不动产类资产及其他金融资产的比例要求。

二、《通知》对现行保险资金运用领域规范性文件的主要修订

（一）保险资金投资、设立基金

1. 允许保险资金投资由非保险类金融机构实际控制的股权投资基金

¹ <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?docId=1024411&itemId=861&generalType=1>

《通知》对应的条款	《通知》修订的规范性文件	《通知》的修订内容
第4条	《中国保险监督管理委员会关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（保监发〔2012〕59号，以下简称59号文）	“调整事项”之第六条保险资金投资的股权投资基金，非保险类金融机构及其子公司不得实际控制该基金的管理运营，或者不得持有该基金的普通合伙权益。
第5条	《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》（保监发〔2012〕93号，以下简称93号文）	第十二条 保险资金投资的境外基金，应当满足下列条件：…… （二）股权投资基金 …… 保险资金可以投资以符合前款规定的股权投资基金为标的的母基金。母基金的交易结构应当简单明晰，不得包括其他母基金。 保险资金投资的股权投资基金，金融机构及其子公司不得实际控制该基金的管理运营，不得持有该基金的普通合伙权益。

我们理解，出于59号文及93号文的原则性规定，保险资金不得投资于非保险类金融机构控制的股权投资基金。47号文则删去了该等原则性规定，使得保险资金可以投资于其他金融机构（如证券、银行、信托等）旗下的股权投资基金，从而丰富了保险资金在资产配置时的选择。

2. 取消保险资金投资单只创业投资基金的募集规模限制

《通知》对应的条款	《通知》修订的规范性文件	《通知》的修订内容
第7条	《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》（保监发〔2014〕101号，以下简称101号文）	第三条 保险资金投资的创业投资基金，应当不是基金管理机构管理的首只创业投资基金，且符合下列条件： （一）所投创业企业在境内依法设立，符合国家产业政策，具有优秀的管理团队和较强的成长潜力，企业及主要管理人员无不良记录； （二）单只基金募集规模不超过5亿元； （三）单只基金投资单一创业企业股权的余额不超过基金募集规模的10%； （四）基金普通合伙人（或基金管理机构）及其关联方、基金主要管理人员投资或认缴基金余额合计不低于基金募集规模的3%。

我们理解，101号文中关于保险资金可以投资的创业投资基金，其“单只基金募集规模不超过5亿元”的规定旨在防范保险资金在进入创投领域时所可能遭遇的投资风险。47号文的落地则明确取消了101号文中对于保险资金所投资的创投基金的规模限制。

3. 允许保险私募基金的发起人及其关联保险机构根据投资策略自主选择投资比例

《通知》对应的条款	《通知》修订的规范性文件	《通知》的修订内容
第9条	《中国保监会关于设立保险私募基金有关事项的通知》（保监发〔2015〕89号，以下简称89号文）	<p>第九条 保险资金设立的私募基金，应当符合下列条件：</p> <p>（一）已完成立项的储备项目预期投资规模应当至少覆盖拟募集规模的20%；</p> <p>（二）发起人及其关联的保险机构出资或认缴金额不低于拟募集规模的30%；</p> <p>（三）配备专属投资管理团队，投资期内具有3年以上相关经验的专属投资管理人员不少于3名；</p> <p>（四）明确约定投资策略、投资方式、投资领域、投资限制、共同投资、投资集中度、投资流程、决策流程、投后管理、退出机制等；</p> <p>（五）建立由主要投资人组成的投资顾问委员会，重点处理关联交易，利益冲突等事项；</p> <p>（六）建立托管机制，托管机构符合规定条件。</p> <p>保险资产管理机构、其关联的保险机构不得为私募基金提供担保，不得以任何方式为私募基金的投资收益或赔偿投资损失向私募基金的投资者做出承诺。</p>

我们理解，参照89号文的前款规定，保险私募基金在设立时，保险系出资人的出资或认缴规模均应不低于拟募集规模的30%，这在一定程度上限制了管理人在募资及出资时的灵活性。47号文作出前述修改后，监管层面不再对保险私募基金中保险系出资人的出资或认缴规模设置比例要求，保险私募基金的设立和募集将更加“市场化”。

4. 简化保险公司投资私募基金的决策流程

《通知》对应的条款	《通知》修订的规范性文件	《通知》的修订内容
第10条	《关于保险资金发起设立私募基金的监管口径》（资金部函〔2017〕180号，以下简称180号文）	<p>第二条 保险公司作为有限合伙人投资的保险私募基金，应当按照资产认可标准和资本约束，审慎评估此项投资对偿付能力和收益水平的影响，并提交股东（大）会或董事会进行决策。</p>

47号文删除了180号文中保险公司作为有限合伙人投资私募股权基金应当“提交股东（大）会或董事会进行决策”的规定。我们理解，此项修改旨在将评估前述投资事项对偿付能力及收益水平影响的权限交由保险公司自行规定，监管层面不再统一要求保险公司股东（大）会或董事会层面对该等事项进行决策。

（二）债权投资计划和资产支持计划的外部信用评级

《通知》对应的条款	《通知》修订的规范性文件	《通知》的修订内容
第 8 条	《资产支持计划业务管理暂行办法》（保监发〔2015〕85号）	第二十条受托人应当聘请符合监管要求的信用评级机构对受益凭证进行初始评级和跟踪评级。支持计划存续期间，每年跟踪信用评级应当不少于一次。
第 13 条	《债权投资计划实施细则》（银保监办发〔2020〕85号）	第八条 保险资产管理机构设立债权投资计划，应当开展尽职调查和可行性研究，科学设定交易结构，充分评估相关风险，严格履行各项程序，独立开展评审和决策，并聘请具备相应资质的专业服务机构对设立债权投资计划的合法合规性、信用级别等作出明确判断和结论。

针对保险资产管理机构设立和管理的资产支持计划及债权投资计划，47号文从制度层面取消了前述资管产品在设立和管理时的外部评级要求，我们理解，这也使得保险资产管理机构在未来设立或管理该等产品时将更多依赖于其内部信评部门作出的评审意见。

以债权投资计划产品为例，保险资管公司在发起设立债权投资计划时，通常需履行相关的内部评级流程。根据保险资产管理业协会发布的《中国保险资产管理业协会产品管理指引第1号：产品登记材料规范》（中资协发〔2020〕67号）附件1-1，债权投资计划产品登记材料清单中包含了保险资产管理机构对债权投资计划产品的内部信用评级报告。因此，保险资管公司对于债权投资计划产品的内部信用评级报告业已属于债权投资计划产品登记时的必要材料。此外，在保险资管公司对债权投资计划产品进行投资时，通常亦需征询内部信评部门对于该产品的评审意见。

值得注意的是，47号文仅就保险资产管理机构设立和管理的资产支持计划和债权投资计划取消了外部评级要求。对于保险资金投资的集合资金信托，根据《中国银保监会办公厅关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》（银保监办发〔2019〕144号）第五条规定，保险资金投资基础资产为非标准化债权资产的集合资金信托，仍应进行外部信用评级，且信用等级不得低于符合条件的国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级的信用级别。

（三）保险资金投资股票等证券业务及投资非标准化资产

《通知》对应的条款	《通知》修订的规范性文件	《通知》的修订内容
第 1 条	《保险公司股票资产托管指引（试行）》（保监发〔2005〕16号）	第十一条 保险公司应当委托一个托管人托管股票资产。 多家保险公司共用一个股票交易席位的，应当选择同一托管人。
第 2 条	《中国保险监督管理委员会关于规范保险机构股票投资业务的通知》（保监发〔2009〕45号）	根据市场发展需要，我会决定对保险公司股票投资实行备案制。保险公司应当按照《保险公司股票投资能力标准》和市场化原则，选择股票直接投资或委托投资方式，并向我会备案。 ²

² 《通知》同时删除该规定相关附件。

《通知》对应的条款	《通知》修订的规范性文件	《通知》的修订内容
第3条	《中国保险监督管理委员会关于保险机构投资证券交易问题的通知》（保监发〔2011〕77号）	第七条 ……保险机构参与特殊机构客户模式试点，应当按照成本收益原则和业务需要，合理确定服务券商数量和证券账户数量，选择的服务券商不超过3家，在每家服务券商开立的证券账户最多不超过3个。保险机构应当规范证券账户管理，在投资运作、会计核算、风险控制、资产托管等环节，确保不同账户资产的独立运作和物理隔离，保护被保险人利益。

《通知》对应的条款	《通知》修订的规范性文件	《通知》发布前的规定内容	《通知》的修订内容
第14条	《保险公司股票资产托管指引（试行）》（保监发〔2005〕16号）	<p>第二条 设立大类资产监管比例</p> <p>为防范系统性风险，针对保险公司配置大类资产制定保险资金运用上限比例。</p> <p>……</p> <p>（二）投资不动产类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的30%。账面余额不包括保险公司购置的自用性不动产。</p> <p>保险公司购置自用性不动产的账面余额，不高于本公司上季末净资产的50%。</p> <p>（三）投资其他金融资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的25%。</p> <p>……</p>	<p>第二条 设立大类资产监管比例</p> <p>为防范系统性风险，针对保险公司配置大类资产制定保险资金运用上限比例。</p> <p>……</p> <p>（二）投资不动产类资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的30%。其中，未在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易的资产，合计不高于本公司上季末总资产的25%。其中，未在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易的资产，合计不高于本公司上季末总资产的25%。账面余额不包括保险公司购置的自用性不动产。</p> <p>保险公司购置自用性不动产的账面余额，不高于本公司上季末净资产的50%。</p> <p>（三）投资其他金融资产的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的25%。其中，未在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易的资产，合计不高于本公司上季末总资产的20%。其中，未在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易的资产，合计不高于本公司上季末总资产的20%。</p> <p>……</p>

我们理解，47号文通过第十四条规定就保险资金投资的不动产及其他金融资产中增设“未在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易的资产”的比例限制，可能将进一步压缩保险资金配置于以非标方式投资的不动产、其他金融资产的资产规模。此外，47号文也通过第一条至第三条规定取消了保险机构参与证券交易的服务券商和托管人数量限制，取消对保险公司股票投资需进行备案的相关要求。该等修改也反映了《通知》的主旨系在于鼓励和引导保险资金更多地投资于如股票资产等标类资产，防范非标准化资产领域投资的风险外溢。

新规下 PE 玩转定增 的法律锦囊

单颖之 宋方成 范馨中 谢丽媛

引言

2020年2月14日，市场期盼许久的《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》及《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》，及修订后的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》闪亮登台。包括锁价重启、底价下调、锁定缩短及规模上调等一系列优惠组合拳，使定增重新成为市场热捧的再融资产品。截至2020年2月20日，已有52家上市公司召开董事会并公告披露了《再融资新规》后制定或调整的定增预案。其中，30家系不确定发行对象的项目，18家系确定全部发行对象的项目，而另有4家系确定部分发行对象的项目，累计拟发行规模人民币558.88亿元。

2020年6月及2020年7月，证监会相继发布《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》及《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》。



单颖之

shanyingzhi@cn.kwm.com

以下表格列示了按照《再融资新规》¹要求重新制定或调整定增项目的两个典型方案：

案例名称	调整事项	原方案内容	当前方案内容
某上交所上市公司	认购价格	<ul style="list-style-type: none"> 定价基准日：发行期首日 发行价格：定价基准日前20个交易日股票交易均价的90% 价格调整事项：定价基准日至发行日期间，上市公司发生除权、除息事项 	<ul style="list-style-type: none"> 定价基准日：本次非公开发行股票的董事会决议公告日 发行价格：定价基准日前20个交易日股票交易均价的80%，即17.56元/股 价格调整事项：定价基准日至发行日期间，上市公司发生除权、除息事项
	锁定期	<ul style="list-style-type: none"> 限售期需符合《上市公司证券发行管理办法》和中国证监会、证券交易所等监管部门的相关规定 投资者认购的股票均自本次发行结束之日起36个月内不得转让 限售期满后减持限制：遵守届时有效的法律、法规、规范性文件、交易所相关规则以及《公司章程》的相关规定 	<ul style="list-style-type: none"> 限售期需符合《上市公司证券发行管理办法》和中国证监会、证券交易所等监管部门的相关规定 限售期/锁定期：私募基金先导高芯、格力电器认购的股票均自本次发行结束之日起18个月内不得转让 限售期满后减持限制：遵守届时有效的法律、法规、规范性文件、交易所相关规则以及《公司章程》的相关规定，但其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定

¹ 本文指《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》，及修订后的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》。

案例名称	调整事项	原方案内容	当前方案内容
某深交所上市公司 ²	发行对象	不确定对象：不超过10名特定对象	确定对象：高瓴资本以其管理的“高瓴资本管理有限公司-HCM中国基金”认购
	认购价格	<ul style="list-style-type: none"> 定价基准日：发行期首日 发行价格：不低于定价基准日前20个交易日股票交易均价的90%，最终发行价格将在本次非公开发行股票获得中国证监会核准后，按照相关法律法规的规定及监管机构要求，由公司董事会或董事会授权人士根据股东大会的授权，与本次非公开发行股票的保荐机构（主承销商）协商确定 价格调整事项：定价基准日至发行日期间，上市公司发生除权、除息事项 	<ul style="list-style-type: none"> 定价基准日：第三届董事会第三十三次会议决议公告日（即本次非公开发行股票的董事会决议公告日） 发行价格：123.56元/股，不低于定价基准日前20个交易日股票交易均价的80% 价格调整事项： <ul style="list-style-type: none"> ① 定价基准日至发行日期间，上市公司发生除权、除息事项； ② 根据发行人与私募基金认购协议，若发行期首日前20个交易日发行人股票交易均价低于本次非公开发行价格123.56元/股的80%【即98.85元/股（不含本数）】的，则该认购协议自动终止，但双方协商一致调整发行价格并按照相关监管规则履行相关审批手续后继续实施本次非公开发行的情形除外
	锁定期	<ul style="list-style-type: none"> 发行对象认购的股票自本次发行结束之日起12个月内不得转让。法律法规对限售期另有规定的，依其规定 	<ul style="list-style-type: none"> 私募基金认购的股票均自本次发行结束之日起18个月内不得转让。法律法规对限售期另有规定的，依其规定

² 《再融资新规》出台后，该企业向中国证监会撤回2019年度定增申请材料，并依照《再融资新规》制定2020年度定增预案。本表“原方案内容”所列内容系根据其2019年度定增披露的信息整理。

面对山雨欲来的定增热潮，私募基金如要参与其中，我们理解其可能涉及的主要法律关注点如下：



下文我们将结合《再融资新规》，为读者一一拆解定增相关的法律锦囊。

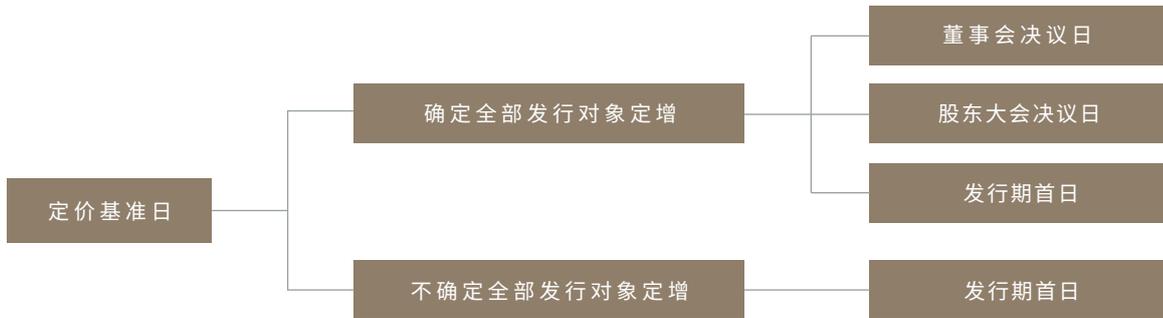
一、认购方及其资金

关注事项	问题背景	分析与建议
战略投资者	根据《再融资新规》，董事会拟引入的境内外战略投资者可以作为提前确定的发行对象参与上市公司定增。但是，《再融资新规》以及此前的再融资规则中，均未明确规定战略投资者的认定条件	<ul style="list-style-type: none"> 是否满足战略投资者的资格条件需根据《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》予以判断³ 长期持股意向与战略合作安排：基于长期投资或合作意愿，战略投资者的持股锁定期较长（不低于18个月），且通常会在认购协议中与上市公司约定原则性的战略合作事项
基金备案	根据中国证监会以及基金业协会的规定，对于人民币私募基金，其应当在完成基金备案后方可开展投资运作，且需在完成备案后方可申请开立证券账户	结合过往审核案例，在确定发行对象的定增项目中，私募基金原则应当在项目申报前完成备案，至迟在中国证监会反馈问询回复结束前完成，否则可能对项目产生不利影响
资金来源	在定增项目的审核中，中国证监会一般要求中介机构对私募基金认购资金来源予以核查	<p>通常情况，私募基金需在股份认购协议中或以专项承诺函的形式对以下信息进行确认：</p> <ol style="list-style-type: none"> 资金来源合法，即拟用于认购的资金系合法的自有资金或自筹资金，且不得直接或间接使用发行人的资金用于本次认购 基金的出资结构中不存在代持、分级收益等结构化安排
资金到位	受限于上市公司股价波动、审核流程较长、财务数据有效性等因素，A股定增项目通常会在较短时间内完成前期筹划工作并签署股份认购协议，而私募基金无法在项目申报前完成资金募集工作	结合过往审核案例，在确定发行对象的定增项目中，私募基金至迟应在定增取得中国证监会核准后、发行方案提请中国证监会备案前完成资金的募集

³ 具体可见《私募基金与上市公司系列（三）：PE如何成为定增中的战略投资者》。

二、认购价格

根据《再融资新规》，定增股份认购价格不得低于定价基准日前 20 个交易日上市公司股票均价的 80%，确定全部发行对象的定增项目在定价基准日的选择上更为灵活：



私募基金仍然需要关注以下限制性因素对定价的影响：

关注事项	问题背景	分析与建议
通常情况无法通过停牌定价	为了防止上市公司长期停牌、随意停牌的现象出现，中国证监会及沪深交易所均加强了对上市公司停牌的约束机制。按照现行规则，除非出现重大无先例事件，通常情况下，上市公司不得在定增筹划阶段长时间停牌	<ul style="list-style-type: none"> 在无法停牌的情况下，定增筹划时间越长，信息泄露风险越高，对上市公司股价产生重大影响（特别是引入战略私募基金时）的可能性越大，进而不利于董事会决议日有效定价 若私募基金与上市公司拟通过董事会决议日定价，其需要尽量缩短筹划进程，提高决策效率，并严格履行保密义务
部分项目需要接受询价结果	根据中国证监会的规定，上市公司可以在董事会决议中提前确定部分发行对象，并在取得中国证监会批文后以竞价方式确定剩余发行对象	在这种情况下，确定为发行对象的私募基金无法以董事会决议日或股东大会决议日作为基准日确定认购价格，只能接受最终的竞价结果参与认购
国有控股公司的特殊限制	通常情况下，受限於所属国资监管机构的要求，国有控股上市公司的股票发行价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值	私募基金在参与国有控股上市公司定增时，其股份认购价格需同时不低于定价基准日前 20 个交易日上市公司股票均价的 80% 以及上市公司的每股净资产值

此外，我们注意到，为了确保在发行前上市公司股价与董事会决议日确定的认购价格之间不存在较大差异，近期公告的某 QFII 私募基金参与深交所中小板上市公司定增项目的认购协议中，交易双方将股价倒挂达到一定标准作为协议终止的情形之一，即“若发行期首日前 20 个交易日发行人股票交易均价低于本次非公开发行价格 123.56 元 / 股的 80% [即 98.85 元 / 股 (不含本数)] 的，则该认购协议自动终止，但双方协商一致调整发行价格并按照相关监管规则履行相关审批手续后继续实施本次非公开发行的情形除外”。

三、转让限制

限制类型	具体限制方式	注意事项
锁定期安排	提前确定全部发行对象：18 个月	对于提前确定部分对象，中国证监会没有出台进一步的细化规则或窗口指导意见前，但实践中我们理解提前确定部分发行对象多为上市公司控股股东或关联方或愿长期持股的战略私募基金，因此，对于该部分发行对象多承诺 18 个月锁定期，而询价部分私募基金可考虑适用 6 个月锁定期。建议届时根据不同项目的实际情况，与中介机构一起关注相关审核政策的变动趋势作出相应承诺
	竞价后确定发行对象：6 个月 ⁴	
	提前确定部分发行对象：尚无明确规定	
不适用《减持新规》	按照《再融资新规》，上述锁定期届满后，私募基金减持本次定增认购的股票将不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（即“《减持新规》”）的有关规定	虽然《减持新规》中与定增相关的规则不再适用，但私募基金减持上市公司股份时，在《再融资新规》前取得的股票如需遵守《减持新规》的，则对应的该部分股票仍需继续受《减持新规》的约束，不会因《再融资新规》取得新的股票而不受限制
禁止间接转让和短线交易	为了避免因间接转让而导致规避股份锁定承诺的情况，通常情况下，私募基金在参与确定发行对象的定增项目时，基于中国证监会的审核要求，其可能需要提供经合伙人或出资人签署的承诺函或者在合伙协议中作出约定：在锁定期内，其合伙人/出资人不得转让其持有的产品份额或退出合伙	在参与上市公司定增前，私募基金管理人需对其下属基金在上市公司的投资和减持情况进行梳理，避免与可能需要履行的公开承诺事项相冲突
	为避免落入短线交易，对于在发行前通过二级市场买入或以其他方式在上市公司持股的私募基金，中国证监会通常会要求该等私募基金（包括私募基金）及其关联方公开承诺“从定价基准日前六个月至本次发行后六个月内不存在减持情况或减持计划”	

⁴ 科创板及创业板上市公司除提前确定全部发行对象外，向特定对象发行的股票，自发行结束之日起六个月内不得转让。

四、保底承诺的风险

本次《再融资新规》明确规定：上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺，且不得直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者补偿。

虽然本次《再融资新规》在规范的效力层级上仅仅是部门规章，按照《民法典》及其司法解释的规定，合同条款不会仅因对部门规章的违反而必然导致其无效。然而，结合《最高人民法院全国法院民商事审判工作会议纪要》的最新规定⁵，在后续审判实践中，如果上市公司、控股股东及其关联方向私募基金作出的保底承诺被证券监管部门认定违法违规且构成扰乱金融安全或资本市场秩序的，则该等保底承诺的有效性受到人民法院质疑的风险可能性较大⁶。

五、总结与建议

中国证监会在《再融资新规》的立法说明中强调，本次再融资制度部分条款调整的总体思路包括调整再融资市场化发行定价机制，形成买卖双方充分博弈，市场决定发行成败的良性局面，充分发挥市场对资源配置的决定性作用，进一步提高上市公司再融资效率。此外，中国证监会于《再融资新规》发布的官网页面指出：本次修订后，我会将不断完善上市公司日常监管体系，严把上市公司再融资发行条件，加强上市公司信息披露要求，强化再融资募集资金使用现场检查，加强对“明股实债”等违法违规行为的监管。

鉴于A股市场近年来的强监管趋势，我们建议私募基金在参与A股定增时，除谨慎把握《再融资新规》的相关规定并与监管部门保持密切沟通之外，同时应当：

1. 有针对性地开展尽职调查：受限于上市公司公开信息披露义务的要求，外部投资人通常情况下可以获得的尽职调查资料相对有限。此外，通常情况下，上市公司相对非上市公司的合规性程度较高，因而在定增项目中开展完整尽职调查的必要性和可行性均相对较低。然而，为了提高定增项目的可行性并避免可能存在的信用风险，我们仍然建议，私募基金在参与上市公司定增前，应当在专业机构的辅助下，关注上市公司是否符合证券发行条件、前次募集资金使用情况、实际控制人及管理层的信用风险等重大法律事项。

2. 在法规允许的范围内设计私募基金保护条款：虽然《再融资新规》禁止向发行对象作出保底保收益承诺，但是私募基金与上市公司基于市场化谈判而在认购协议中拟定的私募基金保护条款，如针对特定事项的陈述与保证义务、相关协议终止和违约责任条款等，在上市公司履行合法的审议程序及信息披露义务后，仍然可以合法有效。

⁵ 2019年11月发布的《最高人民法院全国法院民商事审判工作会议纪要》规定，“违反规章一般情况下不影响合同效力，但该规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效。人民法院在认定规章是否涉及公序良俗时，要在考察规范对象基础上，兼顾监管强度、交易安全保护以及社会影响等方面进行慎重考量，并在裁判文书中进行充分说理。”

⁶ 就该等问题，本文由于篇幅限制等原因，不做详细展开分析。

创投基金减持新规 解读

单颖之 杨振华 范馨中

2019年11月，创业板某上市公司对其股东苏州金茂新兴产业创业投资企业（有限合伙）（下称“苏州金茂”）的减持事项进行了预披露。苏州金茂系创业投资基金（下称“创投基金”），截至首次公开发行材料受理日对该上市公司投资期限已达70余月，但其减持仍然受到相当的限制。上述创投基金“退出难”现象并非偶然。虽然中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）于2018年3月发布的《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》（下称“原《创投基金股东减持规定》”），对于优化创业投资基金市场化退出起到了一定积极效果，但该规定亦存在创投基金适用反向挂钩政策要求较为严格的“痛点”，实际激励作用有所“打折”，创投基金的“退出难”仍然是近年来市场关注的重点问题。

2020年3月6日，证监会发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020年修订）》（下称“新《创投基金股东减持规定》”），针对原规定的“痛点”“对症下药”，对创投基金适用反向挂钩政策进行了有的放矢的松绑。本文将围绕前述新规之主要内容、亮点等方面展开分析，以供各位读者参考。

一、新《创投基金股东减持规定》之主要内容及亮点

针对原《创投基金股东减持规定》存在的适用对象范围小、对被投资企业要求高、反向挂钩政策的优惠力度低等“痛点”，新《创投基金股东减持规定》可谓有的放矢，放宽了规定适用主体、被投资企业认定标准以及加大了减持优惠政策，具体见下表：



单颖之

shanyingzhi@cn.kwm.com



杨振华

yangzhenhua@cn.kwm.com

(一) 适用前提及违规后果

项目	新《创投基金股东减持规定》规定主要内容	原《创投基金股东减持规定》规定主要内容	修订亮点
适用股份	首次公开发行前发行的股份	首次公开发行前发行的股份	--
适用主体	<ul style="list-style-type: none"> 在中国证券投资基金业协会（下称“基金业协会”）备案的创业投资基金 在基金业协会备案的私募股权投资基金参照适用 	<p>合格创投基金：</p> <ul style="list-style-type: none"> 条件一：在规则发布前备案的创业投资基金，申请适用政策需符合以下条件：①原《创投基金股东减持规定》发布前的对外投资金额中，对未上市企业进行股权或者可转换为股权的投资金额占比50%以上；②原《创投基金股东减持规定》发布后的对外投资金额中，对早期中小企业和高新技术企业的合计投资金额占比50%以上，且投资范围仅限于未上市企业，投资方式仅限于权益投资 条件二：在规则发布后备案的创业投资基金，适用政策需符合以下条件：①投资范围限于未上市企业，但是所投资企业上市后所持股份的未转让部分及通过上市公司分派或者配售新股取得的部分除外；②投资方式限于股权投资或者依法可转换为股权的权益投资；③对外投资金额中，对早期中小企业和高新技术企业的合计投资金额占比50%以上；④其他 	扩大适用主体范围，允许私募股权投资基金参照适用

项目	新《创投基金股东减持规定》规定主要内容	原《创投基金股东减持规定》规定主要内容	修订亮点
被投资企业条件	<p>“投早期”、“投中小”、“投高新”三者之一：</p> <ul style="list-style-type: none"> 企业首次接受投资时，企业成立不满60个月（“投早期”）； 企业首次接受投资时，符合“522”标准（即企业职工人数不超过500人，根据会计师事务所审计的年度合并会计报表，年销售额不超过2亿元、资产总额不超过2亿元）（“投中小”）； 截至发行申请材料受理日，企业依据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2016〕32号）已取得高新技术企业证书（“投高新”）。 	<p>“投早期中小企业”、“投高新”两者之一：</p> <ul style="list-style-type: none"> 创投基金首次投资该企业时，企业成立不满60个月+符合“522”标准（即经企业所在地县级以上劳动和社会保障部门或社会保险基金管理单位核定职工人数不超过500人，且根据会计师事务所审计的年度合并会计报表年销售额不超过2亿元、资产总额不超过2亿元）（“投早期中小企业”）； 截至发行申请材料受理日，企业依据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2016〕32号）已取得高新技术企业证书（“投高新”）。 	<ol style="list-style-type: none"> 放宽被投资企业认定标准 明确“早期”及“中小企业”的计算时点为“首次接受投资时” 对“522”的认定不再局限于劳动和社会保障部门或社会保险基金管理单位核定情况
监管及追责规定	对于不符合条件但通过弄虚作假等手段申请适用反向挂钩政策的，证监会可以对其采取行政监管措施	未明确	明确弄虚作假申请政策的法律责任

（二）减持优惠政策

项目	新《创投基金股东减持规定》及实施细则主要内容	原《创投基金股东减持规定》及实施细则主要内容	修订亮点
集中竞价减持	<p>比例限制（四档）：</p> <ul style="list-style-type: none"> 如投资期限<36个月：在任意连续90日内减持股份总数不超过总股本的1%； 如36个月≤投资期限<48个月：在任意连续60日内减持股份总数不超过总股本的1%； 如48个月≤投资期限<60个月：在任意连续30日内减持股份总数不超过总股本的1%； 投资期限≥60个月：减持股份总数不受比例限制 <p>投资期限起算期：</p> <ul style="list-style-type: none"> 自创业投资基金投资该首次公开发行企业金额累计达到300万元之日，或者； 投资金额累计达到投资该首次公开发行企业总投资额50%之日 <p>投资期限统计截止日：截至发行人首次公开发行上市日</p>	<p>比例限制（三档）：</p> <ul style="list-style-type: none"> 如投资期限<36个月：在任意连续90日内减持股份总数不超过总股本的1%； 如36个月≤投资期限<48个月：在任意连续60日内减持股份总数不超过总股本的1%； 投资期限≥48个月：在任意连续30日内减持股份总数不超过总股本的1% <p>投资期限起算期：</p> <ul style="list-style-type: none"> 自创业投资基金投资该首次公开发行企业金额累计达到300万元之日；或者 投资金额累计达到投资该首次公开发行企业总投资额50%之日 <p>投资期限统计截止日：截至首次公开发行申请材料受理日</p>	<ol style="list-style-type: none"> 取消投资期限在60个月以上的创业投资基金减持限制，对投资期限达5年以上的创业投资基金，锁定期满后不再限制减持比例，更好体现差异化扶持和引导； 已合理调整投资期限计算方式，由“截至首次公开发行申请材料受理日”修改为“截至发行人首次公开发行上市日”，有利于连续计算基金投资时间

项目	新《创投基金股东减持规定》及实施细则主要内容	原《创投基金股东减持规定》及实施细则主要内容	修订亮点
大宗交易减持	<p>比例限制（四档）：</p> <ul style="list-style-type: none"> 如投资期限<36个月：在任意连续90日内减持股份总数不超过总股本的2%； 如36个月≤投资期限<48个月：在任意连续60日内减持股份总数不超过总股本的2%； 如48个月≤投资期限<60个月：在任意连续30日内减持股份总数不超过总股本的2%； 如投资期限≥60个月：减持股份总数不受比例限制 <p>投资期限起算期：未明确规定¹</p> <p>投资期限统计截止日：截至发行人首次公开发行上市日</p> <p>减持受让方的锁定期限制：受让方无需在受让后6个月内锁定受让股份</p>	<p>比例限制（三档）：</p> <ul style="list-style-type: none"> 如投资期限<36个月：在任意连续90日内减持股份总数不超过总股本的2%； 如36个月≤投资期限<48个月：在任意连续60日内减持股份总数不超过总股本的2%； 投资期限≥48个月：在任意连续30日内减持股份总数不超过总股本的2% <p>投资期限起算期：未明确规定</p> <p>投资期限统计截止日：截至首次公开发行申请材料受理日</p> <p>减持受让方的锁定期限制：受让方应在受让后6个月内锁定受让股份</p>	<ol style="list-style-type: none"> 取消大宗交易方式下减持受让方的锁定期限制； 取消投资期限在五年以上的创业投资基金减持限制； 已合理调整投资期限计算方式

二、新《创投基金股东减持规定》之待明确事项

虽然新《创投基金股东减持规定》有诸多亮点，但亦有部分事项有待进一步明确。本文将对未明确事项进行简要分析和解读，但该等事项的最终解释口径仍应以届时有效的法规、规则及监管意见为准。

（一）“首次接受投资”时点认定未明确

在被投资企业条件中，判断是否构成“投早期”或“投中小”的指标均以“首次接受投资时”为时点。但“首次接受投资时”的认定方式却未在新规中予以明确。

鉴于证监会在《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》（下称“《监管问答》”）中规定，“投资时点以创业投资基金投资后，被投资企业取得工商部门核发的营业执照或工商核准变更登记通知书为准。相关指标按投资时点之上一年末的数据进行认定。投资时点以第一次投资为准，后续对同一标的企业的投资均按初始时点确认”，本文认为，该《监管问答》关于“投资时点”的认定标准可作为“首次接受投资”时点认定的参考。

¹ 请见下文“新《创投基金股东减持规定》之未明确事项”部分之分析。

（二）“522”标准项下部分事项的认定口径未明确

如前所述，“522”标准系被投资企业是否属于“中小企业”的认定指标。但尚有部分具体事项未能明确：

1. “职工人数”及“年销售额”和“资产总额”数据的时间截点未明确

鉴于《监管问答》亦涉及“522标准”下的数据的统计截至时点认定问题²，参考《监管问答》之思路，本文认为，上述数据的合理的时间截点为创投基金首次投资被投资企业时的上一年末。

2. “职工人数”的统计范围未明确

新《创投基金股东减持规定》未明确职工人数的统计范围是仅包括被投资企业本身还是被投资企业及其合并报表范围内子企业全体职工。

鉴于新《创投基金股东减持规定》明确“年销售额”和“资产总额”以合并会计报表确定，笔者认为，其职工人数统计范围应与“年销售额”和“资产总额”的统计范围相匹配，因此较为合理的“职工人数”统计范围为被投资企业及其合并报表范围内子企业全体职工。

（三）大宗交易减持情况下“投资期限”起算点未明确

新《创投基金股东减持规定》仅对集中竞价减持的“投资期限”起算点进行了规定，证券交易所实施细则虽在规范大宗交易减持时提出了“投资期限”概念，但也未就大宗交易减持时的“投资期限”起算点进行另行规定。

结合新规内容及本次修法精神，笔者认为较为合理的解释口径为：大宗交易减持下的“投资期限”起算点与集中竞价减持的“投资期限”起算点保持一致。

三、申请办理创业投资基金股东减持需关注事项

（一）如何申请办理创业投资基金股东减持

新《创投基金股东减持规定》出台后，基金业协会尚未出台相对应的申请操作指引。但根据基金业协会的官方微信公众号推送的通知，私募基金管理人申请适用新《创投基金股东减持规定》政策仍然在资产管理业务综合报送平台（以下简称“AMBERS系统”）（<https://ambers.amac.org.cn>）进行，有关升级功能将于2020年3月31日按时上线；私募基金管理人可以登录AMBERS系统，通过“政策申请功能”下的“上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定”页签查阅对应的系统操作指南。上述反向挂钩申请的办理时限已缩减为材料齐备后10个工作日。

² 详见本部分之“（一）‘首次接受投资’时点认定未明确”部分的引用。

（二）关注 IPO 阶段股东承诺内容

在 IPO 申报时，发行人的股东一般都需要出具股份锁定承诺，如果是 IPO 前持股 5% 以上的发行人股东还要进一步作出限售期结束后两年内的减持意向承诺。由于创投基金以及股权基金股东可在符合新《创投基金股东减持规定》的情况下享有减持优惠政策，因此，建议创投基金以及股权基金在出具相关股份锁定承诺及减持意向承诺时，注意对承诺函的内容进行审核和优化，避免承担过重的减持限制义务。

PE 如何成为定增中的战略投资者

单颖之 宋方成 谢丽媛



单颖之

shanyingzhi@cn.kwm.com

2020年2月14日再融资新规¹发布后，因战略投资者参与上市公司定增可享受价格折扣在内的多重优惠²，因此各潜在投资人皆极力争取符合战略投资者的身份。

2020年3月20日，中国证监会发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》（以下简称“《战投问答》”），进一步明确了战略投资者需满足的资格条件以及发行人的决策程序、信息披露要求等。本文将通过某集团下设的投资平台参与上市公司定增等已披露案例³，解析私募基金作为战略投资者参与定增涉及的三大焦点。

¹ 本文“再融资新规”指：中国证监会于2020年2月14日发布的《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》、《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》、《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》及修订后的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》。

² 可见本系列文章：《私募基金与上市公司系列（一）：新规下PE玩转定增的法律锦囊》。

³ 从《战投问答》发布截止目前的较短时间内，尚未发现公开披露文件中纯财务投资背景的私募基金作为战略投资者参与定增的案例。

焦点一：如何认定战略投资者

根据《战投问答》，战略投资者的基本要求有：

资源匹配

- 资源领域相同或相似：具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源
- 战略投资者还应当符合下列情形之一：
 - 核心技术资源：能够给上市公司带来国际国内领先的核心技术资源，显著增强上市公司的核心竞争力和创新能力，带动上市公司的产业技术升级，显著提升上市公司的盈利能力
 - 商业资源：能够给上市公司带来国际国内领先的市场、渠道、品牌等战略性资源，大幅促进上市公司市场拓展，推动实现上市公司销售业绩大幅提升

诚信守法

- 具有良好诚信记录
- 最近三年未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任



参与治理

- 愿意并且有能力认真履行股东相应职责
- 委派董事实际参与公司治理
- 提升上市公司治理水平，帮助上市公司显著提高公司质量和内在价值

长期较大比例持股

- 与上市公司谋求双方协调互补的长期共同战略利益
- 愿意长期持有上市公司较大比例股份

焦点一	案例释疑
资源匹配	<p>案例披露：</p> <ul style="list-style-type: none"> 根据某上市公司于2019年3月26日的公告文件，其披露引入互联网巨头BD集团（以下简称“BD”）下属投资平台BRX作为战略投资者（以下简称“BRX定增”），对BRX能满足具有同业资源，能带来核心技术资源或商业资源的要求披露如下： <ul style="list-style-type: none"> 资源领域相同或相似：作为知名的互联网科技集团公司，BD集团拥有上市公司所处的数字阅读行业较强的重要战略性资源 核心技术资源：作为战略投资者，BD集团能给上市公司带来国际国内领先的核心技术资源，包括流量、人工智能、大数据、商业化等方面，有利于增强上市公司的核心竞争力和创新能力，有利于带动上市公司产业技术升级、提升公司盈利能力 商业资源：BD集团作为国际知名的大型互联网科技集团公司，能够提升上市公司品牌影响力；作为产业上下游，BD集团和上市公司进行内容授权方面的合作，同时BD集团流量体系和上市公司内容生产体系的结合能够有效提高上市公司内容生产的规模质量和竞争力，有利于推动实现上市公司销售业绩的提升

焦点一	案例释疑
资源匹配	<p>释疑：</p> <ul style="list-style-type: none"> 《战投问答》要求战略投资者的战略资源需属于上市公司同行业或相关行业，且战略投资者能为上市公司带来提升创新、技术和盈利能力的核心技术资源或提升市场拓展、销售方面的商业资源 对于私募基金而言，一般可以结合自身情况，突出其： <ul style="list-style-type: none"> (1) 私募基金集中或较多投资于上市公司同行业或相关行业领域【如2020年3月20日某上市公司对交易所问询问题的回复中，认定GL资本作为战略投资者参与某上市公司定增时（以下简称“GL定增”），其战略资源体现于其投资众多上市公司相关行业的公司】； (2) 私募基金的普通合伙人（或控股股东）、基金出资人或主要关联方（如上述案例中的BD集团）能够具备符合要求的战略资源。 <p>但目前监管部门对于战略资源的具体认定标准尚未明确，上述情况是否可以此认定私募基金拥有符合要求的战略资源还待进一步观察。</p> <ul style="list-style-type: none"> 对于其他产业投资者，可从自身、股东及所属集团拥有战略资源认定符合战略投资者资源匹配的要求（如某上市公司2020年3月25日披露引入内蒙MN作为战略投资者的公告文件中，从内蒙MN自身拥有的战略资源及与上市公司协同性论述符合《战投问答》要求）
参与治理	<p>案例披露</p> <ul style="list-style-type: none"> 根据BRX定增披露，本次发行后，BRX有权向上市公司提名1名董事加入董事会实际参与公司治理，有利于提升上市公司治理水平、帮助上市公司提高公司质量和内在价值 根据上市公司控股股东与BRX签署的《关于董事选举之协议》约定，控股股东承诺在发行完成后的一定时间内召开股东大会并选举BRX提名人员为董事 <p>释疑</p> <ul style="list-style-type: none"> 除要求认真履行股东职责外，《战投问答》明确要求私募基金作为战略投资者应向上市公司委派董事（不仅只要求提名），且该董事需参与公司治理 为实现上述要求，私募基金应在认购协议或战略投资协议中明确私募基金其享有提名董事的权利，并经股东大会选举该提名人员担任上市公司董事 为保证私募基金提名人员能够当选董事，私募基金可要求上市公司控股股东或实际控制人作出相关承诺 在同时引入多名战略投资者时，规则未明确需每位战略投资者均委派董事；考虑到上市公司董事会席位有限，每名战略投资者均委派董事可能缺乏可操作性，若由战略投资者共同向上市公司委派董事，则待明确是否可以此被认定为符合战略投资者委派董事的要求

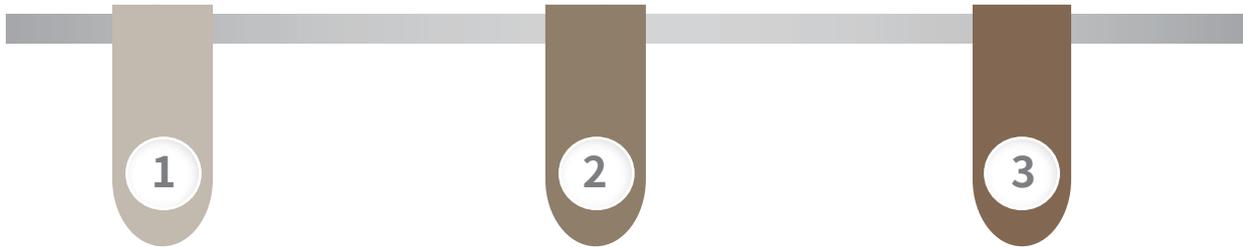
焦点一	案例释疑
<p>长期较大比例持股</p>	<p>案例披露</p> <ul style="list-style-type: none"> 根据BRX定增披露，本次发行后BRX持股比例为8.80%，为上市公司第三大股东，锁定期为24个月（高于适用法律规定的18个月锁定期要求） <p>释疑</p> <ul style="list-style-type: none"> 《战投问答》未明确“长期”及“较大比例”的要求 为满足长期持股要求，除可说明未来长期持有股份的安排外，私募基金可自愿或根据监管部门的要求延长锁定期时间⁴（如2020年3月26日某上市公司披露上港集团作为战略投资者的相关公告，上港集团参与定增取得的股份自愿锁定36个月） 按上市规则等相关规定，一般持股5%以上为上市公司主要股东，因此5%可作为持股比例较大的认定标准，但也需考虑不同上市公司股权结构进行合理分析 在引入多名战略投资者时，目前规则尚未明确不得通过一致行动关系合并计算战略投资者比例，或要求每位战略投资者均满足持股较大的要求
<p>诚信守法</p>	<p>案例披露</p> <ul style="list-style-type: none"> 根据BRX定增披露，BRX具有良好的诚信记录，最近三年未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任的情形 <p>释疑</p> <ul style="list-style-type: none"> 《战投问答》要求私募基金作为战略投资者需具有良好诚信记录，如不得是失信被执行人、不具有证券期货市场失信记录等 私募基金最近三年应未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任，不包括其他行政部门处罚和民事责任 根据定增披露要求，定增预案中应披露私募基金及其董事、监事、高级管理人员（或主要负责人）的最近五年受过行政处罚（与证券市场明显无关的除外）、刑事处罚或者涉及与经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁

《战投问答》发布后，部分上市公司公告之后会对拟引入的战略投资者是否符合《战投问答》的资格要求进行论证及后续采取应对措施。

如某上市公司于2020年3月24日公告的《关于非公开发行股票相关风险提示的公告》中披露，上市公司正在进一步论证本次定增对象是否符合《战投问答》规定的战略投资者认定条件。若本次定增的发行对象不符合认定条件，上市公司本次定增方案将根据发行对象与上市公司签署的认购协议及定增预案中约定的相关调整机制予以调整。

⁴ 根据《上市公司非公开发行股票实施细则》规定，战略投资者持有非公开发行股份的锁定期为18个月。

焦点二：如何引入战略投资者



- 签署具有法律约束力的战略合作协议
- 董事会作为单独议案审议
- 股东大会决议，需由出席会议的股东所持表决权三分之二以上通过
- 独立董事及监事会发表意见
- 每个战略投资者议案分别表决
- 中小投资者表决情况单独计票披露

焦点二	案例释疑
战略合作协议	<p>案例披露：</p> <ul style="list-style-type: none"> • BRX与上市公司签署了《非公开发行股票之附条件生效的股份认购合同》，BRX母公司BD网讯与上市公司签署了《战略合作框架协议》，已对《战投问答》要求的内容作出明确约定 <p>释疑：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 《战投问答》要求签署具有法律约束力的战略合作协议，不包括非具有约束力的备忘录、条款清单等 • 可以单独订立战略合作协议，也可以在认购协议中约定战略合作条款（如GL定增时在认购协议中约定了战略合作安排）；因要求战略合作协议需具有约束力，若在论证战略投资者资格时明确由私募基金普通合伙人（或控股股东）、出资人或关联方提供战略资源的，需考虑上述主体也作为战略合作协议的签署方 • 《战投问答》对战略合作协议的内容作出了细化要求，需明确约定：战略投资者具备的优势及其与上市公司的协同效应，双方的合作方式、合作领域、合作目标、合作期限、战略投资者拟认购股份的数量、定价依据、参与上市公司经营管理的安排、持股期限及未来退出安排、未履行相关义务的违约责任等 • 对于不满足该等要求的战略合作协议，应对协议内容进行补充或调整（如某上市公司于2020年3月25日披露的《关于非公开发行股票相关风险提示的公告》，说明上市公司正在对照《战投问答》要求进行论证，并与各认购对象协商确定《战略合作协议》的具体内容）

焦点二	案例释疑
内部审议程序	<p>案例披露</p> <ul style="list-style-type: none"> 在董事会已通过BRX参与定增的预案后，因《战投问答》发布，该上市公司已另行召开董事会、监事会，对引入战略投资者事项作为单独议案进行审议，并由独立董事发表意见，同时拟于近期另行召开股东大会进行审议 <p>释疑：</p> <ul style="list-style-type: none"> 《战投问答》要求需对引入战略投资者单独于定增其他事宜进行内部审议，主要有： <ul style="list-style-type: none"> (1) 董事会需将引入战略投资者的事项作为单独议案审议； (2) 独立董事、监事会对议案是否有利于保护上市公司和中小股东合法权益发表明确意见； (3) 股东大会应对每名战略投资者单独表决，且必须经出席会议的股东所持表决权三分之二以上通过，中小投资者的表决情况应当单独计票并披露。 未将战略投资者事宜作为单项议案审议或发表意见的，应按上述规定另行履行相应内部审议程序（如某上市公司披露的《关于2020年第一次临时股东大会审议非公开发行相关事项的提示性公告》说明，本次股东大会审议通过定增的相关事项后，董事会将会补充披露与审议引入战略投资者事项的议案，由独立董事、监事会对引入战略投资者事项议案发表明确意见，并将由股东大会就每名战略投资者单独表决）

焦点三：如何披露战略投资者

董事会议案披露	年报、半年报披露
<ul style="list-style-type: none"> 引入战略投资者的目的 商业合理性 募集资金使用安排 战略投资者的基本情况 穿透披露股权或投资者结构 战略合作协议的主要内容 	<ul style="list-style-type: none"> 非公开发行股票后，上市公司应当在年报、半年报中披露战略投资完成者参与战略合作的具体情况及其效果

除根据定增披露要求披露私募基金作为认购对象的一般事宜外，《战投问答》还要求在董事会议案中对战略投资的相关事宜予以披露，并在年报、半年报中披露战略合作的具体情况及其效果。

如在《战投问答》发布后，BRX 定增的上市公司在董事会议案里补充披露 BRX 上述战略投资信息。

此外，因私募基金作为战略投资者持股比例较大，一般会认定为上市公司关联方，与上市公司之间的交易也需按关联交易认定与披露。

展望

《战投问答》虽明确了私募基金作为战略投资者参与上市公司定增的基本要求，但同时也留下了待进一步解释和说明的事项，例如：

- 私募基金投资的标的公司、私募基金普通合伙人（控股股东）或关联方具备的战略资源，是否可视为认定私募基金符合战略投资者要求的依据？
- 如何认定可提升技术与盈利的核心技术资源、可提升销售与市场方面的商业资源，是否可明确具体的评价指标？
- 存在多名战略投资者时应如何认定委派董事、较大持股比例？

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金。相信随着越来越多相关案例的涌现，私募基金参与定增的标准亦会越来越清晰。

IPO 股东信息披露新规之十问十答

单颖之 林坤彬

2021 年伊始，A 股 IPO 审核趋严且新规频出。中国证监会和深交所分别于 2021 年 1 月 29 日和 2 月 5 日出台《首发企业现场检查规定》和《关于启动合并主板与中小板相关准备工作的通知》。在试点注册制的背景下，这无疑是在践行“零容忍”和“建制度”的重要一环。随后，为了以信息披露为核心的注册制改革继续平稳推进，中国证监会于 2021 年 2 月 9 日又重磅推出《监管规则适用指引——关于申请首发上市企业股东信息披露》（“IPO 股东信息披露新规”或“《指引》”）。IPO 股东信息披露新规剑指“突击入股”、“影子股东”等 A 股 IPO 中的重要事项，引起了业内人士强烈反响。本文将问答形式从 A 股 IPO 企业及 PE 基金的不同视角对《指引》进行解读。

一、“突击入股”问题

问题 1：《指引》关于“突击入股”变在何处？

答：《指引》关于“突击入股”规定的变化主要在两个方面：一是延长“突击入股”的认定时间标准；二是不再因“突击入股”的股份取得方式为增资扩股或股份受让而适用不同的规则。具体而言，《指引》出台前，IPO 申报前 6 个月内进行增资扩股的，新增股份自发行人完成增资扩股工商变更登记手续之日起锁定 3 年；在 IPO 申报前 6 个月内从控股股东或实际控制人处受让的股份，应比照控股股东或实际控制人所持股份进行锁定（即自上市之日起锁定 3 年）。《指引》出台后，原则上，IPO 申报前 12 个月内产生的新增股东无论通过增资扩股还是股份受让取得的新增股份均应自取得之日起锁定 36 个月。

A 股 IPO 企业视角：《指引》最大的变化是提早了“突击入股”认定时间标准，《指引》出台前，IPO 申报前第 7 个月至第 12 个月之间入股的新增股东一般只需要按照《公司法》规定就持有的新增股份自上市之日起锁定 12 个月；《指引》出台后，该等新增股东则需要就所持的新增股份自取得之日（工商变更登记之日）起锁定 3 年。但是这并非意味着锁定期 1 年和 3 年的差异。因为二者的锁定期起始日不一样。我们不妨做一次模拟测算：



单颖之

shanyingzhi@cn.kwm.com

“假如 PE 基金于 2020 年 12 月 1 日完成增资入股拟上市公司的工商变更登记，2021 年 6 月 2 日提交 IPO 申请，参考最近一年 A 股 IPO 审核速度，假设受理、审核、上会、注册、发行上市的全部流程耗时 13 个月，则拟上市公司于 2022 年 7 月 2 日顺利发行上市。那么，按照旧规（见下文定义），PE 基金锁定期为 2022 年 7 月 2 日至 2023 年 7 月 1 日；而按照《指引》，PE 基金锁定期为 2020 年 12 月 1 日至 2023 年 11 月 30 日。此时，《指引》项下 PE 基金仅需多锁定 5 个月，若 PE 基金入股时间提早，锁定期差异将继续缩小。”

PE 基金视角：自科创板、创业板相继注册制改革后，A 股 IPO 于 2020 年的通过率创下近 10 年新高¹。在某种意义上，这也催生了 PE 基金的 Pre-IPO 投资热。而《指引》出台后，“突击入股”认定的时间标准由 IPO 申报前 6 个月延长至 12 个月，由于部分 PE 基金基于此锁定期延长，其退出期也随之延长，可能会在一定程度上给 Pre-IPO 投资热降温。同时也提醒 PE 基金投资时应更多地依赖于对企业的长期价值判断能力，并避免短期套利的投机行为。

问题 2：如 IPO 申报前 6 个月内，新增股东从控股股东、实际控制人处受让股份，则该等新增股份是按照《指引》自取得之日起锁定 36 个月，还是按照旧规自上市之日起锁定 3 年？

答：若新增股东在 IPO 申报前 6 个月内从控股股东、实际控制人处受让股份，则该等新增股份应适用更严的锁定期要求即自上市之日起锁定 3 年。

A 股 IPO 企业视角：如上交所和深交所于 2021 年 2 月 7 日分别在各自官网发布的《上交所 / 深交所新闻发言人就申请首发上市企业股东信息披露监管答记者问》（合称“《IPO 股东信息披露新规答记者问》”）所述：“如新增股东从控股股东、实际控制人处受让股份，需遵循证监会和交易所关于控股股东、实际控制人持有股份锁定要求的其他规定”，并结合 IPO 实践经验，我们理解，目前仍然有效的《首发业务若干问题解答（2020 修订）》《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》（合称“旧规”）与《指引》就“突击入股”方面的规定并非绝对替代关系，而应按照从新兼从严的原则进行适用。

PE 基金视角：新规出台时，部分业内人士认为，根据新规，IPO 申报前 12 个月内新增股东一律应承诺所持新增股份自取得之日起锁定 36 个月，这意味着在 IPO 申报前 6 个月内从控股股东、实际控制人处受让的新增股份锁定 36 个月的起算点从旧规的“自上市之日”提早至新规的“自取得之日”，特定情形下，反而缩短了 PE 基金的锁定期。但事实上，《IPO 股东信息披露新规答记者问》已否定了上述观点。因此，为了减少锁定期对投资退出时间的影响进而间接影响基金的内部收益率（IRR），我们建议 PE 基金避免在 IPO 申报前 6 个月内从控股股东、实际控制人处受让股份。

问题 3：若新增股东在 IPO 申报前 12 个月内通过受让老股的方式取得股份，则该等行为是否属于“突击入股”？

答：《指引》虽未明确新增股东取得新增股份的方式，但从防止监管套利的立法目的看，我们理解，问题 3 所述行为属于“突击入股”。而且，《IPO 股东信息披露新规答记者问》中已明确提及《指引》将申报前 12 个月内产生的新股东认定为“突击入股”，且股份取得方式包括增资扩股和股份受让。

A 股 IPO 企业视角：根据《指引》，发行人提交申请前 12 个月内新增股东应当承诺所持新增股份自取得之日起 36 个月内不得转让。我们理解，虽然受让的老股相对于拟上市公司而言非新增股份，但此处“新增股份”不应狭义地理解为拟上市公司的新增股份，而应理解为新增股东的新增股份。

¹王琳、文多、朱万平：“2020 年 IPO 深度盘点：过会企业、过会率创 10 年新高，中部崛起效应凸显”，<http://www.nbd.com.cn/>，最后访问日期 2021 年 2 月 15 日。

PE 基金视角：实践中，PE 基金投资时，采取“增资+受让老股”的方式不在少数。《指引》出台前，在临近上市前受让非实际控制人、控股股东持有的老股，一般只需自上市之日起锁定 12 个月，但是《指引》出台后，则新增股份需要自其取得之日起锁定 36 个月。

问题 4：若原有股东在 IPO 申报前 12 个月内通过增资扩股的方式取得新增股份，该等行为是否属于“突击入股”？

答：按照文义解释的方法，《指引》将“突击入股”的主体定义为“发行人提交申请前 12 个月内新增股东”，并未明确包括原有股东。但是，从《指引》立法目的以及目前 IPO 监管趋势看，上述行为仍然可能被认定为“突击入股”。此外，如问题 1 所述，按照仍然有效的旧规，IPO 申报前 6 个月内进行增资扩股的，新增股份自发行人完成增资扩股工商变更登记之日起锁定 3 年，此处并未区分新增股东还是原有股东，因此，问题 4 所述行为与该等情形重合部分理论上会被认定为“突击入股”。

A 股 IPO 企业视角：《指引》出台正值 A 股 IPO 审核趋严之际，且《指引》有防止资本无序扩张，防止监管套利之目的，若将问题 4 所述行为排除在“突击入股”范畴之外，可能不符合立法目的。此外，实践中，股东所持股份基于不同来源或入股时间的不同而分段锁定也不在少数，因此，我们理解原有股东需就“突击入股”时间段取得的新增股份锁定 36 个月。

PE 基金视角：实践中，PE 基金对同一标的公司进行数轮投资也较为常见，换言之，PE 基金在 Pre-IPO 轮投资时可能是以原有股东的身份进行追加投资，若按照《指引》文义解释，则无需锁定 36 个月，似乎不符合监管逻辑。因此，PE 基金应审慎选择投资方式并适时投资，避免根据《指引》的文义解释断然认定原有股东不属于“突击入股”主体而认为无需锁定 36 个月，但实践中 PE 基金所持股份的锁定期可以分段处理，即就突击入股时间段取得的新增股份自取得之日起锁定 36 个月，其余部分自上市之日起锁定 12 个月，当然我们亦不排除实践中监管部门持不同观点。

问题 5：在认定是否属于“突击入股”时，新增股东入股时间点的判断标准如何确定？

答：实践中，一般以新增股东入股行为完成相应的工商变更登记之日作为新增股东入股时间点²。但是，对于股份公司而言，实践中，股份转让很可能无需办理工商变更登记，此时，我们理解应以新增股东成为拟上市公司的股东之日为准，一般为股东名册所载之日。鉴于《指引》并未明确新增股东入股时间点的判断标准，我们不排除实践中对此持不同观点。

A 股 IPO 企业视角：《指引》并未明确新增股东入股时间点的判断标准，但在实践中，多数 IPO 案例按照入股之工商变更登记时间点为准。

PE 基金视角：实践中，PE 基金投资时，完成入股行为的工商变更登记可能作为投资款支付的先决条件或交割后事项，我们理解基于入股时间点一般以完成工商变更登记之日为准，PE 基金应在交易文件中严格约束公司及相关方办理或配合办理工商变更登记手续，避免出现因工商变更登记拖延而落入“突击入股”时间段。

² 旧规曾明确规定：股份锁定方面，申报前 6 个月内进行增资扩股的，新增股份的持有人应当承诺：新增股份自发行人完成增资扩股工商变更登记之日起锁定 3 年。

问题 6：IPO 申报前 12 个月内，因股权激励而产生的新增股东，其新增股份是否需要自取得之日起锁定 36 个月？

答：虽然员工持股并非《指引》所重点约束的对象，但根据《指引》第九条的规定，股权激励并未被纳入《指引》适用的豁免情形，因此，原则上，上述新增股份应自取得之日起锁定 36 个月。但是若员工持股平台为实际控制人、控股股东及其近亲属控制的平台或新增股份系 IPO 申报前 6 个月从实际控制人或控股股东处受让所得，则新增股份应自上市之日起锁定 36 个月。

A 股 IPO 企业视角：《指引》出台后，意味着拟上市公司应更早地安排股权激励，尽量避免落入“突击入股”时间段。当然如果条件不允许，也无需过于担忧，由于锁定起算时间点不一样，实际上经模拟测算后相比《指引》出台前实际延长的锁定期并非不可接受（如上文问题 1 所述）。但是，实践中，拟上市公司在 IPO 申报前 12 个月内因股权激励产生新增股东的并不多，主要是因为临近上市前公司的 PE 估值较高，此时实施股权激励可能导致拟上市公司的净利润因股份支付而被“吞噬”。

PE 基金视角：通常情况下，标的企业高管团队及核心员工的竞争力是 PE 基金决定是否投资的重要因素之一，员工持股平台锁定期的适当延长有利于保持核心员工或高管团队的稳定性，若员工持股平台突击入股，则 PE 基金应重点关注其锁定期安排是否符合《指引》的要求，亦可以此为由要求员工持股平台依法延长锁定期。

二、股东核查问题

问题 7：除了“突击入股”之外，《指引》在股东核查方面关注要点有哪些？

答：《指引》在股东核查方面的关注要点主要包括：（1）重点关注股权代持，明文规定 IPO 申请前应依法解除股权代持；（2）强调股东适格性，明确要求就此出具专项承诺函；（3）重点关注入股交易价格明显异常的自然人股东；（4）对于入股交易价格异常且存在两层以上的 SPV 的股东，再次重申穿透核查的要求；（5）原则性地重申了金融产品类型的股东纳入监管的信息披露要求。

A 股 IPO 企业视角：IPO 实践中，上述要求大多是对现有规定的重申，而且规范的 IPO 实践中基本已按照上述要求落实，相比以前，《指引》在股东核查方面变化不大。

PE 基金视角：《指引》重申了股东适格性以及多层 SPV 结构股东的穿透核查要求，我们理解，这意味着 PE 基金在募集阶段（含后续募集）应更加重视对基金投资者的核查，避免该等基金投资者及其向上穿透后的投资者存在法律法规禁止持股的主体等。

三、法规适用问题

问题 8：《指引》是否适用于注册制下的科创板、创业板？

答：根据《IPO 股东信息披露新规答记者问》，《指引》应适用于各板块发行上市审核工作，包括核准制下的主板（含合并后的深交所中小板）、注册制下的科创板、创业板。

三、法规适用问题

问题 8：《指引》是否适用于注册制下的科创板、创业板？

答：根据《IPO 股东信息披露新规答记者问》，《指引》应适用于各板块发行上市审核工作，包括核准制下的主板（合并后的深交所中小板）、注册制下的科创板、创业板。

A 股 IPO 企业视角：该《指引》适用于各板块，意味着最引入瞩目的“突击入股”锁定期新要求并不会因发行人拟上市板块的不同而不同。因此，计划通过上市板块的选择来规避《指引》关于突击入股的新要求将无法实现。

PE 基金视角：由于《指引》同等适用于各板块发行上市，因此，我们理解，《指引》的出台原则上不会影响 PE 基金对赌时对标的企业拟上市板块的选择。

问题 9：《指引》发布日前已受理的 IPO 企业是否应适用《指引》？

答：《指引》第十一条规定：“本指引自发布之日起实施。发布之日前已受理的企业不适用本指引第三项的股份锁定要求”，且沪深交易所于《IPO 股东信息披露新规答记者问》齐发声：“虽然发布之日前已受理的企业不适用《指引》新增股东的股份锁定要求，但仍需按照《指引》要求做好股东信息披露工作，保荐人应该严格按照《指引》要求进行补充核查”。我们理解，该《指引》基于企业 IPO 申报受理日，并以《指引》发布日（2021 年 2 月 5 日）为界限确定了相对的“新老划断”的原则。具体而言，《指引》发布日前已受理的 IPO 企业可不适用“突击入股”之锁定期新要求（如上文所述），但其他方面监管要求仍应适用《指引》。

A 股 IPO 企业视角：《指引》确立相对的“新老划断”原则具有一定的合理性，由于股份锁定承诺函一般于 IPO 申报前已签署且作为上市申报材料一并提交至交易所或中国证监会，对于《指引》发布日前已受理的 IPO 企业，股东重新签署股份锁定承诺函不合理且不现实；但是，除“突击入股”之外，对于《指引》中关于股份代持、股东适格性等方面的核查及股东信息披露的其他要求大部分是对原有规定的重申，且在 A 股 IPO 规范的实践操作中早已如此（一般散见于股东调查表 / 股东询证函、股东及发行人承诺函），并未实质增加中介机构的核查任务。

PE 基金视角：按照《指引》，PE 基金若属于 IPO 申报前 12 个月内但非 6 个月内产生的新股东，只要 IPO 申请已于《指引》发布日前被受理，PE 基金不会仅因《指引》被重新认定为“突击入股”，进而被要求自取得之日起锁定 36 个月。

问题 10：《指引》是否适用于新三板挂牌企业申请 A 股 IPO 或转板 A 股上市的情形？

答：就新三板挂牌企业申请 A 股 IPO 而言，根据《指引》第九条³的规定，对于发行人在新三板挂牌期间通过集合竞价、连续竞价交易方式增加的股东，即使属于发行人 IPO 申报前 12 个月内产生的新股东，也可以申请豁免《指引》的核查和股份锁定要求，包括但不限于因“突击入股”而被要求锁定 36 个月。但从字面上理解并结合现有案例⁴，对于最近一年通过除集合竞价、连续竞价交易以外的方式（如通过定增、做市交易、大宗交易、特定事项交易等）新增的股东仍需按照《指引》要求进行股东信息披露和股份锁定承诺。

³ 《监管规则适用指引—关于申请首发上市企业股东信息披露》第九条 发行人在全国中小企业股份转让系统挂牌、境外证券交易所上市交易期间通过集合竞价、连续竞价交易方式增加的股东，以及因继承、执行法院判决或仲裁裁决、执行国家法规政策要求或由省级及以上人民政府主导取得发行人股份的股东，可以申请豁免本指引的核查和股份锁定要求。

⁴ 根据科创板上市案例奉天电子，最近一年通过股转系统大宗交易取得奉天电子股份的股东承诺以该新增股份取得之日起 36 个月或公司股票上市之日起 12 个月孰长为限，不转让或者委托他人管理，也不由公司回购该等股份。最近一年通过股转系统集合竞价方式取得奉天电子股份的股东，根据《监管规则适用指引—关于申请首发上市企业股东信息披露》第九条规定，符合申请豁免指引的核查和股份锁定要求的条件。

此外，中国证监会于2020年6月3日发布的《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》（“《转板意见》”），开拓了新三板精选层挂牌公司转板至上交所科创板或深交所创业板上市（“转板A股上市”）的新路径。根据《转板意见》的规定，转板上市属于股票交易场所的变更，不涉及股票公开发行。我们理解，新三板精选层挂牌公司转板A股上市非首次公开发行股票，理论上有望不适用《指引》中关于股份锁定的要求，但有待实践进一步验证。其次，就转板A股上市中最近一年新增股东的信息披露是否需要按照《指引》的要求执行的问题，2021年7月23日正式发布的《上海证券交易所科创板发行上市审核规则适用指引第4号——转板上市报告书内容与格式》《深圳证券交易所创业板发行上市审核业务指引第3号——全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市报告书内容与格式》已进一步予以明确，最近一年通过集合竞价、连续竞价交易方式外取得转板公司百分之五以上股份或表决权的新增股东，应当按照中国证监会和交易所的相关规定⁵披露股东信息。

A股IPO企业视角：从已有案例看，不少新三板挂牌企业摘牌后再申请A股IPO，我们应注意，新三板挂牌企业摘牌后新增的股东若属于发行人IPO申报前12个月内产生的新股东，仍应适用《指引》。

PE基金视角：假如后续实践与《指引》字面解释一致，我们理解，由于精选层挂牌公司转板A股上市不适用《指引》，这意味着，PE基金通过定增的方式入股精选层挂牌公司，有望不适用《指引》中关于突击入股的锁定期要求，且根据《转板意见》，在计算挂牌公司转板上市后的股份限售期时，原则上可以扣除在精选层已经限售的时间。这可能成为PE基金选择精选层挂牌企业转板A股上市作为投资退出途径的加分项。但转板A股上市是否适用《指引》仍有待法律法规进一步予以明确，且我们不排除实践中可能会被要求从严适用。

四、总结

总而言之，不可否认的是《指引》将对A股IPO以及PE基金投资产生一定程度的影响，但《指引》通过打击和防范“影子股东”违法违规“造富”、短期投资套利、以发行人股权进行不当利益输送等资本市场乱象，有利于提高上市公司质量，并倡导长期价值投资理念，为全面实施注册制奠定基础。

感谢叶晓宇对本文作出的贡献。

⁵ 我们理解相关规定包括《指引》。

私募基金 实务篇



LPA 经济性条款解析

胡耀华 张越



胡耀华

elvis.hu@cn.kwm.com

私募股权投资基金（“基金”）最常见的组织形式是合伙制，而有限合伙企业的合伙协议（“LPA”）则是基金的基石性法律文件，设计得当的 LPA 能够让管理人 / 普通合伙人（“GP”）和有限合伙人（“LP”）达成利益一致，促成一段成功的合伙关系。

在 LPA 的制定过程中，GP 和 LP 的谈判重点往往集中在管理费、收益分配等经济性条款中，一个更优的条款设置将会带来更好的投资回报及促进 GP 和 LP 之间更和谐的关系，我们期望通过本文的分析促进 GP 与 LP 在制定 LPA 经济性条款的过程中进行更有效率的谈判、达成双赢的结果。

一、管理费

管理费目前市场上一般是依据基金实缴出资或者认缴出资的一定比例（例如实缴出资的 2% 等）向管理人预付。

科学合理地设置管理费，既可保证基金资金的使用效率，也可一定程度上改善目前部分管理人以收取管理费为主要目的的经营理念。管理人的收益来源应主要通过管理基金投资的项目退出分得的超额收益，进而与投资者、基金的利益进行更深层的绑定。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none"> 管理费应基于合理的运营支出和薪酬，过量收取管理费会造成管理人与LP利益不一致。 如果管理人有丰富的社会资源或项目储备，不妨与LP协商更高的管理费率。 如果管理人对拟投项目的回报率有乐观的预期，在与LP协商时可考虑适当给予管理费优惠以换取更多的超额收益分配（具体见下文“收益分配”部分）。 	<ul style="list-style-type: none"> 基金支付管理费是为了购买管理人管理团队的时间、投资经验及能力。因此，管理费标准也应考虑前述因素，LP也应要求管理团队将全部时间或精力投入到基金的投资管理中。 基金在第一年及最后一年的实际运作通常不满一整个年度，因此管理费一般应依据管理人实际管理天数计算。 考虑基金投资期结束后，退出期的工作量相对较少，应适当地减少管理费，延长期考虑延期的具体情形，也应减少管理费或者不收管理费。

二、收益分配

收益分配条款，是 LPA 最重要的经济性条款。基金的可分配收入一般指在扣除相关税费、债务、合伙企业费用和其他义务（包括已经发生的和为将来可能发生的该等税费、债务、合伙企业费用和其他义务进行合理的预留）适当的金额后可供分配的部分。

（一）基金可分配收入的来源

基金可分配收入来源一般由如下几部分组成：

- （1）项目处置收入；
- （2）被投资项目所获得的分红、股息、利息；
- （3）投资于银行活期存款、国债、中央银行票据、货币市场基金等的临时投资收入；
- （4）超过一定期限的过桥融资收入、违约金收入和其他类似的现金收入；
- （5）确定不再进行投资或用于其他目的并可返还给各合伙人的实缴出资额。

（二）可分配收入的分配原则

基金的可分配收入，一般依据如下原则进行分配：

- （1）股权投资项目，实践中除采取循环投资的基金外，一般采用项目“即退即分”原则，对于项目处置收入（含项目部分退出）的可分配资金，一般约定一定时间内向LP进行分配，以保证LP可对可分配资金进行及时的有效利用；
- （2）对于其他收入来源的资金，执行事务合伙人可决定于一个合理的时间点，统一向LP分配，但务必注意该分配时间的合理性。

(三) 可分配收入的分配顺序

基金的可分配收入，常见的 waterfalls 分配顺序如下：

- 首先，向所有LP百分百返还实缴出资，直至LP累计获得的收益分配总额等于其届时缴付至基金的实缴出资总额。
- 其次，向GP百分百返还实缴出资，直至GP累计获得的收益分配总额等于其届时缴付至基金的实缴出资总额。
- 然后，优先回报。如有余额，百分之百向LP进行分配，直至LP累计获得的优先回报达到特定比例。（注：优先回报比例在实践中一般约定是6%-8%/年的单利，计算期间为该LP每一期实缴出资额的实际到账之日起至该LP收回该部分实缴出资额之日止。这个数字并非越大越好，如果超过前述范围过高，则LP须考虑该安排的商业合理性。）
- 然后，考虑追补（catch-up）。如有余额，百分之百向GP进行分配，直至向GP累计分配的金额等于该LP根据上述累计获得的优先回报× 20%。
- 最后，分配超额收益。如有余额，80%分配给LP，20%分配给GP。

如上 waterfalls 分配模式仅供参考，GP 和 LP 也可依据基金自身的情况，协商确定优先回报率、追补及超额收益的比例。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none">• 如存在组合投资、循环投资等特殊商业安排，建议提前告知投资人，避免在LPA中就该项事项产生分歧。• 若管理人对项目收益有乐观的预期，可以在管理费方面适度让步，从而在超额分配中要求更高的比例。	<ul style="list-style-type: none">• 建议LP要求基金的分配原则为“即退即分”，不要轻易同意“循环投资”。• LP可以要求“回拨机制”（claw-back），并建议要求GP的回拨款项设置共管账户，以确保将来回拨款的执行性。

三、后续募集

在 LPA 中，“后续募集”通常是指在首次交割后基金新增 LP 或既存 LP 增加其认缴出资（合称“后续募集 LP”）。

在私募基金监管的角度，原则上股权类私募基金应当封闭运作，但在符合《私募投资基金备案须知》第（十一）条规定的条件时，基金可以新增 LP 或增加既存 LP 的认缴出资。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none"> 若存在后续募集安排，建议提前告知投资人，避免在LPA中就该等事项产生分歧。 若后续募集LP参与基金既有投资项目，后续募集LP应当在缴纳实缴出资的基础上另外支付延期补偿金。延期补偿金数额大小应考虑与基金累计实缴出资、既存LP实缴时间及该后续募集LP的出资额大小等因素（通常至少包括该段时间内的管理费和资金成本）。 为更大程度地吸引投资人和扩大募资规模，可以在LPA中约定GP有权豁免一个或多个后续募集LP的全部或部分延期补偿金。 若存在后续募集安排，基金必须由依法取得基金托管资格的托管人托管。 	<ul style="list-style-type: none"> 若存在后续募集安排，LP应关注基金对拟计划投资的项目是否具备相应的出资能力，避免基金后续资金无法支撑未来拟投资项目。 后续募集需要限定一定的期限，即“扩募期”，通常是在基金首次交割后的12个月内。扩募期不宜过长，否则可能影响基金后续项目的安排，且管理人把精力放在募资中可能无法专注于现有投资项目。 若后续募集LP参与基金已经投资但尚未退出的项目，则其应分担项目投资的成本，并支付延期补偿金。 LP应谨慎对待GP对后续募集延期补偿金的豁免条款，对于新增LP，若认缴数额较小且入伙时间较晚的，应审慎考虑是否全部豁免其延期补偿金。

四、合伙企业费用

合伙企业费用条款在LPA谈判的时候很少被关注，属于容易被忽视的条款。实践中，基金一般只承担与其设立、管理、投资、运营、终止、解散、清算相关的费用，GP负担自身的日常运营费用。

对于基金设立时的开办费用一般会依据基金的规模和募集情况设置一个上限，由GP先行垫付，届时待基金成立后，再由基金返还给GP。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none"> GP应尽可能全面地约定合伙企业费用的范围，包括但不限于：合伙企业的审计、财会及制备合伙企业的财务报表、税务报表及送交合伙人或相关政府部门的其他报告之费用和支出；合伙企业运营过程中产生的会计、法律、税务、评估等专业顾问费用、税务申报和咨询费用、注册/经营场所租赁和维护费等成本；税费以及任何合伙企业承担的其他政府费用；管理费；托管费和私募基金募集结算资金专用账户监督服务费（如有）；合伙人会议费用；为合伙企业的利益进行诉讼、采取其他法律行动或履行其他法律程序而产生的费用；合伙企业的清算、解散相关的费用。 	<ul style="list-style-type: none"> LP在与GP确认合伙企业费用时，建议让GP预估基金未来运营所需的大概数额，设定合伙企业费用相应的比例（例如基金认缴总额的千分之一等），以确保合伙企业费用设置的合理性。 与管理人日常行政和管理相关的、不应列入合伙企业费用，包括管理团队及其他雇员的人事开支（包括工资、奖金、福利等）、办公场所租金、办公设施费用、物业管理费、水电费、通讯费以及其他日常运营费。

五、基金清算

在符合《合伙企业法》法定及LPA约定的清算情形时，基金进入清算程序。《合伙企业法》第八十六条至八十八条规定，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。清算期间，合伙企业不得开展与清算无关的经营活动。清算人可执行下列事务：

- 清理合伙企业财产，分别编制资产负债表和财产清单；
- 处理与清算有关的合伙企业未了结事务；
- 清缴所欠税款；
- 清理债权、债务；
- 处理合伙企业清偿债务后的剩余财产；
- 代表合伙企业参加诉讼或者仲裁活动。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none">• 由于执行事务合伙人对基金的情况最为了解，因此实践中清算人通常由执行事务合伙人担任。• 管理人应当向基金业协会及时报送基金清算信息。	<ul style="list-style-type: none">• 若LP觉得执行事务合伙人不能或者无法担任清算人时，可依据LPA的约定另行指定清算人。• 若届时基金的清算人并非执行事务合伙人，则须在LPA中约定执行事务合伙人有义务协助清算人。

LPA 治理性条款解析

胡耀华 张越

在《私募基金实践（一）——LPA 经济性条款解析》一文中，我们分析了私募股权投资基金（“基金”）有限合伙协议（“LPA”）的管理费、收益分配等经济性条款，并分别从管理人 / 普通合伙人（“GP”）和有限合伙人（“LP”）的角度提出了其各自在 LPA 谈判中需要注意的要点。

实践中，关键人士、利益冲突、关联交易、顾问委员会、合伙人会议、信息披露、维持运作机制等治理性条款常常不被重视，但实际上它们是基金运作的规则和框架，无论是基金运作完全撇开 LP，亦或是 LP 对基金事务过分干预，一个不合理的治理性条款对将来基金运作过程中产生的风险很可能是致命的。我们期望通过本文的分析促进 GP 与 LP 对基金 LPA 治理性条款的重视，促成一段长期、稳定和健康的合伙关系。

一、关键人士

在 LP 选择基金时，往往选择的是值得其信赖的投资团队。在该团队发生重大变化时，LP 可能就要重新考虑是否继续投资这支基金。针对这一问题，LPA 中通常会设置一个“关键人士”条款，使得 LP 在关键人士事件触发时，有机会重新考虑他们的认购决定。

关键人士条款通常会约定关键人士的范围、关键人士的要求和关键人士事件等。

（一）谁是关键人士？

关键人士不一定是投资机构的创始人，而是特定于某支基金而言，能够决定其投资结果的人（即对募资、投资或者退出具有核心决策力的人士），至于他 / 她的头衔是什么并不重要。

在关键人士发生变动时，有一个合理的替任 / 继任计划和和平过渡无论是对于 GP 还是对于其所管理的基金而言都非常重要。GP 应当确保关键人士在计划和计划外的有序过渡，并将相关事件和人选及时向 LP 披



胡耀华

elvis.hu@cn.kwm.com

露。在关键人士条款中，关键人士的继任者通常应当取得代表多数 LP 权益的 LP 的认可。

（二）LP 对关键人士有何要求？

一般而言 LPA 中对关键人士的要求如下：

- (1) 关键人士需要与其负责的岗位具有相匹配的能力；
- (2) 关键人士应当承诺将所有的工作时间、精力或者至少要将合理的时间、精力投入到该基金中；
- (3) 基金投资期结束之前，或基金已用于投资的资金（加上支付基金税费的合理预留）达到一定指标（如70%）之前，LPA中定义的关键人士不得作为由同一基金管理人管理的、与基金主要投资策略、投资领域实质相同的其他基金的关键人士；
- (4) 关键人士需要与基金管理人签订劳动合同、竞业禁止及保密协议，减轻离职风险。

（三）关键人士事件有哪些？有什么后果？

实践中，LPA 通常会约定关键人士中的一人或以上在投资期内出现以下任何情形之一即构成一个“关键人士事件”，在关键人士事件发生后，基金的投资期应当中止，若各方无法就关键人士替任方案达成一致，则基金的投资期应当提前终止：

- (1) 死亡；
- (2) 成为无民事行为能力或者限制民事行为能力人；
- (3) 如在任何连续的6个月期间内，停止基金、管理人服务累计达60日；
- (4) 离职；
- (5) 被证监会、中国证券投资基金业协会（“AMAC”）等相关监管部门、行业自律组织处罚或采取其他监管措施；
- (6) 违反诚信义务；
- (7) 欺诈、严重违反勤勉义务、存在重大疏忽、或者严重违反基金合同等。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none">在LPA中约定关键人士时，尽量减少关键人士的数量，仅保留真正对基金投资至关重要、能够决定投资结果的人士。关键人士事件触发后，GP应及时通知所有LP。约定关键人士替换机制，避免因关键人士事件导致基金终止。	<ul style="list-style-type: none">关键人士不是越多越好，对于LP而言锁定核心人士就是胜利，宽泛的关键人士条款可能会增加谈判难度。关键人士事件发生后基金就进入了投资期中止期间，LP应当寻求在LPA中明确，除存续性活动外基金在中止期内不得开展新的项目投资活动。对于LPA中定义的存续性活动，一定要限制其范围，避免GP利用该定义变相延长投资期进行投资。

二、利益冲突和顾问委员会

（一）利益冲突

GP 作为实际执行合伙事务、管理基金运作的一方，对基金和 LP 负有信义义务（fiduciary duties）。这就要求 GP 作出的决策应考虑基金的整体利益，而不是仅考虑基金中 GP、GP 的关联方或部分 LP 的利益，否则“利益冲突”就产生了。

常见的利益冲突包括关联交易中的利益冲突，以及不同基金之间的利益冲突，具言之：

- 关联交易，是指私募投资基金与管理人、投资者、管理人管理的私募投资基金、同一实际控制人下的其他管理人管理的私募投资基金、或者与上述主体有其他重大利害关系的关联方发生的交易行为¹。

需特别注意的是，关联交易并不等同于利益冲突，而应当说不公允的关联交易会导致利益冲突。因此，管理人应当遵循投资者利益优先、平等自愿和等价有偿的原则，建立有效的关联交易风险控制机制。管理人不得隐瞒关联关系或者将关联交易非关联化，不得以基金的财产与关联方进行利益输送、内幕交易和操纵市场等违法违规活动²。

- 针对不同基金之间的利益冲突，管理人应当公平地对待其管理的不同基金财产，有效防范基金之间的利益输送和利益冲突，不得在不同基金之间转移收益或亏损。在已设立的基金尚未完成主要投资之前，管理人不得设立与前述基金的投资策略、投资范围、投资阶段均实质相同的新基金。

（二）利益冲突的处理机制：顾问委员会

针对利益冲突与关联交易事项，国际上私募股权基金的惯常做法是在 LPA 中约定有限合伙人顾问委员会或咨询委员会（Limited Partner Advisory Committee，“LPAC”）条款。LP 可以通过 LPAC 为 GP 提供顾问意见，这使得 LPAC 在基金治理中扮演着至关重要的角色，并成为重要治理事项（尤其是利益冲突）的决策机制。

LPAC 的组成方式可以自由约定，但实践中 LPAC 成员通常由出资最多的几名 LP 组成，一般不包括 GP 和出资较少的 LP。虽然在 LPAC 中服务的各个 LP 为自己的利益行事，但 LPAC 应至少确保以其在 LPA 中明确规定的角色和职责以委员会的形式进行运作，其目标应为：在不给 GP 造成过多负担的情况下，促进 LPAC 在讨论基金利益和其他涉及 LP 利益的重大（material）事项方面的作用。LPAC 的职责和审议范围通常包括：

- 利益冲突；
- 关联交易；
- 与关键人士有关的事项（详见下文）等等。

¹ 参见 AMAC《私募投资基金备案须知》（2019年12月23日）第十九条。

² 同上。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none"> • 是否构成“重大 (material)”是一个主观标准，因此最好在所有利益冲突和/或非正常交易的情况下都提前咨询LPAC。GP不宜提前自行决定某一事项是否属于利益冲突，以免将来产生纠纷。 • 在发生关联交易前，应向顾问委员会（如有）进行披露，取得多数LP的同意。 • 基金进行关联交易的，GP应当在LPA中明确约定涉及关联交易的事前、事中信息披露安排以及针对关联交易的特殊决策机制和回避安排等³，以免对将来基金备案产生障碍。 • GP应当避免LP过度干预基金的投资和运作，除了涉及LP利益的重大事项外，将其他事项排除在LPAC的审议范围之外。 	<ul style="list-style-type: none"> • 在一个基金完成主要投资指标（完成基金认缴规模70%的投资，包括为支付基金税费的合理预留）之前，除LP一致同意或经LP认可的决策机制决策通过之外，管理人不得设立与前述基金的投资策略、投资范围、投资阶段均实质相同的新基金⁴。 • 针对关联交易，应在LPA中设置特殊决策机制和回避安排等，如涉及关联交易应通过顾问委员会表决通过或者LP三分之二以上同意。 • LP应要求GP承诺，GP获悉的符合本基金投资策略及领域的投资机会原则上应优先提供给本基金。 • 若存在共同投资或平行投资等安排，LP应注意该等投资载体的条款是否与本基金存在差异。

三、合伙人会议

与公司的股东会不同，对于以有限合伙企业为组织形式的私募基金而言，合伙人会议并非《合伙企业法》强制要求设立的治理机构（仅规定部分事项需合伙人一致同意）。尽管如此，从实践来看，多数的人民币基金都会设置合伙人会议，对基金的年度投资计划、调整管理费率、确定继任管理人和修改 LPA 等事项进行审议。

需要注意的是，也正因为《合伙企业法》并未对合伙人会议作出明确规定，所以合伙人会议的相关条款（无论是召开方式、表决程序还是职权范围）都是 GP 和 LP 可以协商的范畴。

（一）召集和召开

合伙人会议可以分为年度会议及临时会议。年度会议通常在 LPA 中约定一个固定的召开期限，而临时会议一般由 GP 自主决定或经持有有一定比例合伙份额的 LP 提议召开。

年度会议和临时会议的会议通知一般以书面为主，包括但不限于传真、电子邮件等其他合理的通讯方式。通知内容一般包括：会议时间、地点（如为现场会议）、会议议程和相关资料、联系人和联系方式。会议通知一般会依据合伙协议约定，提前向合伙人发出。

³ 同上。

⁴ AMAC《私募投资基金备案须知》（2019年12月23日）第（三十六）条规定，除经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过之外，管理人不得在已设立的私募股权投资基金尚未完成认缴规模70%的投资（包括为支付基金税费的合理预留）之前设立与前述基金的投资策略、投资范围、投资阶段均实质相同的新基金。

（二）会议职能及表决规则

年度会议主要内容为沟通信息及 GP 向 LP 就合伙企业经营活动进行报告。临时会议召开主要是因基金出现合伙协议未明确约定处理方式的事项或者合伙人认为有必要就突发事件召开合伙人会议。根据我们的实践，合伙人会议一般对如下事项进行审议：

- 延长基金的存续期限；
- 基金的提前终止和解散；
- 就GP向任何非关联方全部或部分转让其持有的任何合伙权益进行表决；
- 就GP的继受人进行表决；
- 将GP除名；
- 更换管理人；
- GP的退伙；
- 就不属于执行事务合伙人、投资决策委员会和LPAC职权范围内的其他事项，或相关法律法规规定应当由合伙人一致同意的事项进行表决。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none">• GP应当谨慎地考虑是否给予LP合伙人会议的召集权。若给予LP合伙人会议的召集权，在极端情况下，一些恶意的LP可能会使GP对基金失去控制。• GP应注意LPAC、投资决策委员会和合伙人会议之间的职权划分。顾问委员会更侧重利益冲突相关事项，投资决策委员会更侧重投资决策相关事项，合伙人会议更侧重与合伙企业自身相关的基础性事项。	<ul style="list-style-type: none">• 通常LP对召集权和提案权并不重视。而一旦将来基金运作出现问题，需要通过合伙人会议来决策的时候，如果LP没有召集权，那么将处于极为被动的地位。在基金发生延期或者陷入困境等情形时须第一时间与法律顾问讨论召集权的行使。• 尽管LPA中通常会约定会议召开程序和方式，但并不是每个LP都有其他LP的联系方式，在出现风险时，LP之间可能因为无法联系，导致LPA约定的救济无法实现。因此最好在LPA中列明大家的联系方式，必要时LP之间还可以建个微信群。

四、信息披露

在 VC/PE 项目中，信息权条款是十分常见的保护投资人的条款。基金则有所不同，信息披露条款不仅仅保护了 LP 的信息权，还是 GP 履行监管合规义务的重要方面。没有完善的信息披露条款，LP 的知情权就得不到保障，GP 的自身合规也得不到良好实现。

AMAC 发布的《私募投资基金合同指引 3 号（合伙协议必备条款指引）》以及《私募基金备案须知》对于包括“信息披露”在内的 LPA 必备条款做了规定，但是必备条款并不等于足够的保护，各方都需要根据实际情况以及法律顾问的建议对 LPA 的信息披露条款进行设计。

（一）定期报告

基金的定期报告通常分为年报、半年报和季报，其中季报并非强制性要求。

- 年报。信息披露年度报告应在次年6月底之前完成。
年度报告通常主要包含：上一年度经审计的财务报告、已完成投资项目的清单、报告期末基金总资产、基金运营情况、基金的利润分配情况、管理人取得的管理费和业绩报酬等。
- 半年报。信息披露半年度报告应在当年9月底之前完成，半年度报告可依据实际情况参考年度报告的内容。
- 季报。AMAC鼓励私募管理人向投资者披露季度报告，通常在季度结束之日起10个工作日内，但季度报告不做强制要求。

（二）重大事项临时报告

发生以下重大事项的，GP 应当按照 LPA 的约定及时向 LP 披露⁵：

- 基金名称、注册地址、组织形式发生变更的；
- 投资范围和投资策略发生重大变化的；
- 变更基金管理人或托管人的；
- 管理人的法定代表人、执行事务合伙人（委派代表）、实际控制人发生变更的；
- 管理费率、托管费率发生变化的；
- 基金收益分配事项发生变更的；
- 基金存续期变更或展期的；
- 基金发生清盘或清算的；
- 发生重大关联交易事项的；
- 基金管理人、实际控制人、高管人员涉嫌重大违法违规行为或正在接受监管部门或自律管理部门调查的；
- 涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁；
- LPA约定的影响LP利益的其他重大事项。

（三）国资 LP 特别适用的披露事项

国务院国有资产监督管理委员会于 2020 年 2 月 7 日发布了《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》（国资发产权规〔2020〕2 号，2020 年 1 月 3 日实施），规定出资企业应当于每年 1 月 31 日前更新上一年度所出资有限合伙企业的实缴出资情况及对外投资情况等信息。

⁵ 参见 AMAC《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》附表 4。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none"> • 私募基金管理人未按时履行信息报送更新义务（重大事项、年度、季度等）累计达2次的，AMAC会将其列入异常机构名单，并通过私募基金管理人公示平台对外公示。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。 • 根据AMAC的监管要求，半年度报告应在当年9月底之前完成，年度报告应在次年6月底之前完成。 • 基金涉及关联交易的，管理人应当在基金备案时提交证明底层资产估值公允的材料（如有）、有效实施的关联交易风险控制机制、不损害投资者合法权益的承诺函等相关文件。 • 依据不同基金的具体情况确定是否有特殊的应向LP披露的信息。 	<ul style="list-style-type: none"> • 对于披露的基金重大事项应该根据不同情况设置不同处理方式，譬如违约金、中止出资或者终止出资、除名GP等。 • 对关联交易的事前、事中信息披露安排给予特别重视。LP应要求GP对关联交易进行全面的披露，避免GP利用关联交易损害LP的利益或者进行利益输送。 • 所有GP的关联方从基金或被投资公司收取的费用（如有）都应在每个经审计的财务报告中披露。 • 若LP为国有企业，则基金实缴出资情况及对外投资情况等信息是必须要求GP提供的信息，以履行国资监管相关的程序。

五、维持运作机制

维持运作机制，是 AMAC 规定 LPA 及风险揭示书应当载明的一种在管理人客观上丧失继续管理私募投资基金的能力时，基金财产安全保障、维持基金运营或清算的应急处置预案和纠纷解决机制⁶。

所谓“管理人客观上丧失继续管理私募投资基金的能力”，主要是指基金管理人登记被 AMAC 注销、基金管理人违规募集、基金管理人兼营冲突性业务、核心团队离职导致人数不足以及其他可能导致其丧失管理基金能力的情形。

AMAC 于 2018 年 3 月 27 日发布了《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》，该公告规定私募基金管理人及其法定代表人、高级管理人员、实际控制人或主要出资人出现以下情形，可能影响私募基金管理人持续符合登记规定时，应当向 AMAC 提交专项法律意见书：

- 被公安、检察、监察机关立案调查的；
- 被行政机关列为严重失信人，以及被人民法院列为失信被执行人的；
- 被证券监管部门给予行政处罚或被交易所等自律组织给予自律处分，情节严重的；
- 拒绝、阻碍监管人员或者自律管理人员依法行使监督检查、调查职权或者自律检查权的；
- 因严重违法违规行为，证券监管部门向AMAC建议采取自律管理措施的；
- 多次受到投资者实名投诉，涉嫌违反法律法规、自律规则，侵害投资者合法权益，未能向AMAC和投资者合理解释被投诉事项的；
- 经营过程中出现《私募基金登记备案问答十四》规定的不予登记情形的；

⁶ 参见 AMAC 《私募投资基金备案须知》（2019 年 12 月 23 日）第（二十二）条。

- 其他严重违法法律法规和《私募基金管理人内部控制指引》等自律规则的相关规定，经营管理失控，出现重大风险，损害投资者利益的。

GP 考虑要点	LP 考虑要点
<ul style="list-style-type: none"> • 异常情形基本是涉及重大的违法违规行。若有该等情形的私募基金管理人未能在AMAC书面通知发出后的3个月内提交符合规定的专项法律意见书的，AMAC将按照有关规定予以注销，注销后不得重新登记。私募基金管理人的法定代表人、高级管理人员及其他从业人员按照不配合自律管理予以纪律处分，情节严重的取消基金从业资格，加入黑名单。私募基金管理人被注销后，有关机构不得募集设立私募基金。 • AMAC于2020-2021年发布了多次关于注销不能持续符合管理人登记要求的私募基金管理人登记的公告，并将注销的机构录入资本市场诚信档案数据库。 	<ul style="list-style-type: none"> • 私募基金管理人被要求出具异常情形项下的专项法律意见书后，大多数私募基金管理人基本无法在规定时间内提交符合规定的专项法律意见书，因此前述异常情形可作为LP在LPA中约定“管理人客观上丧失继续管理私募投资基金的能力”的参考情形。 • LP应寻求在LPA约定，管理人客观上丧失继续管理私募基金的能力后，管理人对基金的职责不因AMAC依照法律法规和自律规则执行注销管理人登记等自律措施而免除，要求管理人妥善处置在管的基金资产，依法保障投资者的合法权益，否则将承担相应的赔偿责任。

六、结语

相对于经济性条款，治理性条款经常被忽视，但其对基金、GP 和 LP 利益有重大影响，希望大家多多重视。

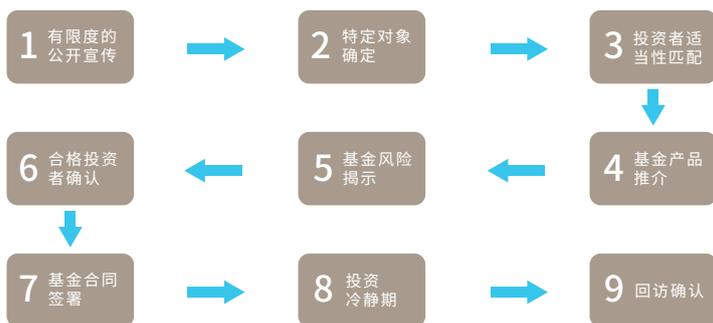
私募基金的合规募集流程

胡耀华 张越

在《私募基金实践（一）——LPA 经济性条款解析》¹和《私募基金实践（二）——LPA 治理性条款解析》²中，我们分析了私募股权投资基金的基金合同（有限合伙协议）。实际上，私募基金的募集远远不只有基金合同一个文件这么简单（尽管基金合同是最重要的文件），在中国的监管环境下还需要遵守一套既定的程序和要求，否则基金就难以合规地完成募集，将来亦极有可能发生纠纷。

一、基金募集概述

根据中国证券投资基金业协会（“AMAC”）《私募投资基金募集行为管理办法》及行业内的惯常做法，基金募资流程通常为：有限度的公开宣传→特定对象确定→投资者适当性匹配→基金产品推介→基金风险揭示→合格投资者确认→基金合同签署→投资冷静期→回访确认。



注：（1）对于第 8 项“投资冷静期”，私募证券投资基金合同应严格适用《私募投资基金募集行为管理办法》的要求，而私募股权投资基金合同则有一定灵活适用的空间³；（2）对于第 9 项“回访确认”，AMAC 鼓励适用《私募投资基金募集行为管理办法》的规定，暂非强制性要求⁴。



胡耀华

elvis.hu@cn.kwm.com

¹ https://mp.weixin.qq.com/s/SHAoucYl8_lp-4SO7HYa3Q

² https://mp.weixin.qq.com/s/by_El1vj6OQ2gXlB3VhQ6g

³ AMAC 《私募投资基金募集行为管理办法》第二十九条。

⁴ AMAC 《关于发布〈私募投资基金募集行为管理办法〉的通知》（2016 年 4 月 15 日）。

私募基金可以由基金管理人自行募集，也可以由基金管理人委托给在中国证监会注册取得基金销售业务资格并已成为 AMAC 会员的机构（“基金销售机构”，与管理人合称“募集机构”）募集⁵。基金销售机构包括专门从事基金销售业务的机构（“独立销售机构”）以及其他从事基金销售业务的机构（如商业银行、证券公司、期货公司、保险公司、保险经纪公司、保险代理公司、证券投资咨询机构等）。

需要注意的是，在证监会《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》（证监会令第 175 号，2020 年 10 月 1 日起生效）生效后，独立基金销售机构只能从事公募基金及私募证券投资基金销售业务，不能再销售私募股权投资基金产品；换言之，此前依赖于独立基金销售机构募集资金的私募股权投资基金产品今后无法继续通过独立基金销售机构募集资金，只能由管理人自行募集或委托非独立基金销售机构募集⁶。

合规要点：

- 管理人委托募集的，需要与基金销售机构应当签署书面基金销售协议，并将协议中关于私募基金管理人与基金销售机构权利义务划分以及其他涉及投资者利益的部分作为基金合同的附件。此外，管理人委托募集的，不因委托募集而免除其依法承担的责任。
- 基金募集完毕后，应当在 20 个工作日内通过 AMBERS 系统向 AMAC 进行备案⁷。

一、基金募集流程

（一）有限度的公开宣传

有别于公募基金，私募基金是以非公开方式的、面向特定投资者募集的投资基金，它的私募属性决定了其不得对社会公众公开宣传。尽管如此，私募基金管理人可以通过合法途径公开宣传自身的品牌、发展战略、投资策略、管理团队、高管信息以及由 AMAC 公示的已备案私募基金的基本信息⁸。

合规要点：

- 不可以公开宣传拟募集的私募基金产品。
- 可以公开宣传管理人的信息和过往业绩，但不得虚假宣传。

（二）特定对象确定

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担能力进行评估；投资者应当以书面形式承诺其符合合格投资者标准。问卷调查主要内容应包括但不限于以下方面：

- （1）投资者基本信息，其中个人投资者基本信息包括身份信息、年龄、学历、职业、联系方式等信息；机构投资者基本信息包括工商登记中的必备信息、联系方式等信息；

⁵ AMAC《私募投资基金募集行为管理办法》第二条。

⁶ 证监会《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》第九条。

⁷ AMAC《关于进一步明确私募基金备案时限的通知》（2021 年 9 月 1 日）。

⁸ AMAC《私募投资基金募集行为管理办法》第十六条。

- (2) 财务状况，其中个人投资者财务状况包括金融资产状况、最近三年个人年均收入、收入中可用于金融投资的比例等信息；机构投资者财务状况包括净资产状况等信息；
- (3) 投资知识，包括金融法律法规、投资市场和产品情况、对私募基金风险的了解程度、参加专业培训情况等信息；
- (4) 投资经验，包括投资期限、实际投资产品类型、投资金融产品的数量、参与投资的金融市场情况等；
- (5) 风险偏好，包括投资目的、风险厌恶程度、计划投资期限、投资出现波动时的焦虑状态等。

合规要点：

- 特定对象确认程序可以采取线上方式，也可以采取线下方式。
- 未经特定对象确定程序，不得向投资者推介任何私募基金产品。
- 特定对象确定程序的评估结果有效期最长3年，有效期后再次向该投资者推介私募基金时，需要重新履行特定对象确定程序。

（三）投资者适当性匹配

投资者适当性，是指基金募集机构在销售基金产品或者服务的过程中，根据投资者的风险承受能力销售不同风险等级的基金产品或者服务，把合适的基金产品卖给合适的投资者。因此，募集机构必须对投资者的适当性进行审查，并为其匹配相应风险等级的私募基金产品。

现行监管规定⁹对专业投资者和普通投资者实行差异化管理：

- 对于专业投资者，募集机构可以自行选择是否对专业投资者进行细化分类和管理。
- 对于普通投资者，募集机构应当确定普通投资者的风险承受能力，对其进行细化分类和管理；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。

1. 专业投资者

根据证监会《证券期货投资者适当性管理办法》第八条，符合下列条件之一的是专业投资者：

- (1) 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。
- (2) 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。
- (3) 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）。

⁹ 见证监会《证券期货投资者适当性管理办法》第七条、第九条、第十条。

(4) 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 2,000 万元；
- ② 最近 1 年末金融资产¹⁰ 不低于 1,000 万元；
- ③ 具有 2 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历。

(5) 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。

2. 普通投资者

根据证监会《证券期货投资者适当性管理办法》第十条和 AMAC《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》第二十六条，专业投资者之外的，符合法律、法规要求，可以从事基金交易活动的投资者为普通投资者。基金募集机构要设计风险测评问卷，并对普通投资者进行风险测评。

AMAC《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》要求募集机构将普通投资者按照其风险承受能力由低到高至少分为 C1（含风险承受能力最低类别）、C2、C3、C4、C5 五种类型。相应地，募集机构应当将基金产品按照风险由低到高至少分为 R1、R2、R3、R4、R5 五个等级，而私募股权投资基金大多是最高风险等级（R5）产品。

普通投资者适当性匹配原则如下：

- (1) C1型（含最低风险承受能力类别）普通投资者可以购买R1级基金产品或者服务；
- (2) C2型普通投资者可以购买R2级及以下风险等级的基金产品或者服务；
- (3) C3型普通投资者可以购买R3级及以下风险等级的基金产品或者服务；
- (4) C4型普通投资者可以购买R4级及以下风险等级的基金产品或者服务；
- (5) C5型普通投资者可以购买所有风险等级的基金产品或者服务。

（四）基金产品推介

募集机构应当自行或者委托第三方机构对私募基金进行风险评级，建立科学有效的私募基金风险评级标准和方法。根据私募基金的风险类型和评级结果，向投资者推介与其风险识别能力和风险承担能力相匹配的私募基金。

¹⁰ “金融资产”是指银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货及其他衍生产品等，下同。

私募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。不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金，不得通过报刊、电台、电视、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会和布告、传单、手机短信、微信、博客和电子邮件等方式，向不特定对象宣传推介。

1. 推介产品时的禁止行为

根据《私募投资基金募集行为管理办法》第二十四条的规定，募集机构及其从业人员推介私募基金时，禁止有以下行为：

- (1) 公开推介或者变相公开推介；
- (2) 推介材料虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；
- (3) 以任何方式承诺投资者资金不受损失，或者以任何方式承诺投资者最低收益，包括宣传“预期收益”“预计收益”“预测投资业绩”等相关内容；
- (4) 夸大或者片面推介基金，违规使用“安全”“保证”“承诺”“保险”“避险”“有保障”“高收益”“无风险”等可能误导投资人进行风险判断的措辞；
- (5) 使用“欲购从速”“申购良机”等片面强调集中营销时间限制的措辞；
- (6) 推介或片面节选少于6个月的过往整体业绩或过往基金产品业绩；
- (7) 登载个人、法人或者其他组织的祝贺性、恭维性或推荐性的文字；
- (8) 采用不具有可比性、公平性、准确性、权威性的数据来源和方法进行业绩比较，任意使用“业绩最佳”“规模最大”等相关措辞；
- (9) 恶意贬低同行；
- (10) 允许非本机构雇佣的人员进行私募基金推介；
- (11) 推介非本机构设立或负责募集的私募基金；
- (12) 法律、行政法规、中国证监会和AMAC禁止的其他行为。

2. 推介产品时的禁止渠道

根据《私募投资基金募集行为管理办法》第二十五条的规定，募集机构不得通过下列媒介渠道推介私募基金：

- (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) 未设置特定对象确定程序的募集机构官方网站、微信朋友圈等互联网媒介；
- (7) 未设置特定对象确定程序的讲座、报告会、分析会；

- (8) 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；
- (9) 法律、行政法规、中国证监会规定和AMAC自律规则禁止的其他行为。

合规要点：

- 私募基金推介材料应由私募基金管理人制作并使用，私募基金管理人应当对私募基金推介材料内容的真实性、完整性、准确性负责。
- 募集机构应当采取合理方式向投资者披露私募基金信息，揭示投资风险，确保推介材料中的相关内容清晰、醒目。
- 私募基金推介材料内容应与基金合同主要内容一致，不得有任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

（五）基金风险揭示

在完成投资者适当性匹配后，在签署基金合同之前，募集机构需要向投资者进行风险揭示，并与投资者签署风险揭示书。风险揭示书的内容包括但不限于：

- (1) 私募基金的特殊风险，包括基金合同与AMAC合同指引不一致所涉风险、基金未托管所涉风险、基金委托募集所涉风险、外包事项所涉风险、聘请投资顾问所涉风险、未在AMAC登记备案的风险等；
- (2) 私募基金的一般风险，包括资金损失风险、基金运营风险、流动性风险、募集失败风险、投资标的的风险（仅适用于私募股权投资基金）、税收风险等；
- (3) 投资者对基金合同中投资者权益相关重要条款的逐项确认，包括当事人权利义务、费用及税收、纠纷解决方式等。

（六）合格投资者确认

在完成私募基金风险揭示后，募集机构应当要求投资者提供必要的资产证明文件或收入证明，证明其属于合格投资者。

1. 合格投资者

根据《私募投资基金监督管理暂行办法》第十二条及《私募投资基金募集行为管理办法》第二十八条，证监会及AMAC认定的“合格投资者”是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只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：

- (1) 净资产不低于1000万元的单位；
- (2) 金融资产¹¹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。

¹¹ “金融资产”包括银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货权益等。

2. 当然合格投资者

目前尚未有明确的法律法规或自律规则对“当然合格投资者”作出明确的定义，目前仅证监会《私募投资基金监督管理暂行办法》与AMAC《私募投资基金募集行为管理办法》对“当然合格投资者”的范围进行了列举式规定（差异部分以加粗下划线字体显示）¹²：

《私募投资基金监督管理暂行办法》	《私募投资基金募集行为管理办法》
<p>【第十三条】下列投资者视为合格投资者：</p> <p>（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；</p> <p>（二）依法设立并在AMAC备案的投资计划；</p> <p>（三）投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；</p> <p>（四）中国证监会规定的其他投资者。</p> <p>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者间接投资于私募基金的，私募基金管理人或者私募基金销售机构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。但是，符合本条第（一）、（二）、（四）项规定的投资者投资私募基金的，不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。</p>	<p>【第三十二条】私募基金投资者属于以下情形的，可以不适用本办法第十七条至第二十一条、第二十六条至第三十一条的规定：</p> <p>（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；</p> <p>（二）依法设立并在AMAC备案的私募基金产品；</p> <p>（三）受国务院金融监督管理机构监管的金融产品；</p> <p>（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；</p> <p>（五）法律法规、中国证监会和AMAC规定的其他投资者。</p> <p>投资者为专业投资机构¹³的，可不适用本办法第二十九条、第三十条、第三十一条的规定。</p>

（七）基金合同签署

募集机构在完成前述适当性匹配、风险揭示和合格投资者确认等程序后，方可与投资者签署基金合同。¹⁴需要注意的是，在基金合同中乃至整个募集流程中都应当避免“保本保收益”的表述。依据现行的监管要求¹⁵，私募基金管理人被禁止在募资时向投资者承诺或采取任何直接或间接的保本保收益安排。结合目前的监管及实践情况，可能构成保本保收益约定的情形主要包括但不限于：

- 基金合同或推介资料中存在含保本保收益内涵的表述，如零风险、收益有保障、本金无忧等。
- 向投资者口头或者通过短信、微信等各种方式承诺保本保收益。
- 与投资者私下签订回购协议或承诺函等文件，直接或间接承诺保本保收益。
- 私募证券投资基金管理人以自有资金认购的基金份额先行承担亏损的形式提供风险补偿等保证，变相保本保收益。
- 私募证券投资基金管理人通过设置增强资金、费用返还等方式调节基金收益或亏损，变相保本保收益。
- 采取滚动发行等方式，使得基金产品的本金、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。
- 私募基金产生亏损时，私募基金管理人自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。

¹² 对于当然合格投资者的认定，AMAC在私募基金备案中采取的是《私募投资基金募集行为管理办法》规定的范围。

¹³ 目前的法律法规或者AMAC的自律规则未明确定义“专业投资机构”，但《证券期货投资者适当性管理办法》第八条明确列举了“专业投资者”的范围（含法人、其他组织及自然人），我们理解专业投资机构是指《证券期货投资者适当性管理办法》第八条中明确列举的法人及其他组织。

¹⁴ 关于基金合同条款的分析和要点，可参见《私募基金实践（一）——LPA经济性条款解析》（https://mp.weixin.qq.com/s/SHAoucYl8_lp-4S07HYa3Q）和《私募基金实践（二）——LPA治理性条款解析》（https://mp.weixin.qq.com/s/djyzY0PYO8Ohrr_ttC9BJQ）。

¹⁵ 证监会《私募投资基金监督管理暂行办法》第十五条规定，私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。AMAC《私募投资基金备案须知》（2019年12月23日）第十三条规定，管理人及其实际控制人、股东、关联方以及募集机构不得向投资者承诺最低收益、承诺本金不受损失，或限定损失金额和比例。

（八）投资冷静期

对于私募证券投资基金，其基金合同应当约定，投资冷静期自基金合同签署完毕且投资者交纳认购基金的款项后起算。

对于私募股权投资基金、创业投资基金等其他私募基金，其基金合同关于投资冷静期的约定可以参照前款对私募证券投资基金的相关要求，也可以自行约定。

合规要点：

- 通常投资冷静期应不少于二十四小时。
- 募集机构在投资冷静期内不得主动联系投资者。

（九）回访确认

在投资冷静期满后，募集机构应当指令本机构从事基金销售推介业务以外的人员以录音电话、电邮、信函等适当方式进行投资回访。回访通常包括如下内容：

- (1) 确认受访人是否为投资者本人或机构；
- (2) 确认投资者是否为自己购买了该基金产品以及投资者是否按照要求亲笔签名或盖章；
- (3) 确认投资者是否已经阅读并理解基金合同和风险揭示的内容；
- (4) 确认投资者的风险识别能力及风险承受能力是否与所投资的私募基金产品相匹配；
- (5) 确认投资者是否知悉投资者承担的主要费用及费率，投资者的重要权利、私募基金信息披露的内容、方式及频率；
- (6) 确认投资者是否知悉未来可能承担投资损失；
- (7) 确认投资者是否知悉投资冷静期的起算时间、期间以及享有的权利；
- (8) 确认投资者是否知悉纠纷解决安排。

在回访程序中，未经回访确认成功，投资者交纳的认购基金款项不得由基金募集账户划转到基金财产账户或托管资金账户，私募基金管理人不得投资运作投资者交纳的认购基金款项。投资者在募集机构回访确认成功前有权解除基金合同，出现前述情形时，募集机构应当按合同约定及时退还投资者的全部认购款项。

合规要点：

- 回访必须发生在投资冷静期后，在投资冷静期内进行的回访确认无效。
- 回访过程不得出现诱导性陈述。
- 就目前而言，AMAC对前述回访要求持鼓励态度，暂非强制性要求。
- 建议私募基金管理人尽早建立完善的回访制度，以应对将来的监管趋势及合规要求。

三、一些反面教材

我们在此列举过去三年证监会及其派出机构、AMAC 对于私募基金的处罚 / 处分中比较典型的违规募集情形，作为反面教材，供基金管理人和投资者在募集时予以特别关注：

- 向非合格投资者募集。
- 向不特定投资者公开宣传推介私募产品。
- 委托不具有基金销售业务资格的机构推介私募基金。
- 向投资者承诺投资本金不受损失或最低收益（例如，与投资者签订回购协议等）。
- 推介材料与基金合同不符（例如，宣传推介材料与基金合同以及协会登记备案系统中填报的产品存续期不一致，投资范围不一致等）。
- 未对私募基金进行风险评级。
- 单只产品募集人数超过法律法规规定的特定数量。
- 募集文件不规范（例如，合同仅有募集机构签章，未由投资者签字确认）。
- 存在私募基金推介时的禁止行为（例如，在材料中宣称全国第一，或仅片面介绍部分产品的过往业绩）。
- 信息披露不实。
- 未落实投资者风险评估要求，投资者没有签署合格投资者承诺书或风险揭示书。

私募股权基金的信息披露

胡耀华 张越



胡耀华

elvis.hu@cn.kwm.com

引言

知情权是投资人的一项重要权利，这一点不论是在公开证券市场，还是在私募股权投资，抑或是在私募基金中，都是如此。特别是在私募基金中，管理人实际负责私募基金的募集和运作，私募基金和投资项目的信息都掌握在管理人手中，为缓和投资人和管理人信息不对称的问题，保障私募基金的合规运作，管理人必须向投资人进行信息披露。但是，披露多少？如何披露？信息披露合规的边界在哪里？私募基金管理人也时刻面临着这些问题。我们将在本文介绍中国证券投资基金业协会（“AMAC”）对于私募股权基金（“基金”）在募集和运作过程中的信息披露合规要求，以期为基金管理人和投资人提供一些有益的借鉴。

一、基金募集过程中的信息披露

在基金募集过程中，投资者系通过私募基金的宣传推介材料了解基金的信息，并以此作为其作出认购决定的基础。因此，管理人制作的宣传推介材料必须如实披露基金产品的基本信息，包括但不限于¹：

- (1) 基金的基本信息：基金名称、基金架构（是否为母子基金、是否有平行基金）、基金类型、基金注册地（如有）、基金募集规模、最低认缴出资额、基金运作方式（封闭式、开放式或者其他方式）、基金的存续期限、基金联系人和联系信息、基金托管人（如有）；
- (2) 基金管理人基本信息：基金管理人名称、注册地/主要经营地址、成立时间、组织形式、基金管理人在中国基金业协会的登记备案情况；
- (3) 基金的投资信息：基金的投资目标、投资策略、投资方向、业绩比较基准（如有）、风险收益特征等；
- (4) 基金的募集期限：应载明基金首轮交割日以及最后交割日事项（如有）；

¹ 见 AMAC《私募投资基金信息披露管理办法》第十四条。

- (5) 基金估值政策、程序和定价模式；
- (6) 基金合同的主要条款：出资方式、收益分配和亏损分担方式、管理费标准及计提方式、基金费用承担方式、基金业务报告和财务报告提交制度等；
- (7) 基金的申购与赎回安排（注：通常仅私募证券基金适用）；
- (8) 基金管理人最近三年的诚信情况说明；
- (9) 其他事项。

合规要点：

- 私募基金的宣传推介材料内容应当与基金合同保持一致²。
- 基金募集过程中的信息披露，应当特别注意避免存在保本保收益、夸大或诋毁的内容。

二、基金运作过程中的信息披露

（一）半年度报告、季度报告

AMAC 要求私募基金管理人在每年 9 月底前完成信息披露半年度报告并在 AMAC 私募基金信息披露系统 (<https://pfid.amac.org.cn/pof/login.jsp>) 进行信息披露文件备份。

此外，基金合同中可以约定管理人向投资者定期提交基金第一、第三季度报告。

半年度报告和季度报告的内容通常包括：

- (1) **基金基本情况。**一般需要披露的内容包括但不限于基金名称、基金编码、基金类型、基金注册地、基金成立日期、基金到期日期、认缴金额、已实缴金额、估值方法、期末总资产、期末净资产、关键人士/投资经理/投资团队、投资者数量等。
- (2) **基金管理人和基金托管人情况。**一般需要披露的内容包括但不限于名称、联系方式等。
- (3) **基金投资者情况。**一般需要披露的内容包括但不限于投资者名称、投资者类型³、认缴出资额、实缴出资额等。
- (4) **基金投资运作情况。**若基金存在项目投资，一般需要披露的内容包括但不限于投资项目名称、项目注册地、投资行业、投资方式、持股比例、投资日期、投资认缴资本总额、已投资总额、是否退出、退出日期、退出方式、收益亏损情况等。若基金存在基金投资，一般需要披露的内容包括但不限于基金名称、是否备案、备案编码、投资日期、投资认缴资本总额、已投资总额等。
- (5) **基金持有项目特别说明（如有）。**
- (6) **基金费用明细。**一般需要披露的内容包括但不限于当期的以及自设立以来合计的管理费、托管费、业绩报酬、外包服务费、其他费用（如配售费用、咨询费、未完成交易费等）。

² 见 AMAC《私募投资基金信息披露管理办法》第十三条。

³ 在 AMAC 语境下，投资者类型一般分为：机构投资者，境内法人机构（公司等）、境内非法人机构（一般合伙企业等）、财政直接出资、本基金管理人跟投、境外机构；投资计划，私募基金产品、证券公司及其子公司资产管理计划、基金公司及其子公司资产管理计划、期货公司及其子公司资产管理计划、信托计划、商业银行理财产品、保险资产管理计划、慈善基金、捐赠基金等社会公益基金、养老金、社会保障基金、企业年金、政府类引导基金、境外资金（QFII、RQFII 等）；个人投资者，自然人（非员工跟投）、自然人（员工跟投）。

- (7) **管理人报告**（如有）。一般包含报告期内高管及其关联基金情况、高管变动情况、基金运作合规守信情况、基金投资策略和业绩表现、对宏观经济及其行业走势展望、内部基金监察稽核工作、基金估值程序、基金运作情况、投资收益分配和损失承担情况、关联交易等可能存在的利益冲突、关于基金负债以及潜在负债或担保的简要说明等。

合规要点：

- 季度报告系AMAC鼓励的信息披露，并非强制性要求。
- 私募基金未按时披露半年报和年报累计达2次的，AMAC将其列入异常机构名单，并通过私募基金管理人公示平台对外公示。一旦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。⁴
- 管理人未向信息披露系统报送信息或未向投资者披露信息的，投资者可以向基金业协会投诉或举报，基金业协会可以要求其限期改正；逾期未改正的，基金业协会可以视情节轻重对信息披露义务人及主要负责人采取谈话提醒、书面警示、要求参加强制培训、行业内谴责、加入黑名单等纪律处分。

(二) 年度报告

AMAC 要求私募基金管理人在每年 6 月底前完成信息披露年度报告并在 AMAC 私募基金信息披露系统 (<https://pfid.amac.org.cn/pof/login.jsp>) 进行信息披露文件备份。

私募股权基金的年度报告相较于半年度和季度报告而言更为详尽，通常包括如下内容：

- (1) **基金基本情况**。一般需要披露的内容包括但不限于基金名称、基金编码、基金类型、基金注册地、基金成立日期、基金到期日期、认缴金额、已实缴金额、估值方法、期末总资产、期末净资产、关键人士/投资经理/投资团队、投资者数量等。
- (2) **基金产品说明**。一般需要披露的内容包括但不限于投资目标、投资策略、投资范围、关注行业、关注阶段等。
- (3) **基金管理人和基金托管人情况**。一般需要披露的内容包括但不限于名称、联系方式等。
- (4) **基金投资者情况**。一般需要披露的内容包括但不限于投资者名称、投资者类型、认缴出资额、实缴出资额等。
- (5) **外包机构情况**。一般需要披露的内容包括会计师事务所、注册登记机构等外包机构的名称、办公地址和联系方式。
- (6) **累计运营情况**。一般需要披露的内容包括累计投资总额、累计运营费用、累计收益、累计总投资项目个数、累计总投资项目总额、累计总投资基金个数、累计总投资基金总额等。
- (7) **持有项目情况**。一般需要披露的内容包括但不限于投资项目名称、投资行业、法定代表人、设立日期、主营业务、注册地址、注册资本、是否并购类项目、是否属于中小企业、是否属于高新技术企业、是否享受国家财税政策、投资阶段、投资日期、投资额、投资占股比例、是否退出、退出额、退出方式（境内上市/境外上市/协议转让/整体收购/企业回购/新三板挂牌/清算）、退出日期等。若存在追加投资，还应披露投资阶段（种子期/起步期/扩张期/过渡期/重建期/已上市）、融资轮次、投资日期、投资金额等信息。若存在项目退出，还应披露退出方式、退出次数、退出日起、退出额等信息。
- (8) **所投资基金情况**。一般需要披露的内容包括但不限于基金名称、是否备案、备案编码、投资日期、投资认缴资本总额、已投资总额等。

⁴ 见 AMAC 于 2018 年 09 月 30 日发布的《关于加强私募基金信息披露自律管理相关事项的通知》。

- (9) **主要会计数据和财务指标。**一般需要披露的内容包括但不限于近三年的已实现收益（基金本期利息收入、投资收益及其他收入扣除相关费用后的余额）、利润、可供分配收益、基金净资产等。
- (10) **基金费用明细。**一般需要披露的内容包括但不限于当期的以及自设立以来合计的管理费、托管费、业绩报酬、外包服务费、其他费用（如配售费用、咨询费、未完成交易费等）。
- (11) **过去三年基金的利润分配情况。**一般需要披露的内容包括但不限于近三年的基金分红次数、分红金额、现金形式发放总额、年度利润分配合计等。
- (12) **基金投资者变动情况。**一般需要披露的内容包括但不限于期初和期末投资者数量及实缴规模等。
- (13) **管理人报告（如有）。**一般包含报告期内高管及其关联基金情况、高管变动情况、基金运作合规守信情况、基金投资策略和业绩表现、对宏观经济及其行业走势展望、内部基金监察稽核工作、基金估值程序、基金运作情况、投资收益分配和损失承担情况、关联交易等可能存在的利益冲突、关于基金负债以及潜在负债或担保的简要说明等。
- (14) **托管人报告（如有）。**一般包含报告期内托管人合规守信情况声明，托管人对报告期内基金投资运作合规守信、利润分配等情况的说明，托管人对年度报告中财务信息等内容的真实、准确和完整发表意见等。
- (15) **经审计财务报告。**

合规要点：

- 由于私募股权基金大多采用合伙制的组织形式，因此管理人除遵守AMAC自律规则外，还应当注意《中华人民共和国合伙企业法（2006修订）》（“《合伙企业法》”）中对于执行事务合伙人的信息披露要求。
- 查阅会计账簿等财务资料是《合伙企业法》赋予LP的法定权利。⁵
- 在基金合同中，信息披露事项通常会以专门章节进行规定。在基金备案时，AMAC亦会要求基金合同中明确信息披露义务人向投资者进行信息披露的内容、披露频度、披露方式、披露责任以及信息披露渠道等事项。因此，在基金运作过程中，除上述法定的信息披露要求外，管理人还应当依据基金合同的约定向投资者进行信息披露。
- 关于具体的信息披露内容和格式，管理人可以参照AMAC于2016年11月14日发布《私募投资基金信息披露内容与格式指引2号》，但需要注意的是，前述指引是信息披露的最低行业标准，AMAC鼓励管理人进行更详尽的信息披露。

（三）重大事项信息披露义务

除了年度、半年度及季度的定期披露义务外，AMAC还要求管理人就基金发生的重大事项及时向投资者披露⁶。对于私募股权基金而言，AMAC要求披露的重大事项（重大事项临时报告）包括：

- (1) 基金名称、注册地址、组织形式发生变更的；
- (2) 投资范围和投资策略发生重大变化的；
- (3) 变更基金管理人或托管人的；
- (4) 管理人的法定代表人、执行事务合伙人（委派代表）、实际控制人发生变更的；
- (5) 触及基金止损线或预警线的；

⁵ 见《合伙企业法》第二十八条、第六十八条。

⁶ 见AMAC《私募投资基金信息披露管理办法》第十八条。

- (6) 管理费率、托管费率发生变化的；
- (7) 基金收益分配事项发生变更的；
- (8) 基金存续期变更或展期的；
- (9) 基金发生清盘或清算的；
- (10) 发生重大关联交易事项的；
- (11) 基金管理人、实际控制人、高管人员涉嫌重大违法违规行为或正在接受监管部门或自律管理部门调查的；
- (12) 涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁；
- (13) 基金合同约定的影响投资者利益的其他重大事项。

三、信息披露的禁止行为

AMAC 要求私募基金管理人在进行信息披露时不得存在以下行为⁷：

- (1) 公开披露或者变相公开披露；
- (2) 虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；
- (3) 对投资业绩进行预测；
- (4) 违规承诺收益或者承担损失；
- (5) 诋毁其他基金管理人、基金托管人或者基金销售机构；
- (6) 登载任何自然人、法人或者其他组织的祝贺性、恭维性或推荐性的文字；
- (7) 采用不具有可比性、公平性、准确性、权威性的数据来源和方法进行业绩比较，任意使用“业绩最佳”、“规模最大”等相关措辞；
- (8) 法律、行政法规、中国证监会和中国基金业协会禁止的其他行为。

四、国资 LP 应要求的特别披露

根据国务院国有资产监督管理委员会发布的《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》（国资发产权规〔2020〕2号，2020年1月3日生效），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（“**出资企业**”）对有限合伙企业出资所形成的权益及其分布情况进行登记。

出资企业需在有限合伙企业以下变动情形发生后 30 个工作日内办理变动登记：

- (1) 企业名称改变的；
- (2) 主要经营场所改变的；
- (3) 执行事务合伙人改变的；
- (4) 经营范围改变的；
- (5) 认缴出资额改变的；

⁷ 见 AMAC《私募投资基金信息披露管理办法》第十一条。

(6) 合伙人的名称、类型、类别、出资方式、认缴出资额、认缴出资比例改变的；

(7) 其他应当办理变动登记的情形。

另外，出资企业还应当于每年 1 月 31 日前更新上一年度所出资有限合伙企业的实缴出资情况及对外投资情况等信息。若 LP 为国有企业，则应要求 GP 提供前述信息，以履行国资监管相关的程序。

当中资基金管理人遇上境外基金

——那些不得不说的特殊监管问题

江竞竞 汪旗 赖婧宜



江竞竞

jingjing.jiang@hk.kwm.com

尽管有新冠疫情的冲击，中资背景的基金管理团队（“中资基金管理人”）在中国境外设立基金及募资中仍保持强劲势头。

无论是有限合伙型基金还是公司型基金，无论中资基金管理人还是和其他方共同设立境外基金，我们发现，中资基金管理人除了面临一般性的境外基金设立问题外¹，还面临着一些特殊的法律及监管考量，而这些考量大多与中国法相关。本文将主要从中资基金管理团队（GP）的视角，对这些问题进行梳理。后续，我们将另文从境外基金的中资投资人（LP）视角进行相应的分析。

一、中资基金管理人主导或参与境外基金的常见结构和特殊问题

（一）主导

本文中的中资基金管理人指由中国境内自然人或中国境内实体实际行使境外基金管理决策权的团队²。实践中，中资基金管理人一般会设立由自己单独管理的基金，作为自己的主基金，并视情况设立投资于特定项目的项目基金。

¹ 主要包括基金管理公司和基金设立地及法律形式的选择，管理公司和基金的持牌、注册或备案等基金的行业监管要求，税务筹划，其他与私募基金相关的监管要求（如反洗钱及反恐怖融资、税务信息收集及交换、个人信息保护等）。

² 在特定情况下，也包括原来是中国国籍但后续取得了境外国籍或永久居留权的人士。

在结构设计上，分为设立境外基金管理机构（“境外管理公司”）和境外基金两个层面。就设立境外管理公司而言，如果基金团队创始人之一持有非中国国籍或永久居留权（“境外身份”），则通常由该等境外创始人作为股东设立境外基金管理公司。该等境外创始人实际上代持了其他中国身份的创始人（及基金管理团队，如涉及）在境外管理公司的权益，各方就境外管理公司的公司治理、收益分配等另行作出协议安排³。

如果基金团队创始人均没有中国境外身份，则通常可考虑：

- (1) 由境内创始人个人或其控制（或新设）的境内实体以境外投资的方式设立境外管理公司；或者
- (2) 由其信任的境外自然人（例如近亲属）代持境外管理公司的股权并就境外管理公司的公司治理、收益分配等另行作出协议安排；

就设立境外基金而言，基金管理团队通常也会在基金中出资（或者和基金平行地进行共同投资），该等出资的资金来源可能来自中国境内或境外，其面临的境外投资方案及监管问题与设立境外管理公司类似，具体见下文的分析。

（二）合资

根据募资及投资策略的需要，中资基金管理人也可能与其他合作方（例如其他基金管理团队或金融机构、上市公司、产业资本、政府资本等）共同设立境外管理公司及基金。中资基金管理人在其中可能只是非主导的参与方（之一）。

（三）中国法相关的特殊问题

无论是主导还是合资的模式，是代持方案还是境外投资方案，中资基金管理人均需考虑中国法及境外法律中涉及中国的条款的适用及影响⁴。

中资基金管理人管理的境外基金在结构设计方面经常碰到的特殊问题主要包括：

- (1) 中国境外投资监管对基金结构的影响：就境外投资方案而言，需要考虑的问题主要包括投资行为（设立境外实体，包括境外管理公司、团队跟投实体和境外基金等）和资金流（出境及未来回流至境内）两个方面；
- (2) 在中国证券投资基金业协会（“中基协”）登记的私募基金管理人是否可以担任境外基金的管理人或投资顾问；
- (3) 基金投资的企业（“被投资企业”）为中国境内企业或者在A股上市对境外基金结构设计的影响；
- (4) 被投资企业为对中国背景的投资人有投资准入措施的国家、地区的企业对境外基金结构设计的影响；及
- (5) 跨境税务问题及整体结构下的税务筹划等等⁵。

³ 如果所有创始人均为中国境外身份，则不涉及代持、境外投资等特别安排。

⁴ 本文暂不讨论代持方案，代持方案除了其自身存在的固有风险（名义股东和实际股东不一致）外，还存在信息披露不真实的风险：包括根据境外法律披露公司的“最终受益人”（ultimate beneficial owner）或者根据上市的核查要求披露基金上层的股权情况等。

⁵ 本文不讨论税务事项。

二、中国境外投资监管对基金结构的影响

（一）境内创始人境外直接投资

如果境内创始人直接在境外设立基金管理公司（或团队跟投平台），在中国法下，就投资行为而言，中国法并未直接规制境内个人境外直接投资设立公司的行为，未要求境内个人就该等境外直接投资履行核准或备案手续⁶。

就外汇而言，需考虑外汇登记和资金流两个方面。在外汇登记方面，如上所述，根据《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）（“37号文”），境内居民以境内外合法资产或权益向特殊目的公司出资前，应向外汇局申请办理境外投资外汇登记手续（“37号文登记”）⁷。但是，实践中，通常除红筹结构下的境内个人设立境外特殊目的公司（“境外SPV”）并返程投资的情况（亦即境外SPV必须再返程投资到中国境内）外，境内个人无法申请办理该登记。

具体而言，境外管理公司（或团队跟投平台）通常不会再返程投资到中国境内。即使存在返程投资结构，通常也是境外管理公司（或团队跟投平台）通过其下属的基金再进行返程投资。由于该返程投资结构并非实践中的红筹（返程投资）结构，因此，境内创始人通常无法向境内银行申请办理37号文登记。

在资金流方面，境内创始人（及团队成员）无法以资本项目从境内汇出资金用于设立境外管理公司和进一步向基金出资。在未办理37号文登记的情况下，境外基金未来产生的投资收益、管理费盈余等亦无法按资本项目（例如分红）合法的支付到境内创始人的境内银行账户。因此，实践中，通常境内创始人（及团队成员）直接以其境外资金（如有）出资设立境外管理公司（或团队跟投平台）并向境外基金出资。

为解决外汇问题，在一些案例中，中资基金管理人的境内创始人通过搭建不具有商业实质的红筹返程投资结构以办理37号文登记，从而使得未来境外收入能够以资本项目汇入境内，并且可以解决基金投资于中国境内企业时的外商投资备案手续问题（具体见下文）。亦即，境内创始人在中国境内设立特殊目的公司（“境内SPV”），由其境外SPV返程投资境内SPV，搭建一个返程投资的结构，但该结构的目的并非将境内资产置出境外，而是为了办理37号文登记。但该方案在实践中是否能够成功办理需视不同地方的银行审核口径而定，合规性是否会被监管部门挑战亦需进一步检验。

（二）境内实体境外直接投资

为实现境外投资行为及资金出境的合法合规（亦方便未来境外资金以资本项目汇入中国境内），境内自然人可在中国境内设立公司，并由该公司通过境外直接投资设立境外管理公司（或团队跟投平台）⁸。

根据《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”）和《境外投资管理办法》

⁶ 中国法对于境内个人境外投资进行了有限度的开放及试点，但该等开放或试点并不适用于境内个人境外直接投资设立公司的情形，例如2021年9月15日中国人民银行与香港金融管理局联合发布了《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则》，拟试点“跨境理财通”的业务，允许粤港澳大湾区内地投资者通过试点银行投资境外的合格投资产品或理财产品。另外，虽然境内自然人境外直接投资暂无详细的监管规定，但境内自然人境外再投资（即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，参照适用《企业境外投资管理办法》。

⁷ 37号文登记已经下放至银行层面办理。

⁸ 实践中，如果境内公司的股东均为自然人，可能存在无法办理境外投资备案的风险，因为监管部门可能认为该等自然人应该直接办理37号文登记。如果境外的最终投资标的仅为管理公司或者投资性载体，而非实业企业或项目，亦可能存在无法办理境外投资备案的风险，具体需与境外投资监管部门沟通。

(2014年商务部令第3号)，该等境外投资需向发展和改革委员会(“发改委”)、商务主管部门⁹(“商委”)履行核准或备案手续¹⁰。如境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的，需申请核准。实践中，不同地方对于“境外管理公司(或团队跟投平台)”是否属于“敏感行业”存在不同的解释，具体需向境内公司所在地的发改委、商委咨询、沟通。我们了解到，实践中很多地区的监管部门认为其不属于“敏感行业”，可以完成上述结构下的境外投资备案。

如果就上述境外投资安排完成了备案，则在法律上可以将境内资金出资至境外管理公司(或团队跟投平台)，未来也可以将境外收益分配至境内。

(三) 境外再投资的核准问题

需注意的是，无论是境内自然人还是境内实体，其设立的境外管理公司(或团队跟投平台)进一步投资于境外基金中，该境外再投资行为仍应参照适用11号令。

根据11号令及《境外投资敏感行业目录(2018年版)》，“在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台”属于敏感行业，投资于该行业需取得国家发改委的核准。根据国家发改委发布的《境外投资常见问题解答》，如果境外管理公司或团队跟投平台向境外基金的出资来源于中国境内，或存在境内的融资、担保，且该境外基金为盲池基金，则该等投资行为将构成投资于“无具体实业项目的股权投资基金或投资平台”，从而需获得国家发改委的核准。实践中，一般除符合国家发展战略的特定基金的基金外，该核准通常无法获得¹¹。另外，根据我们的经验，如果在办理境外投资手续时，境外盲池基金能够按照主管发改委的要求向其适当的披露底层项目，则该盲池基金亦可能避免被认定为“无具体实业项目的股权投资基金或投资平台”。

所以，即使通过境外投资将境内资金合法合规的支付到境外管理公司(或团队跟投平台)，但其进一步将该等资金支付给境外盲池基金在中国法下存在法律上的实质障碍¹²。作为替代方案，中资基金管理人可以考虑通过以境外基金应付给境外管理公司的管理费抵扣团队应向基金支付的出资款的方式来解决该问题；如果仍有出资缺口的，可考虑后续以中资基金管理人在基金中的应得收益来抵扣。

三、境内基金管理人管理境外基金

通常，中资基金管理人的人员及运营大部分在中国境内，为了承担境内的运营成本，境外基金的普通合伙人(或境外管理公司)会直接或间接聘用境内实体向境外基金提供(投资)顾问服务，从而将相应的境内管理费以顾问费名义支付到境内。

如果中资基金管理人旗下有在中基协登记的基金管理人实体，该境内管理人会向境内人民币基金收取管理费。从税务筹划的角度，如果境内管理费足以支付境内的运营成本，则通常没有必要以境内管理人作为境外基金的(投资)顾问，从境外收取顾问费，否则产生的利润将需缴纳企业所得税。

⁹ 依据《境外投资管理办法》(2014年商务部令第3号)的规定，商务部和省级商务主管部门负责办理备案与核准，但是实践中部分省级单位将该等职能委托地级市(区)商务主管部门负责办理，如广东省商务厅发布《广东省商务厅关于境外投资管理的实施细则》，规定“省商务厅负责对我省企业境外投资实施管理和监督，各地级以上市、顺德区商务主管部门负责对本行政区域内企业境外投资实施管理和监督，广东自由贸易试验区南沙、横琴片区商务主管部门负责对片区内企业境外投资实施管理和监督。”

¹⁰ 《境外投资管理办法》适用于中国境内企业新设、并购和投资“非金融企业”的情况。实践中，部分地区的商委认为境外基金管理机构不属于“非金融企业”，不涉及商委的境外投资备案。因此，实践中建议提前咨询当地商务主管部门的意见。

¹¹ 具体案例可通过“全国投资项目在线申报和办理结果公示查询”系统查询。

¹² 具体要看相应的境外投资主管机关在实践中的监管口径。从操作的角度，即使基金管理团队实施了该境外再投资的安排且没有进行备案或者核准，境外投资主管机关可能不会发现或质疑该等境外再投资安排的合规性。

另外，一些中资基金管理人亦考虑直接以境内管理人作为境外基金的管理公司，提供投资管理服务。目前中国法并未对境内管理人向境外基金提供投资管理服务做出明确规定。在境外法律下，该安排的合规要求需视基金所在地的适用法律而定：

- (1) 以开曼私募基金为例，由于境内管理人并非开曼《证券投资业务法》（Securities Investment Business Act）下从事“证券投资业务”（Securities Investment Business）的实体，并且其服务活动亦并非发生在开曼，因此，其无需向开曼群岛金融监管局申请持牌或登记为“注册人士”（registered person）。因此，上述安排不存在实质性的法律障碍；
- (2) 以香港有限合伙基金（LPF）为例，根据香港的《有限合伙基金条例》，若中国境内管理人直接担任LPF的投资管理人，一般其应先根据香港《公司条例》成为“注册非香港公司”，且可能需向香港证监会申请获得9号牌。前述要求比较复杂，成本较高。

四、被投资项目为中国项目对中资境外基金的影响

中资基金管理人管理的境外基金很多聚焦大中华区的投资项目，就与中国大陆相关的投资项目而言，通常分为直接投资或通过外商投资股权投资企业（QFLP）等方式间接投资于设立在中国境内的企业（“中国境内企业”）和投资红筹结构的中国企业（即控股公司在境外但主要业务或实际运营总部在中国境内，简称“中国红筹企业”）。

上述投资对境外基金结构的影响主要涉及两个方面：一是，投资于中国境内企业的外商投资问题；二是，被投企业在中国境内上市的股东核查和披露问题¹³。

就第一个问题而言，在外资准入层面，中资境外基金和其他境外投资者面临的外商投资准入制度并无实质性差异。但需注意的是，纯内资企业接受中资境外基金投资后，通常会变更为外商投资企业，需办理外商投资企业设立备案。在备案时，主管商委通常要求企业确认作为境外股东的中资境外基金穿透后的是否存在中国境内居民持股或控制¹⁴。如果中资境外基金的普通合伙人上层股东存在中国境内身份的自然人（且未办理37号文登记），则填报相关承诺项时，将面临如何勾选及披露的问题。如勾选存在境内居民控制或持股，则可能会被要求确认该等境内居民境外投资的合规性。

就第二个问题而言，实践中，中国境内上市的股东核查及披露标准一直在不断发展变化¹⁵。通常而言，基于上市监管要求，在上市准备阶段被投企业的中介机构（包括保荐机构、律师等）会对被投企业的股东进行核查，要求穿透至最终的自然人、国有控股或管理主体及上市公司，对控股股东、实际控制人、持股5%以上的主要股东的核查更严格。就境外股东而言，除上市中介机构根据实质重于形式原则认为不需要进行核查的情况外¹⁶，上市中介机构亦会核查境外基金层面的投资人情况（包括根据实质重于形式原则视情况对基金的投资人进行穿透核查），以及普通合伙人最终穿透后的权益结构。如果普通合伙人上层股东存在中国境内身份的自然人（且未办理37号文登记），且境外基金为拟上市企业的控股股东、实际控制人的，则前述境外投资的合规性瑕疵可能构成被投资企业境内上市的重大法律问题¹⁷。

¹³ 对于中国企业境外上市，需根据上市地的法律及监管要求确定是否及在何种程度上核查股东情况。以中国企业在美国及香港联交所上市为例，就中国法下境外投资的合规性，通常需核查并由中国律师发表法律意见的事项为其控股股东、实际控制人境外投资及外汇登记（包括37号文登记）的合规性。通常，如果中资境外基金不是控股股东或者为自然人投资拟上市企业搭建的特殊目的载体，则不涉及上述上市核查。

¹⁴ 例如，在深圳，被投资企业会收到《有关FDI登记返程确认的告知函》，要求被投资企业需如实披露其外国投资者是否直接或间接被境内居民（含境内机构和境内个人）持股或控制，并在申请表中对应承诺项进行勾选。如涉及由境内直接或间接控制的，相关对外投资手续应符合国内法律法规的要求。

¹⁵ 最新的监管要求可参见中国证监会发布的《首发业务若干问题解答（2020年6月修订）》、《监管规则适用指引—关于申请首发上市企业股东信息披露》等监管规定。

¹⁶ 根据证监会、交易所的规定，对股东穿透核查时按照实质重于形式原则，根据企业实际情况合理确定穿透核查范围。根据深交所、上交所分别于2021年6月15日发布的《关于进一步规范股东穿透核查的通知》，对于持股较少、不涉及违法违规“造富”等情形的，可不穿透核查。原则上，直接或间接持有发行人股份数量少于10万股或持股比例低于0.01%的，可认定为持股较少。

¹⁷ 根据《首发业务若干问题解答（2020年6月修订）》，对于控股股东设立在境外且持股层次复杂的，保荐机构和发行人律师应当对发行人设置此类架构的原因、合法性及合理性、持股的真实性、是否存在委托持股、信托持股、是否有各种影响控股权的约定、股东的出资来源等问题进行核查，说明发行人控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属是否清晰，以及发行人如何确保其公司治理和内控的有效性，并发表明确意见。

实践中，一个特殊的问题是，如果中国红筹企业在中国境内发行存托凭证（Chinese Depositary Receipt）或直接发行股份，虽然拟上市企业为境外实体，但其仍然面临A股上市的股东核查及披露要求。实践中，很多拟上市红筹企业的股东为中资境外基金，在该情况下，其将可能面临中国证监会在外汇方面更严格的审核¹⁸。

另外，尽管上述监管要求主要侧重于境外基金的普通合伙人、管理公司层面，但是，实践中，在基金层面，中资基金管理人为了控制投资项目层面的合规风险，可能会要求基金的投资人（LP）亦针对其在中国法下的境外投资合规性作出陈述与保证（例如承诺其投资于境外基金符合中国法的规定，不存在直接或间接来源于中国境内的资金或担保），且后续需配合境外基金根据被投资企业上市的要求提供相关信息。

除上述问题外，实践中还有其他一些特定的问题，例如：

- (1) 如果中资境外基金拟向美国投资人募资，而基金的主要投资标的为中国企业，在中美关系相对紧张的大背景下，加之美国政府不时颁布对特定中国企业的投资禁令，美国投资人对于中资境外基金投资于哪些中国企业，以及中美关系对基金投资的影响，会比较关注，甚至可能要求在基金文件中约定相应的特殊条款，使得其有权不参与该等项目的投资乃至从基金中退出；
- (2) 相应地，一些中资背景的投资人投资于中资境外基金时，如果该等中资背景的投资人存在与美国相关的业务或者受制于美国法在特定领域的管辖或影响（例如银行系投资人在美国有分支机构或使用SWFIT系统），他们也会存在上述类似于美国投资人的顾虑，进而要求在基金文件中约定类似的投资豁免或退出特殊条款；
- (3) 在港股上市前，如果境外基金拟作为基石投资人（cornerstone investor）投资于拟上市企业，且与境外基金有关联的其他实体担任上市的主经纪商、承销商，则境外基金会认定为“关联客户”（connected client）（这在中资券商系境外基金中比较常见），发行人需就该等基石投资向香港联交所申请豁免，且该等豁免需满足一定的条件¹⁹。如不满足相关的豁免条件，则境外基金将无法参与上市前的基石投资²⁰。因此，在设计这类境外基金结构（尤其是单项目基金）时，亦需考虑该等关联关系对基金结构的影响。

五、被投资项目为其他法律辖区的项目对中资境外基金的影响

在中国企业海外并购的过程中，通过境外基金在境外募集并购资金是常见的融资方式之一。很多国家、地区对于外商投资并购规定了相应的法律要求和限制，其对中国投资人设置的法律限制很多也适用于中资境外基金，进而影响中资境外基金的结构设计。

以美国为例，根据《2018年外国投资风险评估现代化法案》及其后续的实施法规，由于中资境外基金通常会被认为属于“外国人士”，且其对于美国企业的少数股权投资也可能被纳入审查，因此，如果中资境外基金拟在美国投资，其在基金结构设计时，需考虑前述法规的影响。具体分析可参见“金杜研究院”之前发布的系列文章²¹。

¹⁸ 例如，根据《关于九号机器人有限公司公开发行存托凭证并在科创板上市申请文件的审核问询函》及其回复，九号机器人公司被问及“历次境外融资、股权转让、分红的外汇资金跨境调动情况，是否属于返程投资并办理外汇登记及变更登记等必备手续，是否符合外汇管理法律法规”。

¹⁹ 可参见香港联交所指引信（HKEX-GL85-16）。

²⁰ 该要求亦适用于中国境内基金。

²¹ <https://mp.weixin.qq.com/s/supVRLVqjzkh28A8eQM8g>

结语

除了上述典型问题，实践中，在设计和搭建境外基金结构时，中资基金管理人还会面临一些其他复杂问题以及与监管相关的细节，例如老生常谈的双币平行基金结构、境内外基金的联通 [包括境外基金作为有限合伙人投资于中国的外商投资股权投资企业（QFLP 基金），或者境外基金接受合格境内有限合伙人试点项目基金（QDLP 基金）或合格境内投资者境外投资试点基金（QDIE 基金）的投资等情形] 等。并且，随着市场和监管实践的发展，未来将会有新的典型问题出现，例如：如果中国证监会加强对红筹企业境外上市的监管，要求小红筹企业境外上市亦需经过中国证监会的审批，则亦可能会对境外基金的结构设计产生间接影响。

对赌协议的去与留 ——“中止” or “终止”

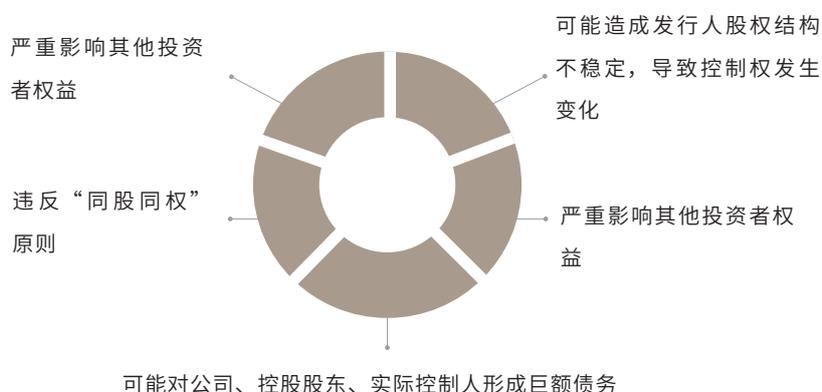
单颖之 薛晨 朱清源

在企业投融资过程中投资者往往会与被投资企业及其实际控制人约定诸如业绩对赌等投资者特殊权利条款¹，虽无官方定义，但坊间往往俗称“对赌协议”²。然而，受限于目前A股IPO的审核规则及要求，投资者眼中稀松平常的对赌协议及相关安排在被投资企业IPO过程中还需要结合监管的要求做一定的修改与调整——即“中止”或“终止”。

经过对近期曾存在对赌协议的IPO案例的观察，我们注意到截至目前已有若干案例在保留对赌协议的状态下成功过会。本文将依据A股IPO的相应审核要求并结合案例，就IPO过程中对赌协议的去与留作出相应的分析与介绍。

一、清理“对赌协议”的审核要求

基于境内资本市场对拟上市企业的规范性要求，证券监管部门在判断相关对赌协议是否需清理时的主要考量因素包括：



单颖之

shanyingzhi@cn.kwm.com

¹ 根据过往项目经验，常见的投资者特殊条款包括但不限于业绩对赌、一票否决权、优先清算权、回购权、反稀释、拖售权、共售权、最惠国待遇等。

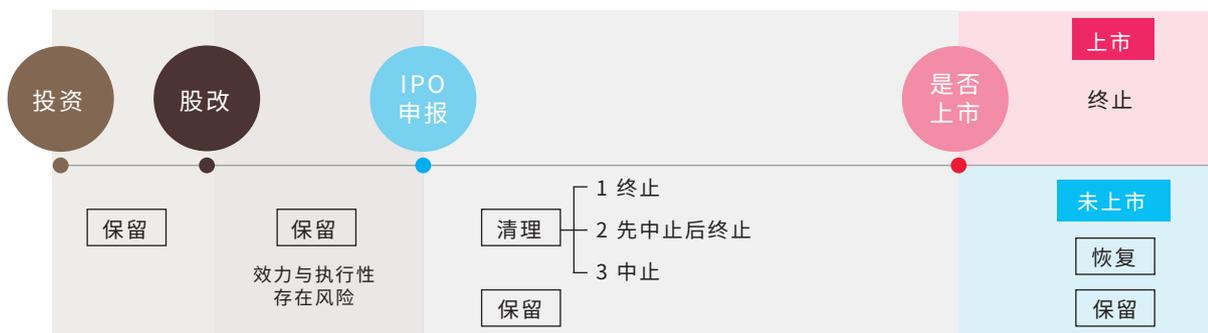
² 鉴于市场上对“对赌协议”的定义并无统一看法，本文所提及之“对赌协议”仅讨论常见的带有业绩对赌条款之协议。

结合到具体监管规则，根据《首发 50 条》³及《科创板 32 条》⁴等规则，对赌协议满足以下条件可以不清理：

- 1 发行人不作为对赌协议当事人
- 2 对赌协议不存在可能导致公司控制权变化的约定
- 3 对赌协议不与市值挂钩
- 4 对赌协议不存在严重影响发行人持续经营能力或者其他严重影响投资者权益的情形

二、“对赌协议”去与留的时间轴

实践中一般情况下可参考的“对赌协议”去与留的时间轴如下：



三、“对赌协议”的“留”

(一) 完成投资到 A 股 IPO 申报阶段

在投资到 A 股 IPO 申报阶段，“对赌协议”一般均无需清理，具体分析及操作指引如下：

1. 有限责任公司阶段

“对赌协议”在有限责任公司阶段一般均可保留，不会因拟上市企业存在 IPO 计划而有实质不同。

³ 即《首发业务若干问题解答（一）》，该窗口指导意见适用于主板、中小板和创业板。

⁴ 即《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》，该窗口指导意见适用于科创板。

2. 股份有限公司阶段

而拟上市企业股改后，根据《公司法》第 126 条⁵的规定，股份有限公司同类股份应当同股同权⁶，因此设置“对赌协议”在效力与执行性上存在一定的不确定性。但实践中，投资者在股份公司阶段一般仍会要求拟上市企业对其享有的“对赌协议”予以保留。

(二) IPO 申报阶段

实践中存在尝试以“中止”对赌协议的方式申报 IPO，最终因监管机构的多轮问询而在上会前终止的案例⁷。同时我们也注意到，近期已出现以中止方式保留对赌协议而过会的案例。在该等以中止方式过会的案例中，应对监管机构的问询，中介机构从以下角度对保留对赌协议的安排作出了解释：

序号	内容
1	对赌协议未解除的原因
2	特殊条款在上市后终止
3	不存在损害其他投资者利益的安排或风险
4	通过投资者及实际控制人分别出具声明的形式，论述对赌安排不存在潜在争议或纠纷，不存在应披露而未披露的情形及其他利益安排，不影响该企业股权结构清晰、稳定
5	基于投资者所持股份比例较小且实际控制人有足够能力支付股权回购款的形式，论证对赌安排不影响该企业股权结构清晰、稳定

四、“对赌协议”的“去”

根据深交所创业板的近期窗口指导意见，针对发行人曾存在作为对赌义务人的对赌协议安排，要求此类安排必须不可撤销地终止，且相关股东应确认该安排自始无效，并且发行人最新一期审计报告必须覆盖自始无效确认文件的签署日，否则暂时不予继续推进下一阶段审核。因此，在针对以发行人作为对赌义务人的“对赌协议”，按照较为严格的审核口径，通常需要在申报基准日之前彻底终止。

对于上述情形之外的对赌协议，结合目前较为普遍的操作方式，在临近 IPO 申报时，投资者与拟上市企业及其股东就签署的交易协议（含其附属协议）签署补充协议，中止相关对赌协议。在申报后，若相关中止方式无法得到监管机

⁵ 《公司法》第一百二十六条，股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。同次发行的同种类股票，每股的发行条件和价格应当相同；任何单位或者个人所认购的股份，每股应当支付相同价额。

⁶ 根据《公司法》释义，股份有限公司发行的同种类股份所代表的权利应当是平等的、相同的，即“同股同权”、“同股同利”。实践操作中，即使在股改后，投资者一般也会要求将全部或大部分投资者权利条款保留。但有部分观点认为，《公司法》第 126 条规定了“同股同权”规则，该条属于强制性法律规范，若公司章程对股东权利的约定违反了该条规定，应属无效。

⁷ 参考某体外诊断产品提供商于 2019 年科创板上市的案例。

构的认可，则改为相应终止该等对赌协议。

从投资者、拟上市企业及实际控制人的角度出发，具体应对方式如下：



从投资者的角度，可考虑争取先约定相关特殊权利条款自成功申报后中止，若拟上市企业撤回上市申请或上市申请被审核机关否决，则自上述日期当日投资人权利恢复生效。若拟上市企业成功上市，则投资人权利彻底终止。



从拟上市企业及实际控制人的角度，可争取约定相关特殊权利条款自成功申报后终止。



折中的操作，先约定中止，若因监管机构的窗口指导或审核政策的限制，则改为终止相关特殊权利条款。

中止或终止条款的参考表述如下：



相关投资人权利条款于拟上市企业向中国证监会、投资人认可的相关证券交易所递交公开发行股票并上市申请之日自动中止，但于上市申请因任何原因撤回、被否决或失效时立即恢复效力，并对中止执行期间具有追溯力。自拟上市企业取得证监会或批文之日，前述相关投资人权利条款彻底终止，不再恢复法律效力。



相关投资人权利条款于拟上市主体向中国证监会、投资人认可的相关证券交易所递交公开发行股票并上市申请之日自动终止。

结语

因此从法律法规的规定及监管机构的态度并结合实践来看，目前 A 股 IPO 监管机构对 A 股 IPO 申报企业存在的对赌协议条款以清理（终止）为原则，以中止为例外；特别针对以发行人作为对赌义务人的“对赌协议”，通常是需要予以终止。就例外而言，主要需要拟上市企业满足目前证券监管相关法律法规及窗口指导意见的要求，包括但不限于对赌协议不存在严重影响发行人持续经营能力或其他严重影响投资者权益的情形；不会影响拟上市企业的股权结构清晰、稳定，尤其是不得对发行人的控制权的稳定性造成重大不利影响；拟上市企业不得作为协议的当事人；对赌不得与市值挂钩。

鉴于每个项目上的对赌协议等相关约定不尽相同，且与此相关的审核政策及监管要求也可能不时变化。因此，上述分析在具体个案适用时，我们仍建议需结合具体对赌协议的约定和其他相关情况做审慎判断和具体分析。

中国美妆市场：私募股权机构如何在中国市场获利后退出

肖马克

2021年，中国对大多数化妆品的强制性动物实验终于告一段落，为之雀跃的不仅仅是被当做实验对象的兔子。

美妆行业规模庞大，据估计，2020年该行业全球销售额约4830亿美元。尽管受到疫情防控、封锁措施的影响，2021年这一数字仍将增长至约5110亿美元。中国是这一增长的重要推力。

美妆行业由欧莱雅和宝洁等占据市场主导地位的行业巨头和众多活跃于该行业的中小企业组成。这些中小企业历经兴衰，同时也为行业带来了创新和活力。

越来越多的私募股权和基金投资潜力巨大的美妆品牌，以期将其出售给行业巨头、推动其上市或二次收购。这些潮牌从本质上把握住了当今社会的时代精神——始终秉持“零残忍”化妆品理念。但这为私募股权投资者带来一个难题——如果中国这一世界上最大的增长市场对化妆品行业解除限制，他们如何能以最优方式退出？

一、中国美妆行业的困境——实验与否？

私募股权的盈利方式是在退出前提高公司业绩或改善公司发展状况，这两种方式在中国市场都能做到。

如上所述，鉴于中国实施的强制性动物实验要求，许多品牌没有进军中国市场。许多美妆博主认为在中国销售产品必须进行动物实验。事实上，并非如此，在中国也可能会不进行动物实验而生产化妆品。

许多以北京地区的千禧一代为销售目标的潮牌担心在中国市场上销售产品会引起加州、柏林、悉尼等地西方消费者的不满。因为越来越多的消



肖马克

mark.schaub@eu.kwm.com

费者不仅是在购买产品，而且是在表达对产品所代表的生活方式的认同……他们不仅偏好某种类型的洗发水，而且越来越认同其体现的价值理念。英国慈善机构 Frame 开展的一项调查发现，84% 的受访者不会购买在动物身上实验过的化妆品（或其中的成分在动物身上实验过）。

因此，尽管中国久负“世界上最大的化妆品潜在市场”之名，但对于大多数品牌而言，他们的选择十分明确：坚决不会进行动物实验。即使不从道德伦理角度考虑，这样的选择从经济学角度来看也是显而易见的——无论潜在市场多么有利可图，都不应为其放弃现有的市场。毕竟“一鸟在手（西方消费者）胜于两鸟在林。”

这意味着大多数品牌（尤其是私募股权旗下的潮牌）要么放弃中国市场，要么仅通过跨境电商平台进行销售。然而，跨境电商销售额较低。一般而言，中国最大线上交易平台的交易成功率是跨境电商的 10 倍以上。

二、2021 年发生的变化

根据相关文件，自 2021 年 5 月起，国际美妆公司可以在中国境内销售大部分产品而无需进行动物实验。

主流观点由此认为中国已不再要求进行动物实验（这并不完全准确）。这意味着一个拥有 14 亿消费者的新市场已经向广大的美妆公司开放。

三、该变化对私募股权投资组合公司的意义

西方美妆品牌不能再以动物实验为由避开中国市场，他们急需制定在中国的营销策略。投资者则期待制定发展策略，如果不开发中国市场，何谈发展计划？处于特定发展阶段的美国和欧洲品牌可能会认为其国内市场足以满足其增长需求。但由私募股权持有的公司往往更渴望进一步发展。

因此，大部分私募股权持有的公司都或主动或被动地决定开展中国业务。

对私募股权而言，问题在于如何使他们进入中国市场的战略具有成本效益，如何在严格的时间表内实施战略，以及如何在退出时使自身增值。

四、快速、成功进军中国市场的方式

希望进入中国市场的西方美妆品牌有多种选择：

模式	评价	优点	缺点
选项 1: 分销商	取决于其中国合作伙伴。 很少有合作伙伴能同时开展线上线下销售。 分销商可以担任境内代理人。	<ul style="list-style-type: none">快速进入市场*合作伙伴经验丰富*初始成本较低	<ul style="list-style-type: none">存在控制和信息披露问题如果成功，回购分销网络可能会非常昂贵如果中国业务很重要，可能会推迟退出

模式	评价	优点	缺点
选项2: 在中国设立分销企业并进口化妆品	在法律上，设立外商独资企业的步骤很简单，但人员配备和实际运营可能更具挑战性。 大多数国际品牌可以独自或与电商合作伙伴共同开展电子商务。	<ul style="list-style-type: none"> • 拥有完全控制权 • 不存在回购的费用或麻烦 • 进口化妆品更能体现品牌传承 	<ul style="list-style-type: none"> • 需具备在中国创业的能力 • 需物色国内业务的负责人
选项3: 在中国自主进行化妆品的分销和生产	这与选项2基本相同，但增加了本地生产这一项（通常外包）。自2014年起，中国大部分化妆品的生产均可免于动物实验。	<ul style="list-style-type: none"> • 拥有完全控制权 • 不存在回购的费用或麻烦 • 在中国生产可能比进口更具成本效益 • 简化注册流程 	<ul style="list-style-type: none"> • 需具备在中国创业的能力 • 需物色国内业务的负责人

* 仅在假设合作伙伴经验丰富且声誉良好时成立

五、化妆品品牌进入中国市场面临的挑战

挑战 1: 切实可行的计划

在中国推出品牌成本高昂。毕竟 2021 年的中国与 30 年前大不相同——员工、实体店、律师、顾问的成本都很高。由于私募股权机构通常面临盈利的时间压力，因此制定一项切实可行且具有成本效益的计划非常重要。

有趣的是，在中国市场，过度规划和全无规划一样危险。一家美国配饰公司煞费苦心地进行了一项可行性研究（费时 6 个月）……聘请了战略顾问准备向董事会提交的报告（费时 4 个月）……成立了中国公司（费时 6 个月）……计划与美国大使馆举行开业典礼（费时 2 个月），然后……在 6 个月后退出了中国市场。

就主要项目制定预算和时间表并让顾问对其进行预测是非常重要的。同时还需要审核这些顾问是否有在中国推广品牌的经验，并对他们的承诺进行压力测试。我们所知的一些天猫合作伙伴经常在竞标中失败，因为他们虽然提供了合理的（即现实可行的）销售预测，但却没有投入更多精力寻找合适的、同时了解私募股权要求的顾问。

挑战 2: 实施计划

如果计划 5 年内在中国市场拥有一席之地，那么该计划不应由合作伙伴来实施。最有可能成功实施计划的方式是总部与当地雇佣的团队进行密切合作（最好是在初始阶段从总部派遣人员来中国）。

曾有瑞典品牌决定采用合作伙伴模式。他们寻找合适的合作伙伴（费时 9 个月）……找到的却是在美妆行业和对中国内地市场毫无经验的中国香港合作伙伴……讨论该合作伙伴是否合适（费时 1 个月）……协商成立合资企业（费时 7 个月）……投资中国内地公司（费时 2 个月）……派遣管理层支持中国内地企业（费时 1 个月）……意识到香港合作伙伴毫无用处（费时 3 个月）……试图解除与香港合作伙伴的合资关系（费时 6 个月）……退出中国业务并返回

瑞典市场（费时8个月）。如果你并不了解你的合作伙伴或是匆忙地寻找了一位合作伙伴，那么很难成功地运营合伙企业。

挑战 3: 设立公司

即使在中国改革开放 40 年后的今天，许多人仍然认为国际公司想要在中国做生意需要建立合资企业。但事实并非如此。外国投资者可以通过在中国设立外商独资企业在中国开展业务。

大多数化妆品公司会在中国设立公司以进口产品、在线上和线下分销产品、进行营销、提供客户服务等。

早期（即 20 世纪 80 年代和 90 年代），大多数在华外商投资公司采取合资企业的形式进入中国市场。起初人们认为中国市场过于复杂，外国投资者难以独自驾驭。然而，许多困难和复杂实际上源自于错误的合作伙伴，认识到这一点后外国投资者追悔莫及。因此，他们转而建立独资企业。

绝大多数私募股权持有或出资的美妆公司都以成立外商独资企业的形式进入中国市场。成立合资公司的谈判需耗费大量时间，且收购既困难又昂贵。私募股权投资者对此往往缺乏所需的耐心。

外商独资企业的成立周期约 6 周。虽然没有最低投资额限制，但国际投资者通常会投入足够的资金以满足其运营支出（雇佣员工、租用办公空间等），进而经营业务直至实现收支平衡。大多数客户的初始投资额在 75,000 至 150,000 美元之间。另外，还需考虑公司的设立地，并与当地政府协商以获得最优补贴。

挑战 4: 在中国维权

如果希望在中国拥有商标权，那么需要在中国进行商标注册。

如果注册失败，很有可能是因为该商标在其他地区已被注册或正在注册。

国际品牌所有人需要了解的有关中国商标的主要信息如下：

在先申请——中国实施商标申请在先制度。这基本上意味着，在其他条件相同的情况下，首先申请商标的一方将最终拥有该商标。大多数西方国家则采取商标在先使用制度（即首先使用商标的一方拥有商标所有权）。这也许可以解释为什么一些西方公司未能成功注册商标……但并不能完全归咎于此。另一部分原因可能是许多西方公司听说在中国行使知识产权很困难，所以他们认为除了投诉最好是不采取任何行动。这种“不采取任何行动”的策略致使国际公司失去本可以在中国采取行动的机会。

因此，对美妆企业而言，尽快在中国注册商标至关重要。作为《巴黎公约》的成员国，中国确实对未注册的“知名”商标给予保护，但对公司而言依赖这种保护是极其不明智的，因为很难据此提起诉讼。需要注意的是，即使 1) 拥有某个知名品牌（实际上您没有），2) 由于疏忽未能在在中国注册该知名品牌，仍会在维权方面遇到一些困难，因为该中文商标不太可能获得“知名商标”的地位。

总之，无论您的情况如何，您最好尽早注册商标。即使拥有知名商标，说服中国当局相信它是知名品牌的成本显然远远高于注册的成本。

挑战 5: 创建中国品牌

美妆企业确实需要中国商标。许多公司认为他们不需要中文名称。“我们没有中文名称”，“中国市场只知道我们的英文名称”，“我们的名称无法翻译”等等，这些都是极其错误的观点。在中国销售的所有产品都有中文名称。大多数中国消费者不会读英文，因此他们倾向于根据英文发音来自创拼音化的中文名称。因此，避免“双重名称”（存在但您不拥有的中文名称），树立市场意识非常重要。

挑战 6: 产品注册

为了在中国市场直接销售产品，化妆品品牌需要在国家药品监督管理局（“药监局”）注册或备案其产品。产品注册或备案在欧洲较为快捷（在美国不需要），但中国化妆品行业的法律却是世界上最严格的。

在产品注册或备案时，须详细记录产品质量和安全情况。所需信息包括所用原材料（及其供应商）、制造商、包装材料等的详细信息。包括“保湿”等在内的所有功效宣传都要有实际证据予以支持。由于“上市时间”往往决定产品的盈亏，尽快通过监管审查并将新产品推向市场至关重要。

在中国，常规化妆品注册需要 4 至 6 个月的时间。大多数新进军中国市场的品牌商还没有自己的本地监管团队来处理注册事项，因此寻找知名代理商进行密切合作是明智之举。合适的顾问可以降低风险、确保合规、为您成功注册产品。

挑战 7: 寻找负责的境内代理人

美妆品牌面临的另一挑战是任命境内代理人。在进口的化妆品出现安全问题时可向位于中国境内的代理人追责。任命境内代理人是申请在药监局注册产品的先决条件，因此，要在中国进行产品注册，首先需要境内代理人。仅开展跨境电子商务的国际品牌不需要在药监局进行产品注册，也就不需要境内代理人。

从法律上来说，对境内代理人的主要要求是其必须在中国境内设立、满足各种要求并接受实地审查。大多数情况下，国际品牌在中国的境内代理人要么是其分销商、顾问，要么是其设立的外商独资企业。

挑战 8: 建立分销网络

大多数美妆公司以电子商务的方式进入中国市场。因为跨境电子商务可以规避动物实验要求，许多化妆品品牌一直在利用跨境电子商务在中国进行销售并提升市场知名度。此外，特殊用途化妆品也需通过跨境电子商务进口以规避动物实验。

对于急于成功的美妆品牌而言，建立业务的最佳方式之一是委托一位获得平台授权的服务提供商，通常被称为“贸易伙伴”。这些公司负责该品牌的线上以及线下商业营销，他们负责向中国各地区的消费者直接销售品牌产品。对于较大的品牌而言，在网络购物以及视频直播平台等专业渠道设立品牌旗舰店是标配。

中国的网购平台在全球范围内都具备非常强的竞争力，每个产品类别都有数以千计的供应商。因此，获得关键客户身份至关重要。另外，拥有一位了解平台操作系统的合作伙伴也是非常重要的。

电商平台的营销支出主要用于关键词购买。但是，根据消费者当前的关键词搜索趋势，这些内容几乎需要每隔一周调整一次。产品类别中经验丰富的合作伙伴更能成功地识别和购买到合适的关键词。若经验不足将导致落后于人，使支出白白浪费。

中国的线上购物平台在挑选其国际平台的供应商时变得越来越挑剔，公司开设全球商店的难度增大。在这方面，拥有一个好的合作伙伴会很有帮助。他们通常与公司所在的国家 / 地区经理关系密切，也可以使用其现有数据来展示公司产品的市场需求。此外，如果您的合作伙伴具有强大的关系网，加之您拥有理想的产品，这些大型线上购物平台可能愿意向您的店铺提供优惠，包括提供免费广告空间和销售优惠待遇等类似于关键客户获得的待遇。

随着营销系统扩展到电商平台以外的领域，这些电商合作伙伴还为其他跨境和国内电子商务渠道提供类似的运营服务。社交软件和兴趣社区现已融为一体，线上购物平台自身也通过流媒体和新零售而在科技和购物体验领域处于领先地位。该功能要么“嵌入”到产品列表中作为商店或平台内的渠道，要么是应用软件本身具有的功能。

随着反垄断法的出台，平台的排他性遭到破坏，成熟品牌的电商合作伙伴通常有 3-4 个商业渠道。这通常取决于拥有的资源、规模和当前激活的成功率。考虑到这一点，电商合作伙伴的工作范围已大幅扩展，他们处理运营的各个方面，从商品销售、库存管理、企业资源规划集成、物流和客户服务到业务规划、媒体购买、工作室创意、活动管理、绩效营销、社交传播、网红营销、直播、短视频、内容制作，以及处理与该类别商品经理的关系。

除了线上销售渠道外，大多数美妆品牌也从线下渠道（即百货公司等）中获益。问题是，大多数电商平台合作伙伴没有线下营销经验，而线下分销商通常不了解快节奏的电子商务世界。美妆品牌通常会开展创新的线下活动，例如快闪店、促销、小型寄售区等。

六、在中国推出美妆品牌的时间和金钱成本

以下预算范围仅供参考：

项目	预计成本（美元）	时间
创建中国品牌*	5,000 美元	2 周
在中国注册商标	每个商标 700 美元，保护期 10 年	从申请中可以获得优先权——注册需要大约 12 个月
创建在线店铺	取决于发展目标和现有基础设施	大多数公司会线上交易平台以及视频直播平台注册账户
电商合作伙伴	通常情况下，根据销售收入收取服务费和佣金	通常可以在 2 个月内完成与电商合作伙伴的签约并开始合作。一些合作伙伴愿意为库存提供融资
产品注册——大多数美妆公司会选择 10 - 15 个库存单元	30,000 美元	5-6 个月

项目	预计成本（美元）	时间
营销预算	取决于发展目标	在某些模式下，分销商可能会分担部分营销预算
寻找中国分销商	不适用	通常情况下，可在6-12个月内确定优质分销商并与之签约
建立外商独资企业	15,000 美元	可在6周内在中国设立子公司，设立成本约为15,000 美元
前6个月投资运营中国机构（即员工和租赁费用）	50,000 美元	通常难以估计，该预计成本为一般的成本起点

* 此为最低成本估计，最高可达到 100,000 美元

结语

如今，未进军中国市场的私募股权投资美妆公司都应该自我反思一下。

动物实验的取消（在很大程度上）消除了进入中国市场的最大道德和监管障碍。

中国市场从未如此具有吸引力。美妆行业在全球范围内基本上不受新冠疫情影响。虽然消费者因为疫情去不了巴黎或纽约购买美妆产品，但美妆行业却进一步推动了中国市场的发展，因为这些消费者会在国内购买同样的产品。

然而，中国市场是不断变化的。一年前可行的，现在可能行不通。一些品牌迅速走红，然后慢慢衰败。在中国，化妆品从一个基本不受监管的行业转变为树立世界监管标准的行业。

私募股权机构如今面临的问题是：若投资组合品牌成功开展中国业务，其退出后能获得多少投资回报。

感谢来自 *Knudsen & Co* 的 *Mette Knudsen*（产品注册方面）、*Kung Fu Data* 的 *Josh Gardener*（分销和电子商务方面），以及 *无忧真优（亚洲）有限公司* 的 *Allie Rooke*（市场方面）对本文作出的贡献。

私募基金 税务篇



QFLP 的外国合伙人如何享受税收协定待遇？

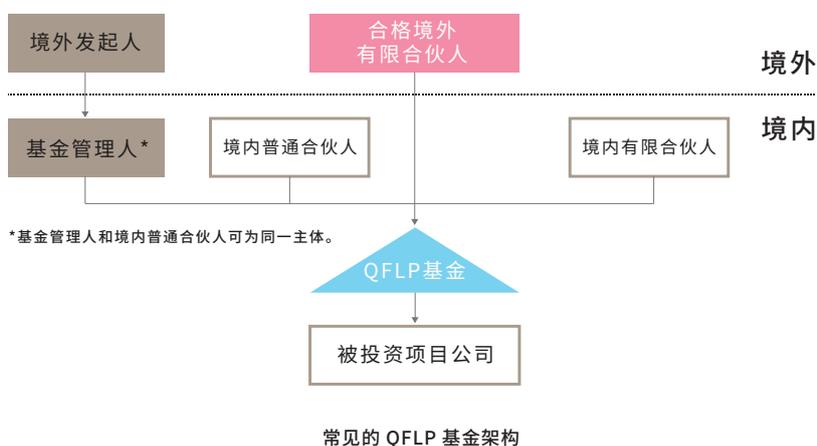
叶永青 马晓煜 肖颖

随着外商投资法的颁布实施以及负面清单管理机制的全面启动，全国各地频出 QFLP 试点政策，为境外投资者参与中国境内投融资营造了更好的营商环境。通常，QFLP 多采用“外国合伙人——境内合伙企业”的典型架构（如下图）。从税务角度，合伙型 QFLP 相比一般的外商投资企业具有天然的优势。然而，由于国内合伙企业税制尚不成熟，一直以来外国合伙人（通常为企业合伙人）通过 QFLP 取得收益的税务处理均无定论，各地的税收征管实践差异化明显且不确定性高，其税务处理口径成为 QFLP 选址的重要考虑因素之一。



叶永青

bill.ye@cn.kwm.com



我们将从现行国内税收规则和税收协定的一般规定出发，结合国际税收原理和实践，着重从外国合伙人享受税收协定待遇的角度，讨论以下实践中常见的问题：(1) 在税收协定层面，应如何确定非居民合伙人通过 QFLP 取得的所得的性质，以及在此基础上的税务处理；以及 (2) 在所得被认定为经营所得的基础上，如何判定非居民有限合伙人在中国境内是否存在常设机构并进一步形成应税的判断。事实上，影响外国合伙人纳税状态的首要问题是对税收居民身份的确认，为讨论便利，本文仅以非居民身份作为外国合伙人的讨论前提。

一、对所得定性的讨论

不同的所得类型可能影响非居民合伙人是否需要在中国纳税，以及所适用的税率。例如，如果外国企业合伙人在中国境内没有常设机构，但从中国取得股息、利息、特许权使用费和资本利得等消极所得，该类所得按照毛收入纳税，且适用 10% 的预提税税率。根据中国与其他国家 / 地区签订的税收协定，前述预提税税率将进一步降低，甚至免税。由于股权投资类收益通常可扣除的成本费用较少，认定为消极所得通常能够适用较低的预提税税率，进而使得非居民企业合伙人在中国境内的整体税负较低。而如果被认定为经营所得，那么将适用 25% 的企业所得税率，在据实征收的基础上可能会产生明显较高的税负，当然在此情况下如何判定是否存在常设机构以及是否适用核定征收的方式将会使得该问题变得更为复杂。因此，如同我们一直以来的观点，在税收处理中所得定性显得尤为关键。

（一）现行国内法的相关规定

鉴于税收协定仅是对一国征税权的限制而非授权，判断 QFLP 非居民合伙人取得所得的性质以及如何享受我国税收协定待遇的起点应当是国内法的税收规则。

1. 国内关于合伙企业税制的原则性规定

《中华人民共和国合伙企业法》（“《合伙企业法》”）第 6 条规定：“合伙企业的生产经营所得和其他所得，按照国家有关税收规定，由合伙人分别缴纳所得税。”在我国所得税体系下，境内合伙企业被视为税收透明体，按照“先分后税”的原则以其合伙人为纳税义务人，分别对其法人合伙人和个人合伙人征收企业所得税和个人所得税。其中，对于个人合伙人，我国采取所得类型准穿透模式，即合伙企业对外投资分回的利息或者股息、红利由个人合伙人按“利息、股息、红利所得”适用 20% 的税率，个人合伙人通过合伙企业取得的其他所得原则上按“经营所得”适用 5%-35% 的累进税率。对于法人合伙人，现行税收规则并未明确所得的性质能否穿透上传至合伙人，对居民企业而言，所得性质的穿透主要意味着能否将收入确认为免税收入（如居民企业间的股息、红利收入）。

上述规定并未明确区分境内居民合伙人或境外非居民合伙人，因此，对于非居民合伙人（包括个人合伙人和法人合伙人），原则上也应适用与境内居民合伙人同样的规则。实践中，对于非居民合伙人取得的所得的性质，主要存在以下两种不同观点：

观点	内容
观点 1：参照实践中的准穿透模式	就 QFLP 取得的利息、股息和红利应分别认定为非居民合伙人的“利息所得”和“股息、红利等权益性投资所得”，QFLP 基金取得的其他类型所得则应认定为经营性所得。
观点 2：完全穿透模式	根据 QFLP 基金取得所得的性质确定非居民合伙人的所得类型。

据我们观察，在相关国家 / 地区未与我国签署税收协定的情况下，或虽有税收协定但纳税人未就享受税收协定待遇进行备案并取得税务机关认可的情况下，在实践中许多地方的税务机关基于经营所得核定征收进行处理，最终导致相关所得的税率趋同，即消极所得适用 10% 的税率，经营所得适用 25% 的税率并按 40% 的利润率进行核定，实际结

果就是各种所得均适用 10% 的企业所得税。而在纳税人成功主张税收协定待遇的情况下，观点 1、2 在不同情形下所对应的税收协定待遇和最终税负结果可能会有所不同。

2. 11 号公告可被理解为允许穿透至非居民合伙人层面享受税收协定待遇

在国内税法层面，《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，简称“11 号公告”）首次明确了合伙企业和 / 或合伙人享受税收协定待遇的问题。其第五条第（一）项规定，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。

实践中，对此也有两种解读：一种解读是，上述协定待遇是指合伙人“直接”取得所得的税收协定待遇处理，包括合伙人从合伙企业取得分配的协定待遇享受，也包括合伙人转让合伙企业份额取得所得的协定待遇享受，但并不包括合伙企业层面取得所得的协定待遇处理问题（因为该所得并非合伙人“直接”取得的）；另一种解读则是，根据穿透原则，在合伙企业取得所得时合伙人就已经产生纳税义务，因此上述协定待遇是指合伙企业层面取得所得时合伙人的协定待遇处理。

我们的观点是，上述两种情形均有协定待遇的适用问题，应当根据不同的所得处理情形对其协定待遇进行判定。首先，基于穿透原则，合伙人的纳税义务在合伙企业取得所得时（而非合伙企业向其分配时）产生。基于国际税收的基本原理，如果缔约对方居民国和我国均对合伙企业采用同样的税收透明体征税原则，则在合伙企业取得所得时，该非居民合伙人会同时产生中国境内和其所在居民国的纳税义务，在此情况下必然需要对所得性质进行判定并适用相关税收协定进行处理。这一点和国家税务总局的观点是一致的：根据国家税务总局对 11 号公告的政策解读¹，如果境内合伙企业的非居民合伙人所属居民国与中国一样将合伙企业视为税收透明体，则两国均将境内合伙企业取得的所得穿透视为该非居民合伙人取得的所得，合伙企业并不会阻隔其非居民合伙人适用税收协定。其次，在合伙企业所得“穿透”的情形下，就不存在合伙企业“分配”的征税问题了。因为合伙人在合伙企业取得所得时已经进行了税务处理，这就意味着在合伙企业分配时不会再重复产生另一个所得的税务处理问题，只是在分配时需要考虑对合伙人所持合伙企业份额的计税基础进行调整。最后，合伙人转让合伙企业份额实际上是一个直接的财产转让交易，应当根据直接转让合伙企业份额这一交易本身的属性判定如何适用税收协定。

与此相对的，如果非居民合伙人所属居民国不将中国境内的合伙企业视为税收透明体，则其通常不会将合伙企业取得的所得视为非居民合伙人取得的所得，故不存在所得性质认定的问题，此时非居民合伙人不能主张适用税收协定待遇。在此情况下，对税收协定适用性的判断可能仅在合伙企业进行分配或合伙人转让合伙企业份额时才会发生，此时可能可以分别根据合伙企业进行分配与合伙企业份额转让的所得定性来分别确定其所适用的税收协定待遇。

由此可见，可以认为 11 号公告在一定程度上确立了符合条件的非居民合伙人可以在所得类型穿透性的基础上享受税收协定待遇的原则，但具体对所得如何定性，在转让合伙企业份额时应如何判断，以及在非穿透模式下如何认定，11 号公告和现行其他税收规则均未做进一步明确。

未来还需明确的问题是，在合伙企业未向合伙人进行分配时应当如何对合伙人进行征税。毕竟从税收征管便利的角度，如今的国际税收管理已经趋向收付实现制而非权责发生制，且多层嵌套合伙企业架构的存在将会进一步加大上述规定的适用难度。

¹ 国家税务总局 2018 年第二季度政策解读现场实录（2018.4.27）：<http://www.chinatax.gov.cn/fangtan/20180427fangtan/index.html>。

（二）税收协定层面的考虑

1. 我国部分税收协定对合伙企业的规定及解读

我国签署的部分税收协定明确对合伙企业或税收透明体的协定适用问题做出了规定。例如，中法税收协定第四条“居民”第四款对于在各种情形下合伙企业或其合伙人取得的所得能否享受税收协定待遇做出了具体的规定。

此外，我国新签署或新修订的部分税收协定（比如，与意大利、西班牙、新西兰、阿根廷、印度等国家的最新税收协定）的第一条“人的范围”第二款具体规定如下：

“二、在本协定中，(在缔约国任何一方成立且)按照缔约国任何一方的税法视为完全透明或部分透明的实体或安排，其取得或通过其取得的所得应视为缔约国一方居民取得的所得，但仅以该缔约国一方在税收上将该所得作为其居民取得的所得处理为限。”

我国的上述税收协定条款实际上是借鉴了《实施税收协定相关措施以防止税基侵蚀和利润转移的多边公约》（简称“MLI”）第三条“税收透明体”第一款和2017年版OECD协定范本第一条“人的范围”第二款，并采用了与后者相同的表述。OECD协定范本第一条“人的范围”第二款的注释特别指出，营业利润、股息、利息、财产收益等协定条款中的“取得”、“支付给”等用语应相应解释为“（由）相关合伙人取得”或者“支付给相关合伙人”，从而不影响合伙人就其通过合伙企业取得的所得正常适用前述协定条款。比如，境内被投资项目公司支付给QFLP基金的股息，在股息条款下应将归属于非居民合伙人的部分相应解释为“被投资项目公司支付给非居民合伙人的股息”。²因此，MLI与2017年版OECD协定范本均认可合伙企业取得的所得类型应穿透上传至合伙人，两者均承继了1999年的《OECD税收协定范本对合伙企业的适用》（The Application of the OECD Model Tax Convention to Partnerships，简称“《OECD合伙报告》”）所确立的跨境情形下合伙企业所得类型穿透的原则，即“合伙企业被视为税收透明体而在合伙人层面对合伙企业所得进行征税的，在适用税收协定时，合伙企业取得的所得应保持其所得性质和所得来源不变，并视为由合伙人取得。在国内税法中将合伙企业视为税收透明体的国家应适用该种处理方式。”³

国家税务总局在其2018年第二季度政策解读以及与香港会计师协会的税务交流中均表示，11号公告在成文过程中借鉴了OECD的观点和其他国家的实践。然而，鉴于MLI及OECD的相关注释并不具有强制效力，能否参照适用有待国家税务总局的进一步明确。

2. 税收协定适用的可能性探讨

从理论上讲，税收协定对于所得类型的判定结果并非必须与国内税法保持一致，理由是：(1) 对于特定的所得类型（如股息、利息、特许权使用费等），税收协定专门通过特定条款予以解释，其定义可能与国内税法存在差异；(2) 税收协定的某些所得类型（如营业利润、其他所得等）并不能与国内税法下的所得类型直接对应，而需根据税收协定对相关主体、所得性质和条款层级等进行综合判定，以划分和归集所得类型并最终确定所适用的协定条款；(3) 对于特殊主体（如合伙企业或信托架构等），会在纳税主体不变的情况下基于特殊主体的特点产生所得性质的转换问题，如何认定所得性质需要与国内法衔接。换言之，税收协定是在尊重来源国国内税法的所得定性的基础上，从结果上限制来源国的征税权。

² Paragraph 12, Commentary on Article 1 concerning the Personal Scope, *OECD Commentaries on the Articles of the Model Tax Convention* (2017).

³ Paragraph 42, *The Application of the OECD Model Tax Convention to Partnerships* (1999).

我们理解，正是基于以上差异，从尊重税收协定的角度出发，无论国内税法是否允许所得性质穿透上传至合伙人，在适用税收协定时，更合理的方式是依据税收协定对于各类所得的界定按合伙企业所得类型穿透原则进行独立的判断。例如，中新税收协定第十条第三款规定“本条‘股息’一语是指从股份或者非债权关系分享利润的权利取得的所得，以及按照分配利润的公司是其居民的缔约国法律，视同股份所得同样征税的其他公司权利取得的所得。”根据该条款，新加坡居民企业合伙人通过中国境内 QFLP 取得被投资项目公司所分配的股息、红利，实质上属于“从股份或者非债权关系分享利润的权利取得的所得”，即有理由主张应当视为股息，并在符合受益所有人条件的前提下享受 5% 的协定税率。根据《非居民纳税人享受协定待遇管理办法》（国家税务总局公告 2019 年第 35 号，“35 号公告”）的规定，非居民纳税人享受协定待遇的，采取“自行判断、申报享受、相关资料留存备查”的方式办理，这在一定程度上给予非居民合伙人在适用协定条款时自主判断的权利。

但这样做可能存在的问题在于，一方面，并非所有的税收协定均对各类所得都进行了明确界定，即使有，通常也是概括性的规定，在适用时需要依赖对相关条款的进一步解释。另一方面，《〈中华人民共和国政府和新加坡共和国政府关于对所得避免双重征税和防止偷漏税的协定〉及议定书条文解释》（国税发〔2010〕75 号，“75 号文”）实际上对于中新税收协定第十条第三款规定进行了限缩解释，即“第三款是股息的定义，简单来说，股息即为公司所作的利润分配（公司的概念参见对协定第三条第一款第（五）项的解释）”，“对第（五）项‘公司’一语应作广义理解，指任何‘法人团体或税收上视同法人团体的实体’。75 号文的上述限缩解释，同样适用于我国对外所签协定有关条款规定与中新协定条款规定内容一致的协定条款的解释和执行。在我国税收规则尚未规定类似于前述 OECD 协定范本注释中的衔接性解释时，75 号文的该类限缩解释就很可能对冲合伙企业所得类型穿透这一原则的影响。特别是在目前中国的税收协定待遇处理还很大程度上依赖于国内法的情况下，目前几乎没有就税收协定进行双边磋商确定所得性质的相关案例可供参考，仍需静观其变。

二、我们的建议

合伙企业取得的所得能否穿透上传至其合伙人是一个复杂的立法决策问题。允许所得性质穿透上传无疑是更合理的，但这里需要同步考虑和平衡的因素是如何避免该类规则被用于明显的避税目的。⁴

在居民个人合伙人取得合伙企业分配的股权转让所得是适用 20% 的税率还是 5%-35% 的累进税率这个问题上仍然存在理论争议的情况下，寄望国内法从规则层面明确合伙企业的跨境税收规则似乎为过早。

QFLP 的非居民合伙人首先应当注意到，争取税收协定待遇具备法律上的依据（例如香港居民企业作为大陆境内合伙企业的合伙人，通过合伙企业取得股息所得可争取适用 5% 的协定税率），但是在实践中这一问题往往存在争议，需要在 QFLP 的架构设计、选址、申报和沟通中充分考虑并评估其税务影响和风险。

三、常设机构的问题

“PE”遇到“PE”这一问题主要是判断 QFLP 基金是否构成各个非居民合伙人的常设机构。我国现行税收规则尚未针对境内合伙企业的非居民合伙人是否在境内构成常设机构的问题进行明确。国家税务总局在 2018 年与香港会计师公会的税务交流中表示，在实践中需要根据常设机构条款的规定，并结合 QFLP 基金和非居民合伙人的实际情况进行具体分析。

⁴ 参照崔威：《新〈合伙企业法〉及〈企业所得税法〉对合伙企业所得税制的挑战》，载于《法学评论》2009 年第 2 期，第 51-52 页。

常设机构有多种类型，其中与该问题较为相关的是固定场所型常设机构，也可能会涉及到代理型常设机构。根据国家税务总局关于印发《〈中华人民共和国政府和新加坡共和国政府关于对所得避免双重征税和防止偷漏税的协定〉及议定书条文解释》的通知（国税发〔2010〕75号，“75号文”）以及《国家税务总局关于税收协定常设机构认定等有关问题的通知》（国税发〔2006〕35号）的相关规定，只有经营性的营业场所才有可能构成固定场所型常设机构，即对于 QFLP 基金的非居民合伙人而言，判断固定场所型常设机构的核心问题是其有无通过 QFLP 基金在境内进行营业活动。而对于代理型常设机构，75号文则要求境内的代理人有权并能够经常性地行使这种权力以境外企业的名义在境内签订合同。

（一）境外 GP 的常设机构判定问题

如果 QFLP 的普通合伙人（“GP”）是境外机构，特别是在其实际从事 QFLP 的投资经营管理的情况下，可能存在较大的风险将 QFLP 认定为境外 GP 在境内的固定场所型常设机构。原因在于，一方面，QFLP 本身进行了工商注册登记且应有固定的经营场所，从常理上看，作为执行事务合伙人的 GP 应该会通过委派其代表在境内进行基金日常管理等工作，且该委派代表通常对 QFLP 的营业场所具有持久的支配权；另一方面，通常较难主张其从事辅助性或准备性的工作进而落到不构成常设机构的例外情形。当然，实际上境外 GP 未必会真正地派遣代表 / 人员到境内，那么在该种情况下能否基于没有任何人员入境这一事实情况来认定境外 GP 不在境内构成常设机构呢？对此我们认为，除了需要在商业合理性上进行讨论外，另一个核心问题则是如何解读固定场所型常设机构这一税收协定概念。

如果境外 GP 不直接参与 QFLP 的投资经营，而是委托第三方对 QFLP 进行经营管理，境外 GP 能否主张其未参与 QFLP 的经营管理而在境内不构成常设机构？《国家税务总局关于外商投资创业投资公司缴纳企业所得税有关税收问题的通知》（国税发〔2003〕61号，“61号文”，部分条款失效）第三条第二款第二句（仍有效）规定，非法人创投企业没有设立创投经营管理机构，不直接从事创业投资管理、咨询等业务，而是将其日常投资经营权授予一家创业投资管理企业或另一家创投企业进行管理运作的，对此类创投企业的外方，可按在我国境内没有设立机构、场所的外国企业，申报缴纳企业所得税。根据 61号文的前述规定，似乎可以据此主张境外 GP 没有构成常设机构，但是基于境外 GP 的特殊地位，还是需要在法律文件的表述和自身管理流程的设计上注意避免出现与前述规定相冲突的情形。

在境外 GP 从境内取得高额附带权益（carried interest，“carry”）的情况下，如果境外 GP 在境内构成常设机构，其取得的该类 carry 需在境内按照 25% 的税率缴纳企业所得税，税负影响较大。因此，在搭建 QFLP 架构时，就应当考虑如何通过架构调整和交易安排优化境外 GP 所取得 carry 的境内税负。

（二）境外 LP 的常设机构判定问题

对于境外有限合伙人（“LP”），常设机构的判断看似简单，实则更为复杂，且实践争议更大。大多数人会凭直觉判断认为，QFLP 不应构成境外 LP 在境内的常设机构，原因是境外 LP 通常不参与 QFLP 的经营管理，也不委派人员入境，故不存在常设机构的问题。但是，实践中确有不少税务机关对此持相反观点，认为 QFLP 同样会构成境外 LP 在境内的常设机构⁵。

1. 对合伙企业两个基础理论问题的探讨

我们实际上更倾向于第一种观点，即原则上境外 LP 在境内不存在常设机构。但对该问题作出判断之前，有必要先进行讨论合伙企业课税的两个基础理论问题：一是，合伙企业是全部合伙人共同所有的财产的集合（“集合说”），还是一个独立的实体（“实体说”）？二是，合伙企业和 GP 在多大程度上能够被视为 LP 的代理人？⁶

⁵ 茅红霞：《当“PE”遇到“PE”，税款如何征收》，载于中国税务报 2018 年 03 月 16 日，<http://www.dlsstax.com/index.php?m=Index&c=Content&a=index&cid=82&aid=11175&kw=%E5%90%88%E4%BC%99%E4%BC%81%E4%B8%9A%20%E5%B8%B8%E8%AE%BE%E6%9C%BA%E6%9E%84&word2=>

⁶ 崔威：《外商投资境内合伙企业的税法分析》，载于《环球法律评论》2009 年第 6 期。

(1) 合伙企业是集合说，还是实体说？

从国际税法的角度，讨论第一个问题的意义在于厘清合伙企业的性质。举例而言，如果一个外国企业在境内拥有一套房产，且用于对外出租，那么该企业要么派人自行负责境内房产的出租和管理，要么委托房屋中介对其进行对外出租。这两种情形则分别会产生固定场所型常设机构和代理型常设机构的问题。同样地，对于合伙企业而言，如果采用集合说，境外 LP 将被视为拥有在境内通过固定场所运营的财产，就像上例中对外出租的房产，固定场所型常设机构的问题就会凸显；如果采用实体说，那么如同境内子公司并不必然构成非居民母公司的常设机构，基于税收中性的原则，境外 LP 持有境内合伙企业的权益也不必然视为其在境内存在常设机构。

上述的集合说和实体说在国外（包括在合伙企业法律和税收法律体系都较为发达的美国）也同样存在争议。⁷在我国，由于合伙税制尚不成熟，对第一个问题的回答需要诉诸于民法体系。我国民法理论和司法实践的主流观点都区分民事合伙和商事合伙。QFLP 在我国通常认为属于商事合伙，适用《中华人民共和国合伙企业法》（“《合伙企业法》”）。1997 年的《合伙企业法》建立了商事合伙的概念，明确其是一个需要进行注册登记的盈利性组织，并在第十九条规定“合伙企业存续期间，合伙人的出资和所有以合伙企业名义取得的收益均为合伙企业的财产。合伙企业的财产由全体合伙人依照本法共同管理和使用。”该条第二句的规定是与民事合伙共有的规定（《民法通则》第三十二条“合伙人投入的财产，由合伙人统一管理和使用。合伙经营积累的财产，归合伙人共有。”）相一致。2006 年修改后的《合伙企业法》删掉了原《合伙企业法》第十九条第二句的规定，即在新《合伙企业法》下不再留有合伙人共有合伙财产的规定。2017 年的《民法总则》明确了合伙企业属于非法人组织，且在《民法典》中延续了该规定。不难发现，现行《合伙企业法》虽未明确规定合伙企业为独立的实体（实体说），但结合其“合伙人的出资、以合伙企业名义取得的收益和依法取得的其他财产，均为合伙企业的财产”（第二十条）、“合伙人在合伙企业清算前，不得请求分割合伙企业的财产”（第二十一条）、“合伙企业对其债务，应先以其全部财产进行清偿”（第三十八条）等规定，可以合理推知在当前我国商事法律体系下，也更倾向于将商事合伙企业认定为独立于合伙人的经营实体（尽管合伙人是对合伙企业债务承担连带责任）。在有限合伙企业的形式下，合伙企业的独立性则更为突出，相较于普通合伙企业的合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任，在有限合伙企业中（即本文的 QFLP）LP 本身承担的责任是有限的，以其对有限合伙企业的认缴出资额为限。

与商事法律体系更为强调有限合伙企业自身和合伙人之间的独立性一致，我国增值税法下将合伙企业视为独立的增值税纳税义务人。然而，在我国的税法体系下，合伙企业在所得税层面上实际被视为“穿透实体”（即合伙企业不缴纳所得税，而由合伙人各自缴纳所得税，该种处理方式实质上更接近于合伙人直接享有合伙财产的集合说），却与合伙企业的独立性相冲突。那么，在判断常设机构的问题时，应当遵循哪个逻辑？从税法解释的角度，实体说无疑是更有利于纳税人的解释。因此我们认为，从有限合伙企业的特殊属性和有限合伙人本身对经营管理的权限制来看，原则上，有限合伙人不应因为有限合伙企业的存在而被认定为在境内构成常设机构，毕竟两者的独立性还是比较明显的。

(2) 合伙企业 /GP 的代理权问题

对第二个问题讨论的意义在于，如果合伙企业和 / 或 GP 在一定程度上被视为 LP 的代理人，则可能会产生代理型常设机构的问题。

⁷ 崔威：《外商投资境内合伙企业的税法分析》；叶姗：《合伙企业课征所得税规则之创制》，载于《华东政法大学学报》，2019 年第 1 期。

对于代理权，首先要解决的是有权与否，其次才是授权与否。如果境外 LP 无权经营合伙事务，则理论上 LP 无法授权 QFLP 或 GP 代表 LP 并以其名义对外签订协议进而经营合伙事务。对此，《合伙企业法》规定“有限合伙企业由普通合伙人执行合伙事务”（第六十七条），“有限合伙人不执行合伙事务，不得对外代表有限合伙企业。有限合伙人的下列行为，不视为执行合伙事务：……（二）对企业的经营管理提出建议；……（七）执行事务合伙人怠于行使权利时，督促其行使权利或者为了本企业的利益以自己的名义提起诉讼……”（第六十八条），“第三人有理由相信有限合伙人为普通合伙人并与其交易的，该有限合伙人对该笔交易承担与普通合伙人同样的责任。有限合伙人未经授权以有限合伙企业名义与他人进行交易，给有限合伙企业或者其他合伙人造成损失的，该有限合伙人应当承担赔偿责任”（第七十六条）。根据上述规定，有限合伙人并非无权而是“不得”执行合伙事务；如果有限合伙人执行了合伙事务，则其应对外承担与普通合伙人同样的连带责任。因此，现行《合伙企业法》中无法直接推导出 LP 无权经营合伙事务的结论。

那么，对于 GP 执行合伙事务的法定授权，能否被视为是在一定程度上 GP 实际上是 LP 的代理人？如前所述，从民商事法律的角度，按照实体说，合伙企业在中国法下是独立于其 LP 的独立实体，GP 的经营管理决策是其合伙企业的名义作出的，而非以 LP 的名义作出。即使采用集合说将合伙企业视为合伙人的集合，事实上也不存在代理授权的意思表示。因此，基于尊重民商法律形式的原则，在税法上，除非有相反证据，否则不能也不应任意采取所谓的实质重于形式的理由，认定合伙企业或 GP 实际上是境外 LP 的代理人。因此，原则上不能适用代理型常设机构的相关规则来认定 GP 或 QFLP 构成境外 LP 在中国构成常设机构。

此外，对于 QFLP 是否构成境外 LP 的代理人的问题，则如同公司一样，在 OECD 和 UN 的税收协议范本以及中国对外签署的绝大多数税收协定或安排中都规定，仅凭境外非居民控制境内公司这一事实情况并不能认定境内公司构成境外非居民的常设机构。

2. 合伙企业治理机制的实践影响

更进一步讲，LP 是否参与合伙企业的经营和管理（判断是否存在固定场所型常设机构）以及 GP 或合伙企业是否构成 LP 的代理人（判断是否存在代理型常设机构），均需要结合合伙协议及相关治理结构进行具体分析。由于 QFLP 专门进行股权投资，其持有的主要资产就是被投资企业的股权。如果根据合伙协议或其他安排，LP 对于 QFLP 的投资标的、处置 QFLP 的资产或用 QFLP 的资产提供担保等重大事项具有一票否决权，或者通过投决会、联合委员会等治理机制影响 GP 代表 QFLP 行使的投资决策，虽然该类约定不违反合伙企业法对于有限合伙人不执行合伙事务的规定，但并不利于主张境外 LP 不参与合伙企业的日常经营管理。其潜在的影响在于，税务机关可能会基于实质重于形式的原则，认定境外 LP 实际上控制了境内 GP 进而认定境外 LP 在境内构成常设机构，当然这一认定仍需结合境外 LP 是否派人到境内等事实因素进行综合的常设机构分析和判断。

（三）在境内构成常设机构时，境外 LP 的中国税务处理

《企业所得税法》第二十六条的规定：“企业的下列收入为免税收入：……（二）符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益；（三）在中国境内设立机构、场所的非居民企业从居民企业取得与该机构、场所有实际联系的股息、红利等权益性投资收益；……”⁸从立法目的来看，《企业所得税法》第二十六条第（三）项实质上是针对第（二）项免税待遇的非歧视待遇条款，实际上与我国所签署的税收协定第二十四条“非歧视待遇”条款第二款是殊途同归的。

⁸ 根据《企业所得税法实施条例》的相关规定，《企业所得税法》第二十六条第（三）项所称股息、红利等权益性投资收益不包括连续持有居民企业公开发行并上市流通的股票不足 12 个月取得的投资收益。

非歧视待遇条款的基本原理是，机构、场所（或常设机构）的税收负担不应高于境内从事同样活动的居民企业的税收负担，即既然居民企业从居民企业取得的股息红利可享受免税待遇，那么机构、场所从居民企业取得的股息红利同样也应享受免税待遇。

根据《企业所得税法实施条例》的相关规定，“实际联系”是指机构、场所拥有据以取得所得的股权、债权等。QFLP 持有被投资项目公司的股权，境外 LP 通过 QFLP 取得的股息红利自然与 QFLP 具有实际联系。因此，即使 QFLP 被认定为境外 LP 在境内的机构、场所或常设机构，原则上讲，境外 LP 通过 QFLP 从居民企业取得的股息红利应根据上述《企业所得税法》第二十六条第（三）项享受股息红利免税待遇，进而免于在中国征税。但对于股权转让所得则需要按照 25% 的税率在中国缴纳企业所得税。

结语

除了特殊情况以外，一般而言境内 QFLP 会构成境外 GP 在境内的固定场所型常设机构。实践中的主要争议是境外 LP 在境内是否存在常设机构：原则上，在遵循现行合伙企业实体说的民商事法律逻辑下，难以直接认定境外 LP 在境内存在常设机构；但境外 LP 一旦被认定为在境内构成常设机构的，将对其取得的境内被投资企业股权转让所得产生巨大的税负影响。在此情况下，税法规则是否要遵循民商事法律的认定、若不遵循则要基于何种理由和政策考虑、以及通过何种路径（例如，单独出台明确的规定，或通过实质重于形式的反避税原则）来推翻民商事法律的认定逻辑等问题，都是需要国家税务总局慎重考虑的。

基金投资人的税率是 20% 还是 35% ——兼及合伙企业税 制十大基本问题

叶永青 兰孟 黄雨露



叶永青

bill.ye@cn.kwm.com

一、问题的提出

从一个简单的案例谈起。自然人 A 投资了一个合伙制基金，作为有限合伙人出资金额 100 万。该基金投了一家拟上市公司，上市后，基金持有的股权（暂不考虑其他合伙人的权益份额）变成了价值 1000 万的股票，但是还在限售期。此时，A 需要用钱，于是决定将基金的份额（合伙份额）以 800 万元出售给自然人 B，半年以后基金转让了股票取得 1100 万元。A 和 B 应该如何纳税呢？

这个案例里，多数人都会觉得 A 的个人所得税应该是 $(800-100) * 20\% = 140$ 万元（暂不考虑增值税），而 B 的个人所得税应该是 $(1100-800) * 35\% = 105$ 万元（暂不考虑增值税和累进税率）。然而，这样对吗？实践中有些税务机关认为，后一步 B 的个人所得税税基仍然是 100 万，因为合伙对上市公司的投资成本并没有改变，从目前税法的文义来看，也有一定的道理。然而，这样的解读就导致了一个实际上的重复征税效果，毫无疑问既不公平也不合理。但站在税务机关的立场，“如果允许个人转让基金份额可以抬高合伙制基金有限合伙人间接持有股票的税基，那么 35% 的税率就很可能大量被规避”，这样的担心的确也是执法部门不能承受之重。由于上述担心，加上法律规定语焉不详，在实践中，这又变成了一个不确定的问题。但是我们认为，从法律的角度，抬高税基的做法完全符合税法规定，而且在现实情况中，不通过合伙转让股权而是转让合伙（基金）份额是有非常合理的商业理由支撑的，例如基金投资的项目不只有一个且投资人也不只一个，各自都有灵活出售和变现的需求。

在这个案例基础上，我们可以进一步探讨合伙的税基调整问题（本文暂不讨论税基这个词语本身的界定问题，为方便讨论，本文仅指所得税上可以税前扣除的计税基础）。

二、合伙税基调整问题的再探讨

2000年以前，我国对合伙企业一直采取实体课税模式，即将合伙企业视为独立的纳税实体，征收企业所得税；随后对合伙人从合伙企业分得的利润，再行征收个人所得税。自2000年开始，为了避免双重征税，我国开始对合伙企业施行非实体课税模式，即对合伙不予课征所得税，而是穿透到合伙人层面，根据合伙人不同的组织形式分别进行征税，自然人合伙人缴纳个人所得税，公司合伙人缴纳企业所得税。正是因为穿透征税，税基如何确认的问题就此产生。在企业所得税下，企业持有资产的税基和股东持有企业股权的税基是天然可以不同的，因为两者纳税主体不同，在法律权利上存在区隔，是各自独立的权利主体。然而，在合伙企业下，由于征税的主体是合伙人而不是合伙，就会出现税基确认的问题。为使上述讨论更加形象，我们再来看一个案例：

2017年，自然人A、B分别以100万人民币现金出资设立合伙企业D（各持有合伙D 50%的份额），合伙D再以200万人民币现金出资设立有限责任公司E。公司E经营良好，至2020年12月31日，累计未分配利润800万元，其股权公允价值为1000万元。



2021年2月，自然人B与C就转让合伙D的份额协商一致，转让对价确认为500万元。据此B确认财产转让所得500万元-100万元=400万元，应纳税额=400万元*20%=80万元。

2021年12月，合伙D处置公司E股权，取得1000万元转让收入，此时若仅按照合伙D持有公司E股权的投资成本作为可以扣除的计税基础，C应按照5%-35%的累进税率就（1000万元-200万元）*50%=400万元的所得缴纳个人所得税。

很显然，在B与C关于合伙D份额的转让对价中，已经考虑了合伙D所持公司E股权的公允价值（股权价值增值），合伙人B已经就这部分未实现损益缴纳了20%的个人所得税。如果新入伙合伙人C又需在该部分股权价值增值实际实现时按“经营所得”缴纳个税，无疑将导致严重的经济性重复征税。

同样是这个例子，如果合伙 D 先处置公司 E 的股权取得 800 万的所得（即 1000 万 -200 万），A 和 B 先按 5%-35% 的税率缴纳了税款，那么，如果合伙 D 没有进行分配（在 D 为基金的情况下非常正常），则 A 此后在转让自己的份额时，其持有份额的税基显然是应该抬高到 500 万（包含 800 万所得对应 A 的部分），也只有这样才是符合穿透征税的逻辑的。另一方面，如果合伙 D 发生了分配，则还需要同步调减合伙人持有合伙份额的税基。

基于这样的分析，在合伙企业穿透征税的机制下，允许合伙企业持有资产的税基和合伙人持有合伙份额的税基相互联动调整，是避免双重征税的至关重要环节，其原因就在于核算上的两个主体实际上只有一个纳税人。而现行税法规则并未对合伙税基的确认和调整问题进行明确规定，很多时候合伙企业的监管都被异化成了以 5%-35% 的税率穿透征收但按公司形式管理的税（不分配不交税）。我们认为，有必要综合考虑合伙投资的经济和税法实质厘清合伙企业的税基确认规则。

首先，按照合伙企业穿透征税的内在原理，在所得税上，合伙人无论是转让合伙企业份额还是通过合伙企业处置资产，原则上应该保持一致的税务处理，并且无论选择何种交易模式，合伙人的实际税负应该相同。这是税收中性原则的内在要求。

其次，即使因所得性质无法穿透认定而导致两者存在适用税率的差异，在对两种交易进行征税时，也应当尽可能避免经济性重复征税的结果，这是合伙企业区别于公司等法人实体税收规则的应有之义。这就要求合伙企业持有资产的税基和合伙人持有合伙份额的税基相互联动调整影响，例外情况只能合理考虑反避税的要求，即通过对商业目的的合理解释来限制不合理的避税安排。

以美国合伙企业税制（同样为穿透征税）为例，总体而言，美国的合伙企业所得税法规则通过内部税基（“Inside basis”，即合伙企业持有资产的计税基础）和外部税基（“outside basis”，即合伙人取得合伙份额的计税基础）的调整机制，确保合伙企业的收入仅确认一次而不产生重复征税的结果；也通过税基调整，确保合伙人转让合伙份额与合伙人通过合伙企业转让资产的税负原则上相同。

据此，在对前述案例进行处理时，更为合理的税务处理方式为：

(1) 初始投资时：

B 对合伙 D 份额的税基为 100 万元，合伙 D 对公司 E 的计税基础为 200 万元，其中对应 B 的部分为 100 万元。

(2) 投资期间的资产负债表日（以 2020 年 12 月 31 日为例）：

计税基础不做调整。

(3) 2021 年 2 月，B 向 C 转让合伙份额：

合伙人 C 对于合伙 D 份额的计税基础确认为 500 万元，同时，同步调整合伙 D 对于公司 E 股权的计税基础，即由原先的 200 万元计税基础相应调增到 600 万元，其中对应 C 的部分为 500 万元。

(4) 2021年12月，合伙D处置公司E股权：

合伙D确认的股权转让所得为1000万元-600万元=400万元，其中归属于合伙人C的所得为0万元，因而无需缴纳个税。

这样的税基穿透调整问题，因为涉及有限合伙人在两种安排下适用的税率不同，的确可能产生很多问题，究其原因，是因为对所得定性经过合伙发生了改变，这样的改变是否合理其实一直是我们纠结的问题。当税率不存在差异，也就没有这样的困扰。如果，显然税基穿透的诉求不能否认，那么对于立法者而言，究竟是应该明确合伙人之间的份额转让也适用5%到35%的累进税率，还是应该反过来承认有限合伙人通过合伙取得的投资收益都应该是20%的税率呢？前者似乎更符合共同富裕的征税目标，然而后者也许是更符合市场规律的税制设计（特别是在长期投资基础之上）。

三、老生常谈：所得性质认定的法律与实践的偏离

谈到税基调整的困境，我们之前其实已经有专文讨论过合伙企业税制设计面临的重大问题之一：有限合伙人取得投资收益的税率适用。财税〔2000〕91号文出台之时，《合伙企业法》尚未引入“有限合伙企业”这一法律主体形式，即合伙企业的合伙人没有普通合伙人与有限合伙人之分，而均为普通合伙人参与合伙企业的经营管理并承担无限责任，彼时的合伙企业从事的也大多是实体性生产经营活动（例如餐饮等），具有“小本经营”的特点，与个体工商户较相类似，这可能是合伙企业的个人合伙人被比照个体工商户给予相似个税处理的政策初衷。

2006年修订的《合伙企业法》正式引入了“有限合伙企业”这一法律主体形式，该主体形式受到从事股权投资业务的企业及基金的青睐，多个地方政府为了吸引股权投资企业（基金）落地，纷纷就股权投资企业（基金）合伙人的税收问题明确了如下税收处理政策：规定自然人合伙人从合伙企业取得的股权投资收益，可以按照“利息、股息、红利所得”或者“财产转让所得”项目适用20%税率（部分地方规定将适用范围限定于不执行有限合伙企业合伙事务的自然人合伙人），前述规定一方面是基于对所得性质的认知，即从经济意义上看，投资所得的本质应该是利息股息红利所得的折现，另一方面也是因为事实上税法对于这部分所得就是空白的。因此，在很长一段时间，绝大部分地方税务机关在对个人合伙人通过合伙企业转让股权取得收益进行税收征管时，均按照20%税率进行处理。

但是，近年来，随着税收征管实践口径的简化调整，特别是2018年8月，一份税务内部指导文件《国家税务总局稽查局关于2018年股权转让检查工作的指导意见》（税总稽便函〔2018〕88号）指出“合伙企业转让股票所得，应比照‘个体工商户生产经营所得’项目，适用5%-35%的超额累进税率，地方政府自行规定投资类合伙企业的自然人合伙人按照‘财产转让所得’或‘利息、股息、红利所得’项目适用20%的税率违反了《征管法》第三条的规定，应予纠正”，导致有限合伙人的税负全面上升到了35%，而这从长远来看其实并不利于资本的投入。如果加上国际资本进入的税收处理问题，合伙税制在未来的一段时间仍然会是争议重重，值得呼吁从税制顶层设计上对有限合伙的有限合伙人的税收治理（包括制度和征管）进行全面的思考和重构。

在这一大背景下，引入前述合伙税基调整机制的必要性和逻辑合理性就更为凸显了。概言之：

- (1) 从本质上，要避免内外部税基的不统一，除了美国税法下建立亏损弥补制度并符合条件的向前推移（可能仍有损失但可以接受），就只能在特定情况下建立成本对应制度；
- (2) 税率的统一可以消除税基差异带来的筹划空间；

- (3) 其实大家更想要的是20%的统一，然而如果没有个人亏损递补制度，税基的统一仍然是必须的，否则还是有重复征税的问题。因为一个所得不能有两个税基。

于是，在可以预见的将来，还是大家各自寻找平衡，如果不想把资本赶出投资市场，合理的税基认可其实应该是执法机关和纳税人都可以接受的实践性安排，这是本文的核心。这个问题的讨论所关系到的重要现实问题，就是实践中成立基金进行投资，投资人如何在现有税制下避免可能的经济性重复征税——建议和税务机关讨论认可税基的联动调整。

四、延伸思考：平衡视角下合伙企业税制的十大基本问题

合伙具有的特殊属性是穿透和不穿透的概念（我们暂时不论严格的英文翻译应该如何），在美国合伙的制度已经实行了多年，自然形成了一个完善的体系，在那个体系之下，很多问题已经有了答案，也更加容易自治。然而，到了今天，美国税制也仍在变化中，因为有太多需要“平衡”的地方，这就是为什么制度本身值得不断学习研究，在如今的抗疫环境之下，这点尤其值得思考。话说回来，除非我们完整地照搬美国的税制，否则任何一两个制度的学习都很难形成整体的解决方案，我们在征管法修订的讨论中就深有体会，社会科学的复杂性就在于，一项制度，不是改变其本身就能实现效果的，必须考虑制度间的相互关系和联动才能找到平衡。

显然，照抄美国税制不会是现有的选择方案，那么目前的中国税制面临的合伙问题又该如何？一个顶层设计是必须的，因为打补丁是不可能做到比较好的“平衡”的。在顶层设计上，如习总书记一针见血指出的，法律体系是需要顶层设计的，因为唯有顶层设计可以做到“居庙堂之高而思江湖之远”，做到理论和实践的平衡。

合伙的诸多其他问题，基于税制或监管，本文在这里做个简单的罗列和举例，并且把我们的实践考量做个简单说明，暂不做深入论述。从重要性角度和完整性角度，这些问题无非主要是（1）所得性质认定问题；（2）税率问题；（3）税基问题；（4）税收优惠问题；（5）纳税时点问题；（6）纳税地点问题；（7）扣缴和其他征管问题；（8）特殊形式和特殊交易的处理问题；（9）税收协定适用问题；（10）基金行业相关税收问题等。

（一）所得性质认定的问题

在这个问题上，最典型的问题至少有两个而且两者相互关联：首先是除了股权转让所得以外的财产转让所得如何适用税率。财产转让所得一般并不被认为是经营所得，股权转让所得已经在总局的概念中明确了，虽然我们认为法律上的依据值得探讨，然而一般的财产转让所得呢？比如双层合伙下上层合伙转让下层合伙份额应该按哪种所得属性认定？如果是跨境合伙，协定待遇下的所得性质确认要不要穿透？

其次则是双层合伙的属性如何穿透认定，包括境内和跨境的两种情况。我们的观点是认为合伙的属性穿透应该是无论几层都要尊重的，而财产转让所得大概率还是被认为是生产经营所得，我们也建议在跨境的情况下，还是要认真考虑协定的适用和解释问题。

（二）税率问题

有限合伙人的税率问题在此就不多讨论了，各种情况，各种实践变通，两层合伙也可能引起税务机关对税率适用的判断有冲突，有人认为两层之下就没有股息红利穿透的税了，这点我们是不认可的。有很多问题围绕税率展开，在此不再逐一讨论。

（三）税基问题

在合伙的税基上，还有一个重要问题就是税基在合伙人之间的分配问题，是根据约定还是登记还是其他，这点也已经是个现实问题了，工商登记的投资份额是不是在税务处理时可以完全忽视，答案显然不是，但是影响有多少，如何分配？我们认为合伙的分配和税基分配都应该是以约定为原则的，如何监管其实是一个重要的问题，即分配比例调整的税收意义是需要研究的。

（四）税收优惠问题

合伙之下，优惠究竟如何享受，是否一旦合伙优惠全无？立法的考虑是什么，合伙平台为什么不能做 101 备案登记，员工股权激励的税收优惠因为平台问题究竟被削弱了多少？

（五）纳税时点问题

在合伙穿透征税的原则之下，理论上合伙企业取得所得，合伙人就应该依法纳税，但是在实践中，特别是出现双层合伙或者合伙本身又是基金的情况下，合伙人本身并不控制所得的分配，甚至无从知晓相关的所得情况。在投资的过程中，如果投资项目众多，还可能会出现前期产生所得，后期又发生损失的情况。实践中，有不少税务机关实际上接受合伙人在实际取得分配时才交税，甚至认可合伙的初期分配可以先行冲减合伙人的完整投资成本再确认所得。

在这点上，未来的趋势是穿透征税会越来越普遍，特别是一层合伙的情况下，从法律上，承认合伙人的投资亏损可以向前弥补可能是一个有效的制度安排，当然可以更加“对称”。然而实践中，还是可以去争取不分配不交税，或者现在常见的按收回投资做会计处理的实践做法也需要支持。

（六）纳税地点的问题

在多层合伙的情况下，如果对扣缴义务有不同的理解，就会对合伙人的纳税地点也有不同的判断，包括在底层被投资企业股息分配的情况下，究竟纳税地点是在哪里，甚至有税务机关单独发文认为，在此情况的纳税地应该在被投资企业所在地。我们认为，税法对此的规定并不明确，因此只要依法在一地完成了纳税义务即可，但是需要以书面方式固定纳税地点的选择。

（七）扣缴义务问题

理论上合伙对合伙人的所得有无扣缴义务其实是有争议的，主要原因是因为穿透征税的情况下，合伙并不是决定所得的一方，而合伙人直接对外承担所得的纳税义务。从法规条文上一般的表述可以看出也不是合伙扣缴，而是合伙代为申报，因此很多地方的合伙企业纳税方式是从合伙人的绑定账户上扣划税款。而如果合伙没有扣缴义务，在很多时候，征收管理模式将会有很大的变化，这是需要澄清的。类似的征管问题还有很多，包括多层合伙间信息传递如何进行等等。

（八）特殊形式和特殊交易问题

合伙是一个特殊主体，在合伙形式下，合伙人的出资要不要缴纳印花税在实践中众说纷纭，很多税务机关是根据

会计处理来认定印花税纳税义务的。

合伙特殊形式的交易还包括合伙人以实物（股权）出资是否要视同销售纳税的问题，这也是现行法规下没有解决的问题，我们认为应该可以不征税，原因是个人对合伙的实物（股权）出资并没有改变对相应财产的税收责任，除了有限合伙人，其他合伙人的财产出资仍然存在无限责任，实践中也有不少税务机关认可这一观点。

合伙的特殊形式还造成了对合伙的份额是否需要参照股权进行税收管理的问题等等，这些都有待进一步明确。

（九）税收协定的适用

在 QFLP 和 QDLP 兴起的语境下，合伙的税收协定适用问题会越来越多，包括跨境合伙的合伙人如何认定常设机构等问题都会出现。我们认为境外公司作为境内合伙企业的有限合伙人，所得应该是穿透认定属性允许适用 10% 或者 5%（及其他）税率的，但是在实践征收中多有争议。

（十）基金行业的特殊问题

当合伙本身又是基金的时候，管理人的税收责任和合伙如何区分，合伙份额的金融属性带来的流转税问题如何处理等，都没有明确的法律指引，包括合伙的分配，有限合伙人的优先回报的增值税，一系列问题都值得研究和讨论。

创投新风向——简评 公司型创投企业税收 优惠落地上海浦东

叶永青 余悦 肖颖

2021年9月8日，财政部、国家税务总局、发改委和证监会联合发布《关于上海市浦东新区特定区域公司型创业投资企业有关企业所得税试点政策的通知》（财税〔2021〕53号，以下简称“53号文”），在上海浦东特定区域试行公司型创投企业的企业所得税优惠政策。

在本文中，我们将梳理53号文的税收政策要点，并对当前税收政策下公司型创投企业与合伙型创投企业的税务处理进行比较。

一、53号文的税收政策要点

53号文的政策要点如下：

适用主体	同时符合以下条件的公司型创投企业： (1) 在中国（上海）自由贸易试验区、中国（上海）自由贸易试验区临港新片区浦东部分和张江科学城注册成立，实行查账征收的居民企业； (2) 符合《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）或者《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令第105号）要求，并按照规定完成备案且规范运作。	
适用情形	转让持有3年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过50%	转让持有5年以上股权的所得占年度股权转让所得总额的比例超过50%



叶永青

bill.ye@cn.kwm.com



余悦

jessie.yu@cn.kwm.com

税收优惠	按照年末个人股东持股比例 减半征收 当年企业所得税，企业所得税免征额按以下公式计算： 企业所得税免征额=年末个人股东持股比例×本年度企业所得税应纳税额÷2	按照年末个人股东持股比例 免征 当年企业所得税，企业所得税免征额按以下公式计算： 企业所得税免征额=年末个人股东持股比例×本年度企业所得税应纳税额
其他规定	个人股东从公司型创投企业取得的股息红利，按照规定缴纳个人所得税。	
实施时间	自2021年1月1日起实施。2021年1月1日前发生的股权投资，在执行期内转让股权取得的所得符合规定的，适用上述税收政策。	

53号文旨在减轻公司型创投企业取得股权投资收益后对个人投资者存在的双重征税问题（通常情况下，个人股东的综合税负达到40%），并通过设定适用条件，对于公司型创投企业的投资期限（3年或5年）做出正向激励。

举例而言，如公司型创投企业个人投资者的持股比例为50%，其全年取得应纳税所得额为1500万元，其中股权转让所得额为1000万元（包含转让5年以上股权的所得额为800万元）。因5年以上股权转让所得占年度股权转让所得的比例为80%（高于50%），并假设满足其他条件，则创投企业的企业所得税免征额=个人股东持股比例×本年度企业所得税应纳税额=50%×（1500×25%）=187.5万元。

结合上述政策要点，可以看出：

- (1) 对于股权转让所得本身的计算方式，53号文及之前北京中关村的规定中均无明细规定，我们理解通常可按照企业所得税的一般规定进行处理，是否包含管理费用和其他费用则有待进一步讨论；
- (2) 在判定3年或5年以上股权转让所得的比例时，其分母为股权转让所得总额，因此，若创投企业取得利息收入、服务费收入等其他类型的收入，将不会影响上述比例的计算；
- (3) 如适用上述税收优惠规则，则企业所得税免征额的基数为创投企业的整体应纳税额，包含股权转让所得及其他应税所得。

需要特别注意的是，53号文及之前北京中关村的规定中均未予明确的是，在创投企业取得了企业所得税免征额优惠后如何在股东间实现收益分配。假设创投企业的股东既有个人又有公司，收益分配问题将影响各方股东的经济利益：

- (1) 如将该项收益按照各股东的持股比例，在个人股东和法人股东之间进行分配，则将上述税收利益在个人和公司之间分享，从而导致个人股东的实际有效税率高于20%、法人股东的实际有效税率低于25%（比如在上述例子中，个人股东和法人股东的实际有效税率分别为30%与12.5%）；
- (2) 如将该项收益全部分配给个人股东，从税收结果上看似乎更为接近上述税收政策的初衷（比如在上述例子中，个人股东和法人股东的实际有效税率分别为20%与25%），然而却需要创投企业的管理人合理平衡个人股东和法人股东之间的利益，并需要各方股东按照公司法规定对分配方式予以明确；

- (3) 相反，假设创投企业基于整体商业利益的考虑，在享受53号文免征企业所得税的前提下，将该项收益全部向法人股东进行分配从而适用居民企业间股息分配免税的处理（比如在上述例子中，个人股东和法人股东的实际有效税率分别为40%与0%），对其是否适用53号文的税收优惠政策可能会产生一定的不确定性。

延伸来看，从税务角度，上述第2、第3种分配方式的核心问题在于是否按股东持股比例或实缴比例进行收益分配，以及相应的税务立场：是一概承认企业的商业约定，是强制要求按实缴出资比例分配，抑或折中处理而考察合理商业目的。具体而言，尽管公司法对于股东间的利润分配方式给予了一定的灵活空间，然而因不按比例分配而可能隐含的股东间利益输送等问题，在税收实践中往往存在较大争议。例如，针对缺乏有效公司治理文件约定的股东特殊分配安排，税务机关可能视为股东先按照实缴出资比例分配，再在股东间进行捐赠以达到实际的分配效果，从而产生额外税负；即使在有效公司治理文件予以支持的前提下，因缺乏工商备案等形式问题，或税务征管系统内部的比例设置问题，仍然可能带来税收征管上的挑战。

二、公司型与合伙型创投企业的税制比较

在公司型创投企业税收优惠出台前，创业投资机构通常选择设立合伙型创投企业，以适用“先分后税”的税务处理方式，减少传统的公司型投资主体双重征税的影响。

下表比较了在适用53号文后的公司型创投企业与合伙型创投企业（区分单一核算或整体核算）在取得被投资企业分配股息和转让被投资企业股权时的税负情况：

所得及企业类型		公司型（假设适用53号文）	合伙型	
			单一核算	整体核算
股息红利所得	创投企业税负	0%	无	
	个人股东税负	20%	20%	20%
	法人股东税负	0%	25%	
股权转让所得	创投企业税负	25%；或 根据个人股东持股比例，低于25%	无	
	个人股东税负	根据持股比例，综合税负20% - 40%	20%	5% - 35%
	法人股东税负	根据持股比例，综合税负≤25%	25%	

所得及企业类型	公司型（假设适用 53 号文）	合伙型	
		单一核算	整体核算
创投企业的其他税务处理	<p>费用扣除：实际发生的成本、费用、损失等可税前列支，包括向投资基金管理人支出的管理费和业绩报酬，无特别限制。</p> <p>亏损结转：纳税年度发生的亏损准予向以后年度结转，用以后年度的所得弥补，但结转年限最长不得超过五年，暂无特别限制。</p>	<p>费用扣除：除股权转让中的股权原值和合理税费外，不得扣除其他费用（如管理费和业绩报酬）。</p> <p>亏损结转：年度股权转让所得小于零的按零计算，不得跨年结转。</p>	原则上与公司型创投企业类似。

如上表所示，从税收角度对于公司型创投企业和合伙型创投企业的比较而言：

- (1) 合伙型创投企业优势在于“先分后税”，从而避免了企业层面和合伙人层面的双重征税，然而，基于当前的合伙税收规则，个人投资者取得股权投资所得（被认为是合伙的经营所得）所适用的最高税率为35%，使得个人投资者的税收负担过重，而法人投资者面临的挑战则是通过合伙取得的分红难以享受居民企业间分红免税的处理；
- (2) 为减轻合伙型创投企业个人投资者的税收负担，《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）引入了单一核算机制，在此情况下个人投资者就股权转让收益的适用税率为20%，然而，若选择单一核算，在合伙层面将不能扣除基金惯常发生的管理费、业绩报酬、其他服务费等经营费用，也不能将不同项目退出的投资收益和投资亏损跨年进行结算，最终难以预计个人投资者所能实现的税收效果并且为法人投资者带来额外的负担，这也是目前市场实践中基金选择单一核算仍有不少顾虑的主要原因；
- (3) 相比而言，53号文对公司型创投企业双重征税问题的缓解，则受限于个人投资者的持股比例以及创投企业层面如何将税收收益在个人投资者和法人投资者间进行分配。

公司型创投企业相比合伙型创投企业的税收优势为：

- 对于分红收益：公司型创投企业通常可以实现法人投资者分红免税的税务处理；
- 对于留存收益：对于未分配的留存收益，公司型创投企业没有股东确认所得及涉税问题，而合伙型创投企业需要按照合伙协议所约定的分配比例并入合伙人取得的收益中并进行申报纳税（即使合伙企业尚未向合伙人进行分配），尽管在税收实践中上述规则的执行存在不同尺度。

尽管如此，从实践角度，公司型创投企业相比合伙型创投企业在“优先视为收回投资成本”等实践灵活处理方式上存在一定的劣势。

三、选择公司型创投企业的考虑要点

为更好地把握、适用该项税收政策红利，创业投资机构选择设立公司型创投企业前，除了评估税负成本外，还需要重点考虑以下问题：

- (1) 明晰公司与合伙的差异。公司在风险隔离、责任分担的层面上更具优势，但合伙在治理机制、管理方式、分配机制、程序事宜等商业和法律安排上更为灵活，需要创业投资机构进行综合考虑；
- (2) 合理评估投资项目周期。53号文对公司型创投企业享受减免优惠提出了3年或5年以上持股时长以及股权转让所得比重的要求，这就需要创业投资机构在投前对主要拟投资项目的周期以及项目退出时点予以合理预估，从而评估适用53号文的可能性；
- (3) 平衡不同投资方的利益。公司型创投企业的利润分配机制将是适用53号文面临的最大挑战之一，对于平衡个人投资者与法人投资者之间的利益诉求，这就需要创业投资机构管理人制定合理的内部分配规则，进行合理的预估，做好解释沟通工作，平衡不同类型投资方的利益需求。

结语

从宏观政策的层面，53号文是对《中共中央国务院关于支持浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区的意见》的落地实施政策之一，上述政策结合上海浦东的地方财政返还政策以及后续将持续推出的其他税收优惠政策，有利于将上海浦东建设为更具竞争力的创业投资基地。

公司型创投企业税收优惠政策为创业投资机构的组织形式选择以及个人投资者投资创投企业提供了新的可能性。规则本身未予以明确的方面，也为适用该优惠政策带来了挑战。

投资契约型基金，需要缴纳个人所得税吗？——简评深圳开启的新试点

叶永青 宋丹丹 肖颖



叶永青

bill.ye@cn.kwm.com

2022年4月，深圳市率先开展了契约型私募基金投资企业商事登记的试点，私募基金管理人运用契约型私募基金投资企业的，允许以“担任私募基金管理人的公司或合伙企业名称（备注：代表‘契约型私募基金产品名称’）”的形式登记为被投资公司股东或合伙企业合伙人（以下简称“试点”）。

截至目前，虽然公开新闻中提及的《深圳市契约型私募基金投资企业商事登记试点实施方案》及配套操作指引尚未出台，但首批参与“实名登记”的基金已完成试点，深创投不动产基金管理（深圳）有限公司和基石资产管理股份有限公司旗下多只契约型私募股权基金所投资企业已完成股东名称商事信息变更。例如，深圳市安居智汇苑管理有限公司的股东于2022年4月1日由深创投不动产基金管理（深圳）有限公司变更为深创投不动产基金管理（深圳）有限公司（代表“深创投租赁型住房投资基金一期”）。

从相关公开新闻与实践来看，实名登记主要针对的是契约型私募股权基金。此次试点之所以能够引发市场的极大关注和热议，主要是因为其有望解决契约型私募股权基金长期以来面临的痛点问题，改变目前契约型在股权基金中占比较小的局面，为其未来发展奠定基础。简而言之，此次试点带来或可能带来的主要变化包括：

- 对于商事登记，此前契约型私募股权基金无法实名登记为被投资企业的股东或合伙人，而多将股东或合伙人登记为基金管理人或相关方，从而在形式上构成代持法律关系；在试点后，契约型私募股权基金将可以直接登记为被投资企业的股东或合伙人（虽然是以管理人代表契约型私募股权基金的形式进行登记）。

- 对于资产市场运作，如IPO、上市公司再融资、上市公司并购重组等，受限较大，契约型私募基金作为“三类股东”之一，将面临股权穿透核查等问题。目前，深圳证监局与深圳市政府相关部门所释放的信号表明，此次试点有助于解决契约型基金被投企业的股东“代持”问题，是深化资本市场改革的一次有益尝试。未来虽可能可以借此实现“三类股东”的常态化，从而在真正意义上实现资本和财富的对接，但后续证监会及相关部门是否跟进以及如何跟进，仍有待观望。
- 对于税务处理，目前我国关于契约型私募股权基金税务处理的规则基本处于缺位状态，实践中基金投资人的综合税负较低，而事实上又因代持等问题存在较大的税务风险。此次试点将使被投企业的股东或合伙人可以准确定位为相应契约型私募股权基金，可以合理预见的是，若未来此次试点从深圳逐步扩展至全国，愈加频繁的经济行为将需要税收确定性的回应，原本处于盲区的契约型基金及其投资人的税务处理问题终将浮出水面，在税务处理上回归形式和实质相统一，成为基金、投资人、管理人和税务机关等各方不得不面对的问题。

接下来本文将进一步探讨此次试点的税收效应，结合目前契约型私募股权基金的税务处理现状，对其未来可能的税务处理予以探索和展望。

一、契约型私募股权基金当前面临的税收困境

在此次试点前，契约型基金无法实名登记为被投企业的股东或合伙人，且考虑到在资本市场运作以及投资者保护等方面的局限性，投资人主要存在以下两个选择：

- 选择一：不再采用契约型基金形式，而是采用合伙型或公司型基金形式，相对而言合伙型股权投资基金更为常见；
- 选择二：继续采用契约型基金形式，但受限与现有的商事登记制度，将基金管理人或相关方登记为被投企业的股东或合伙人。

（一）选择一的主要税务问题

根据《中国证券投资基金业年报 2020》，截至 2019 年末，在私募股权投资基金中，合伙型基金的数量和规模占比均最高，分别为 73.88% 和 78.39%；其次为契约型基金，数量和规模占比分别为 24.30% 和 12.06%；最低为公司型基金，数量和规模占比分别为 1.77% 和 9.42%。

为什么公司型基金的占比最低呢？显然税负高是最重要的影响因素之一。如投资人个人通过公司型基金进行投资，当基金转让被投资公司股权后，股权转让所得先需要在公司层面按 25% 缴纳企业所得税，然后投资人就取得的股息分红将还需要按 20% 缴纳个人所得税，整体所得税负将高达 40%。

合伙型基金的税务处理则相对较为复杂。从所得税的角度，合伙企业在我国为税收透明体，在合伙型基金层面无需缴纳所得税，由合伙人按照“先分后税”的基本原则缴纳所得税。这样虽可有效避免公司型基金在公司和投资人层面重复征税的问题，但因我国合伙企业税制仍存在较多不完善之处，各地税务实践中税务机关对税法规则的理解和适用口径也并不一致，进一步增加了合伙型基金税务处理的复杂性和不确定性。不过至少在明面上，目前多数税务机关的执行口径是，合伙型基金转让被投资公司股权的，其个人合伙人应适用 5%~35% 的超额累进税率，在无法进行核定的情况下，实际上该税负也不低。

合伙企业涉及的问题主要有¹：（1）所得性质认定；（2）税率问题；（3）税基问题；（4）税收优惠问题；（5）纳税时点问题；（6）纳税地点问题；（7）扣缴及其他征管问题；（8）特殊形式和特殊交易的处理问题；（9）税收协定适用问题；（10）基金行业相关特殊税收问题等。很显然，这些争议问题目前并没有一个确定答案，但对投资人而言也留下了争取有利税务处理的空间。

（二）选择二的主要税务问题

对于选择二，虽然实际的股东或合伙人为契约型基金，但工商登记上却是基金管理人或相关方。即使契约型基金与基金管理人或相关方不一定签订了代持协议或相关协议，但从商事登记情况来看，仍有可能被认定为构成代持法律关系。

如被认定为代持，其涉及的税务问题也将会凸显，其中最主要的是实质与形式孰轻孰重的问题。在实质重于形式的情况下，实际股东/合伙人将为契约型基金，按照契约型基金直接持有股权/合伙份额来进行相关税务处理。但如果不按实质重于形式进行处理，则不仅存在纳税义务人和成本费用扣除等错位的问题，而且还可能造成重复征税的问题。

1. 不利的极端：重复征税

假设被投资企业为一家有限责任公司，名义股东为基金管理公司，实际股东为契约型基金，名义股东对外转让了公司的股权。如不按实质重于形式处理，在最不利的情况下，先由基金管理公司作为纳税义务人就股权转让所得按25%缴纳企业所得税，然后基金管理公司将税后所得支付给基金，最后基金再支付给其投资人，对此个人投资人将有可能需按赠与所得或者股息分红等再缴纳20%的个人所得税，个人投资人的综合所得税负将高达40%。

虽然上述最不利情况下税务处理的合法性和合理性值得进一步探讨，但是实践中确也存在类似案例。因此，对基金和投资人而言，有必要提前思考如何运用法律和税务手段去避免发生上述因代持而导致的极端情况，并通过适当方式降低相关税务风险。

2. 有利的极端：不纳税

另一个极端则是基金和投资人均不缴纳所得税，这种情况在契约型基金的税务实践中更为普遍。契约型基金依据基金合同而成立，既不具有法律上的独立主体资格，也不具有税法上的纳税主体资格，因而可能可以主张无需就取得的所得缴纳所得税。在实践中，由于对个人从契约型基金取得所得的定性存在争议以及在税收监管上存在困难等原因，个人投资人通常不会就其从契约型基金取得的所得进行申报纳税，基金管理人或相关方通常也不会为个人投资人代为申报纳税或者进行代扣代缴，因此目前个人投资人从契约型基金取得的相关所得实际上处于税收征管的真空地带。

这种不纳税的处理方式虽然未必完全合规，但不可否认的是，契约型基金具有吸引力的最主要原因之一正是其有机会达到不缴纳所得税的效果，税负将显著低于公司型基金和合伙型基金。然而，机会与风险往往并存，即使部分地区的税务机关认可不纳税的处理，我们仍提醒基金管理人和投资人注意潜在的税务风险并提前做好防范。

¹ 请参考作者文章《合伙企业税收的若干问题 - ‘对称’无法解决的理论和实践问题》，<https://mp.weixin.qq.com/s/rs8PtNXhnBSspOAeeCLJuQ>。

二、深圳试点的税收意义和未来税收效应展望

深圳的此次试点将有助于解决契约型基金投资企业的股东“代持”问题²，结合上文的分析，从税务的角度我们认为其最主要的意义为：

- 投资人将不再仅因无法实名登记而选择公司型或合伙型基金，尤其是考虑到公司型和合伙型基金整体税负较高，可更优先考虑契约型基金；
- 在契约型基金下，此次试点将可避免因无法实名登记而可能导致的重复征税问题，代持的税务风险将可基本消除。

由此可见，此次试点对于直接解决契约型基金既有税务问题无疑是积极正向的，但值得注意的是，此次试点仅仅是对被投企业的商事登记试点，当前契约型基金的税收制度尚未发生重大变化。

随着深圳此次试点“开闸”，后续契约型基金有望在全国遍地开花，成为私募投资机构更为常见的投资工具。市场上愈加频繁、常见的经济行为或交易行为通常需要在税务上得以确定回应（这也是税收确定性的基本要求），因此有必要事先考虑契约型基金及其投资人的税务处理问题。

就市场较为关注的个人投资人的所得税处理问题，我们提前进行了以下展望：

（一）投资人取得的所得是否应税？

整体而言，投资人从契约型基金取得的所得主要包括：（1）投资人转让或赎回基金份额；（2）基金向投资人进行分红；（3）基金清算后向投资人分配剩余财产。在基金层面，基金的所得主要源于其对外投资取得的收益，其中既包括股息、红利、利息等消极所得，也包括转让股权、股票、债券等基金资产后取得的所得。

不同于企业所得税，个人仅在取得《个人所得税法》列明类型的所得³时才需要相应缴纳个人所得税，个人取得所得但不属于《个人所得税法》列明的所得类型的，应不产生个人所得税的纳税义务。由于现行税收规则并未明确从契约型私募股权基金取得的所得是否属于《个人所得税法》列明类型的所得，且并无具体规定明确投资人需就该类所得缴纳所得税。因此，尤其是针对上述第2）类所得，在当前税收实践中个人投资人通常主张不应税，不进行相应申报纳税，税务机关通常也因缺乏明确的征税依据，同时因缺乏充分的税收监管手段而难以对其征税。

² 《深圳证监局积极推动契约型私募基金投资企业商事登记试点落地实施》，详见深圳证监局官方网站：<http://www.csrc.gov.cn/shenzhen/c101531/c2321604/content.shtml>。

³ 《个人所得税法》第二条规定了应当缴纳个人所得税的所得情形：

“下列各项个人所得，应当缴纳个人所得税：

- （一）工资、薪金所得；
- （二）劳务报酬所得；
- （三）稿酬所得；
- （四）特许权使用费所得；
- （五）经营所得；
- （六）利息、股息、红利所得；
- （七）财产租赁所得；
- （八）财产转让所得；
- （九）偶然所得。”

但上述不应税的结论是否经得起推敲呢？可能未必。首先，至少从税收公平和税收中性的角度，若对契约型基金个人投资人不征税，很可能会引导基金行业改用契约型基金替换合伙型基金、公司型基金等其他投资工具，从而扭曲市场选择。

其次，从已有的关于契约型证券投资基金税务处理的规定来看，基本体现了“穿透征税”的原则，虽然相关税务规定也并不完善，但在原理上契约型私募股权基金与其应存在共通之处，对于契约型的证券和股权基金的税务处理，在缺乏合理理由的情况下也不应差异巨大。此外，如果从契约型基金取得所得可以不纳税，相比于个人直接投资也具有明显优势，该税收漏洞将会严重影响市场的公平性，例如目前市场上出现的通过契约型基金或多层嵌套架构来进行限售股减持等不合理安排。当然，契约型证券投资私募基金的个人投资人能否享受证券投资基金相关税收优惠是另外一个独立的问题，还将涉及基金税收优惠政策在公募基金和私募基金之间的适用区别等问题。

最后，以上述第（1）类中投资人转让基金份额取得所得为例，根据《个人所得税法实施条例》的规定，“财产转让所得”是指个人转让有价证券、股权、合伙企业中的财产份额、不动产、机器设备、车船以及其他财产取得的所得。考虑到基金份额本身具有价值，与有价证券、股权、合伙份额等具有相似性，因此理论上也可以据此对转让基金份额取得的所得进行征税。

综上，个人投资人从契约型私募股权基金取得所得是否应征个人所得税，在现有税收理论和实践层面均存在争议。尽管如此，我们倾向于认为，若未来出台新的税收政策，很可能是应征收个人所得税的处理，且即使是在当前规定不明的情况下未缴纳个人所得税，也需关注潜在的税务风险。

（二）如应税，投资人应如何纳税？

既然是否应税尚无确定答案，如何纳税更是缺乏具体规定，尤其是投资人适用哪一档个人所得税税率的问题，目前初步来看主要存在以下三种选择：

• 不征或免征

结合契约型封闭式证券投资基金的相关税收规定，基于穿透征税原则，如个人直接投资证券市场存在不征或免征的规定，则个人通过基金进行投资一般也可以享受，例如国债利息收入、储蓄存款利息收入、买卖股票差价收入等。如未来契约型私募股权基金的税收立法遵从该原则，则对于投资人从基金中取得的对应部分的分红或收益将有望享受不征或者免征所得税的待遇。

• 适用20%的税率

在《个人所得税法》中，20%税率对应的所得类型包括利息、股息、红利所得，财产租赁所得，财产转让所得和偶然所得，较为广泛。结合已有的契约型证券投资基金穿透征税的原则，如类比个人直接投资进行税务处理，则较有可能适用20%的税率。

结合契约型私募股权基金的具体情况，基金层面主要可以取得股息、红利和财产转让所得两种类型的所得，而基金取得所得后并不一定会马上向投资人分配，且即使分配，基金也不一定会将全部所得进行分配，此时还会涉及到投资人的纳税时间问题，以及投资人取得的分红中具体对应的是基金取得的哪一部分所得的划分问题。如均为20%的税率，虽然所得的定性可能存在难度，但不影响最终的税负。

对于投资人在转让或赎回基金份额以及基金清算时可能取得的所得，结合《个人所得税法》及其实施条例等规定，也可考虑按“财产转让所得”等征收 20% 的个人所得税。这样与个人直接投资的税务处理基本相同，且与合伙型和公司型基金相比仍存在一定税收优势，避免了目前不征税所造成的严重税收扭曲效果。

- **适用 5%~35% 的税率**

在《个人所得税法》中，5%~35% 税率对应的所得类型是经营所得，包括个人独资企业投资人、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，以及个人从事生产、经营活动取得的所得等。如未来立法选择参考合伙型基金进行税务处理，将有可能出现按 5%~35% 的税率征税的情形。

但考虑到契约型基金与合伙型基金差异明显，且目前合伙型基金个人合伙人对非利息、股息、红利以外的所得按 5%~35% 的税率征税本身也存在较大争议。而投资人通常仅是进行投资并取得投资回报，并不会参与基金的经营管理，从对法规和原理解释与适用以及从税务实践来看，也并不一定需要按 5%~35% 征税。回归到投资人进行投资的本质，我们认为按 5%~35% 对契约型私募股权基金的投资人征税并非一个合理的选择。

除上述探讨的税率问题外，在未来的规则制定时还将面临基金成本费用（如管理费、业绩报酬）等扣除问题、多只基金之间的盈利与亏损对抵问题、亏损的跨年结转问题等，暂不在此做进一步探讨。

综上，如个人投资人从契约型私募股权基金取得所得应征个人所得税，如何纳税将会是一个政策选择问题，涉及税率适用、收入确认、成本费用扣除等多个问题。其中，对于税率的适用，主要存在不征或免征、适用 20% 的税率或 5%~35% 的税率三种选择。相对而言，我们倾向于认为，一般情形适用 20% 的税率，辅以部分特殊情形可享受不征或免征待遇将会是一个合理的选择，也能与现有的个人所得税和基金税制相匹配。

（三）如应税，基金管理人是否存在扣缴义务？

如上所述，对此问题目前也缺乏具体规定。即使对于契约型私募证券投资基金，现有规定也仅规定了税款由基金在分配时依法代扣代缴，并未明确要求基金管理人进行代扣代缴，在契约型基金的税收实践中基金管理人通常也并不会进行代扣代缴。

但这是否意味着基金管理人就完全没有扣缴义务呢？可能也未必。《个人所得税法》第九条规定，个人所得税以所得人为纳税人，以支付所得的单位或者个人为扣缴义务人；《国家税务总局关于个人所得税偷税案件查处中有关问题的补充通知》（国税函〔1996〕602号）规定，凡税务机关认定对所得的支付对象和支付数额有决定权的单位和个人，即为扣缴义务人。据此，如未来投资人被认为存在纳税义务，基金管理人也将有可能被要求作为扣缴义务人承担相应法律责任。

结合上文关于税率选择的分析，如后续立法确定的税率为 5%~35%，虽然一般而言因经营所得的计算需减除经营所发生的相关成本、费用以及损失，对扣缴义务人而言较难获知，规定基金管理人进行扣缴似乎并不合理。但是，由于相关所得的本质是投资所得，相应税款的计算可能并不存在实质障碍，因此，如同目前的税收实践，尽管税法规定可能只是要求基金管理人或者合伙型基金代投资人申报缴纳个人所得税（而非代扣代缴），但事实上基金管理人很可能会被施加税法上的扣缴义务。

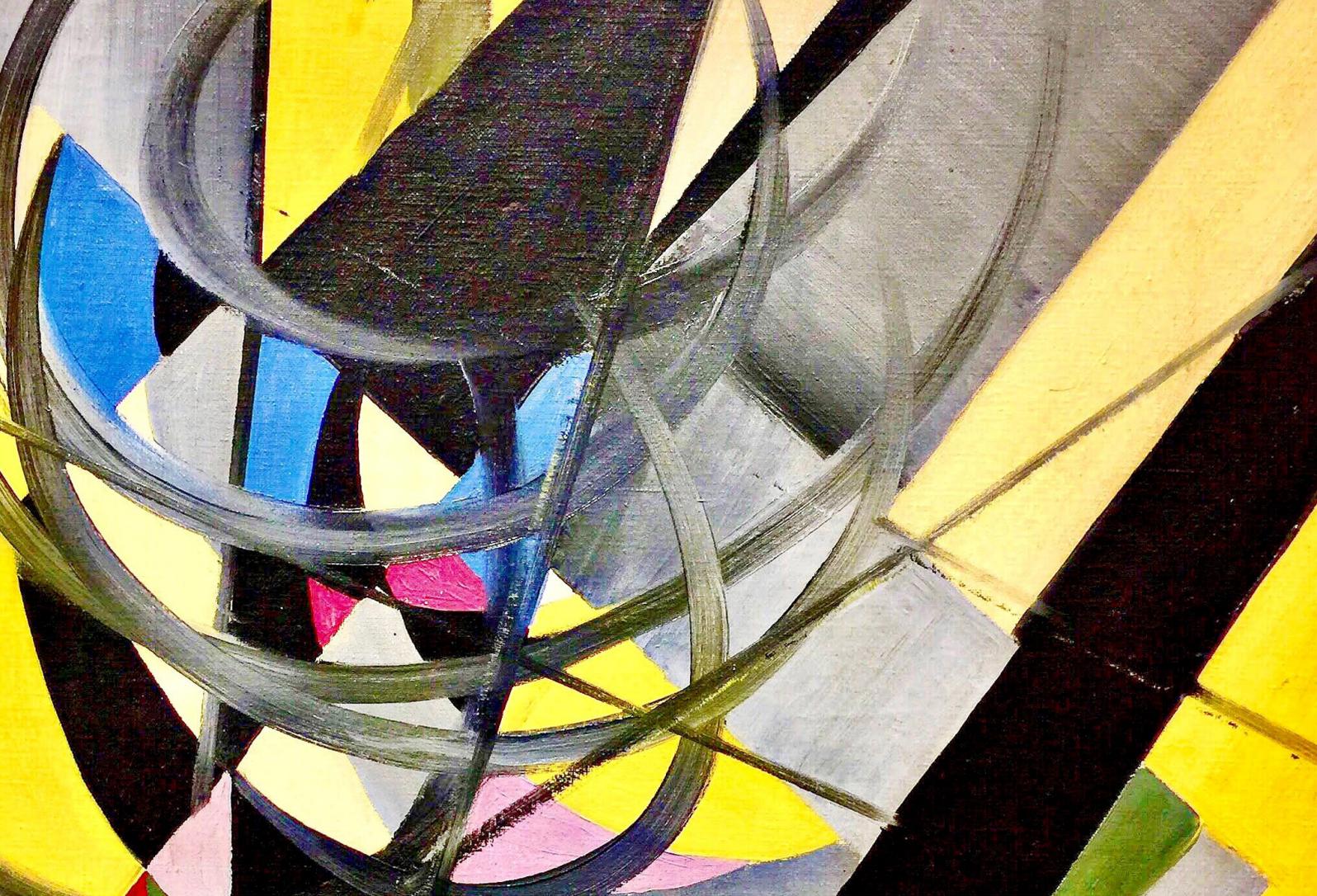
综上,如个人投资人从契约型私募股权基金取得所得应征个人所得税,管理人是否存在扣缴义务也有待进一步明确。结合现有的税法规则,我们倾向于认为,未来契约型基金个人投资人适用的税率可能为20%(适用5%~35%超额累进税率的概率相对较小),届时基金管理人将很有可能被要求作为扣缴义务人承担相应法律责任。

结语

毫无疑问,此次深圳契约型基金商事登记试点落地,对于深圳市乃至全国投资行业发展具有里程碑的意义,为全国私募投资领域的改革破冰提供“深圳智慧”。

税务上则需要辩证来看,一方面,此次试点解决了契约型基金投资企业的股东代持问题,代持的税务风险将可以基本消除,契约型基金的税务优势也将可以进一步凸显;但另一方面,此次试点也仅仅是对被投企业的商事登记试点,当前契约型基金的税收制度并未发生任何重大变化,仍有较多历史遗留问题和新问题待进一步探讨,而且随着此次试点的开展与推广,相关税务问题的明确和解决将更具有紧迫性。

从税务合规与风险防范的角度,在知晓契约型基金税务优势和税务风险的同时,我们建议基金投资人、管理人等相关各方持续关注税务规则未来可能发生的变化,并结合对契约型基金的投资部署和基金核算等问题予以通盘考虑。



金杜律师事务所

金杜律师事务所被广泛认为是全球最具创新力的律所之一，能够提供与众不同的商业化思维和客户体验。金杜拥有 3000 多名律师，分布于全球 30 个城市，借助统一的全球平台，协助客户了解当地的挑战，应对地域性复杂形势，提供具有竞争优势的商业解决方案。

作为总部位于亚洲的国际领先律师事务所，我们为客户发掘和开启机遇，协助客户在亚洲市场释放全部潜能。凭借卓越的专业知识和在核心市场的广泛网络，我们致力于让亚洲走向世界，让世界联通亚洲。

我们始终以伙伴的合作模式为客户提供服务，不止步于满足客户所需，更关注实现客户目标的方式。我们不断突破已取得的成就，在重塑法律市场的同时，打造超越客户预期的律师事务所。

金杜法律研究院是由金杜律师事务所和金杜公益基金会联合发起成立的非营利性研究机构。自设立以来，一直致力于打造具有国际影响力的中国特色新型智库，依托于金杜律师事务所过往二十多年来服务国家经济建设和法治建设过程中所积累的丰富执业经验和专业洞见，对企业“走出去”战略中面临的重要问题进行分析研究，以提供具有建设性和实操性的政策建议和咨询意见。



金杜研究院
KWM_CHINA