

漢坤律師事務所

HAN KUN LAW OFFICES

中國北京市東長安街1號東方廣場C1座9層100738

電話: (86 10) 8525 5500; 傳真: (86 10) 8525 5511 / 8525 5522

北京 Beijing · 上海 Shanghai · 深圳 Shenzhen · 香港 Hong Kong

www.hankunlaw.com

备忘录

致: 汉坤客户及友人

自: 汉坤律师事务所

日期: 2016年9月14日

关于: 中国私募基金监管与实务热点评论

目录

一、行业概况及监管政策发展	2
1. 中国 VC/PE 行业发展	2
2. 中国 VC/PE 行业监管的法律框架	3
二、实务热点评论	5
1. 私募基金管理人登记	5
1) 一般规定	5
2) 外国机构和外资机构的登记	6
2. 人民币基金的发起设立	7
1) 人民币基金组织形式	7
2) 合格投资者人数限制及穿透规则	8
3. 契约型基金	9
4. 境外 VC/PE 机构参与人民币基金	10
1) 外商投资创业投资企业 (“FIVCE”)	10
2) QFLP 试点	12
3) 协议控制模式	14
5. 资金募集	14
1) 资金募集对象	14
2) 资金募集行为规范	17
6. 人民币基金的税务问题	17
7. 人民币基金的境外投资	18
三、结语	19

一、行业概况及监管政策发展

1. 中国 VC/PE 行业发展

风险投资/创业投资（“VC”）及私募股权投资（“PE”）¹的概念于20世纪80年代末²被介绍入中国³。自20世纪90年代起至今，随着中国实体经济的高速发展以及创业、投资并购活动的空前活跃，中国VC/PE行业也一直展现出迅猛的发展势头，VC和PE机构的数量出现了井喷式增长。

20世纪90年代初，以IDG为代表的境外VC/PE机构相继进入中国市场，并于20世纪90年代末至2006年的十余年间主导了中国VC/PE行业的发展。在此期间，大多数境外VC/PE机构通过境外设立的外币基金向搭建了“红筹架构”的中国境内企业的境外控股公司进行投资⁴，并通过这些境外控股公司在美国或其他海外资本市场上市实现退出并获得回报。但随着境内机构与投资者对VC/PE行业的逐步了解、中国TMT（科技、媒体和通信）行业创投活动的兴起、中国多层次境内资本市场的逐渐发展⁵，《合伙企业法》等与VC/PE行业密切相关的法律法规逐步修改完善和出台⁶，本土VC/PE行业发展所需的各种要素逐渐成熟，加之各地政府陆续

¹ 一般认为，“风险投资/创业投资”及“私募股权投资”术语分别是由英文 Venture Capital 和 Private Equity 翻译而来。其中，针对 Venture Capital，在中国较为早期的法律文件中通常使用风险投资这一术语，但由于“风险”二字在中文语境下通常被理解为含有一定的负面含义，因此现在更为常见的是使用创业投资这一术语进行指称。针对“风险投资/创业投资”和“私募股权投资”两者的关系，行业中存在不同的意见。一种意见是认为“风险投资/创业投资”指称以早中期创业企业为主要投资对象的投资行为，而“私募股权投资”则主要用于指称以发展成熟期的非上市企业及上市企业非公开发行股份为主要投资对象的并购投资（“并购投资”）等其他以非公开交易股权资产为投资标的的投资行为；而另一种意见则认为“私募股权投资”涵盖了所有以非公开交易股权为主要投资对象的投资行为，按此理解可以认为“风险投资/创业投资”为“私募股权投资”的一个重要分支，而“私募股权投资”还包括并购投资等其他以股权资产为投资标的的投资行为。然而，目前中国针对“创业投资”和“股权投资”的监管规则并非完全一致，而私募行业自律组织中国证券投资基金业协会发布的关于私募基金备案的相关指引性文件中，根据投资标的将私募基金类型划分为“证券投资基金”、“股权投资基金”、“创业投资基金”和“其他投资基金”四大类，可见监管机构层面倾向于将“风险投资/创业投资”和“私募股权投资”认定为存在区别（而非从属）的两类投资行为。因此，本文中我们将从狭义层面理解“私募股权投资”，除非另作说明，我们将以“VC”和“PE”分别指称“风险投资/创业投资”及“私募股权投资”，并以“VC/PE”指代两者同属的以非公开交易股权为主要投资标的的投资行为。

² 风险投资/创业投资这一概念最初于20世纪80年代末出现在中国政府部门制定的规范性文件中。其中，1985年中共中央、国务院《关于科学技术体制改革的决定》提出“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持”，首次提出“创业投资”概念。于1987年1月颁布实施的《国务院关于进一步推进科技体制改革的若干规定》中，国务院明确提出了对创业的科技人员要“在信贷、风险投资、股份集资、税收等方面予以扶植和支持”。

³ 仅为本文之目的，本文提及之“中国”不包含香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区。

⁴ 红筹架构为设立于中国境内的企业为获取境外融资和实现境外上市目的而创设的一种特殊的交易架构，通常做法为由中国境内企业的股东于开曼群岛等离岸法域设立海外控股公司，并通过促使海外控股公司直接或间接收购股东所持有的中国境内企业的股权，继而实现中国境内企业的所有者权益转移至境外的目的。

⁵ 中国政府于2004年启动中小企业板、2009年启动创业板、2012年启动新三板，努力打造更具活力、多层次的资本市场后，境内资本市场的优势日益明显。

⁶ 修订后的《合伙企业法》首次引入了有限合伙企业这一已经被发达国家的VC/PE基金普遍采用的法律形式。

出台了一系列关于支持VC/PE行业发展的政策，所以自2006年起，中国本土的VC/PE机构获得了迅猛发展。由于中国对外商投资的产业政策、外商投资和外汇的监管，境外VC/PE机构发起设立的外币基金在与中国本土VC/PE机构发起设立的人民币基金争夺投资项目时处于明显不利地位，境外资本市场对中概股的热情也因部分海外上市中国公司财务造假丑闻遭集体做空以及海外资本市场本身对中国公司商业模式的熟悉和关注程度不够导致公司估值不理想等原因而大幅下降，因此越来越多的境外VC/PE机构将设立人民币基金和通过本土资本市场退出纳入其中国业务发展战略，积极探讨各种参与发起设立及/或管理人民币基金的可行方案。2010年以后，中国本土VC/PE机构和人民币基金发展更为迅猛，一些新闻媒体甚至称中国出现了“全民PE”的狂潮。

2. 中国 VC/PE 行业监管的法律框架

与中国VC/PE行业的蓬勃发展不相适应，长期以来中国VC/PE行业的法律监管一直处于严重滞后的状态。

“风险投资/创业投资”这一概念最初于1996年被写入了国内的法律文件⁷，而2003年和2005年对外贸易经济合作部（现商务部）和国家发展和改革委员会（“发改委”）也先后分别牵头制定了《外商投资创业投资企业管理规定》和《创业投资企业管理暂行办法》，明确了关于“外商投资创业投资企业”和“（内资）创业投资企业”的设立、运营相关基本规则。但由于该等规定中针对创投企业投资领域、设立条件、企业组织形式⁸等规定相对僵化，使创业投资企业这一投资载体形式难以满足VC行业的发展需要。2006年8月，全国人民代表大会常务委员会修订通过了新的《合伙企业法》，引入了国际私募基金通用的组织形式——“有限合伙企业”，这一举措对中国VC/PE行业具有里程碑式的意义。此后经过五、六年的发展，有限合伙这一组织形式逐渐为业内参与各方所理解和接受，在2011/2012年前后开始成为市场上的VC/PE基金的主流组织形式。

但针对“私募股权”（即PE），很长一段时间以来，国家未能就其法律地位和合规监管出台任何全国性法律法规，也未能明确由哪家主管机关对VC/PE行业

⁷ 1996年5月颁布并实施的《促进科技成果转化法》中规定“科技成果转化的国家财政经费，主要用于科技成果转化的引导资金、贷款贴息、补助资金和风险投资以及其他促进科技成果转化的资金用途”。此后，中共中央和国务院于1999年8月联合发布的《关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定》中，明确提到“要培育有利于高新技术产业发展的资本市场，逐步建立风险投资机制，发展风险投资公司和风险投资基金，建立风险投资撤出机制，加大对成长中的高新技术企业的支持力度。”由科技部等部门根据《关于加强技术创新、发展高科技、实现产业化的决定》指定的《关于建立风险投资机制若干意见的通知》（国办发[1999]105号）中就风险投资（又称创业投资）的含义定义如下：“风险投资（又称创业投资）是指向主要属于科技型的高成长性创业企业提供股权资本，并为其提供经营管理和咨询服务，以期在被投资企业发展成熟后，通过股权转让获取中长期资本增值收益的投资行为。”

⁸ 根据相关规定，内资创业投资企业仅可采取有限责任公司、股份有限公司或法律规定的其他企业组织形式设立，外商投资创业投资企业仅可采取公司制和非法人制组织的组织形式设立。相关规定未能将国际上基金实体惯常使用的有限合伙企业类型作为一种备选的组织形式，因该等规定出台之时中国尚未修改《合伙企业法》引入“有限合伙企业”这一企业组织形式。

进行统一监管。在这种背景下，包括北京、上海、天津、深圳等城市在内的各大城市先行先试，出台了关于促进私募股权投资行业发展的地方性政策⁹，针对基金规模、名称规范、投资者最低出资额、财政优惠政策等方面作出了一系列原则性规定。但鉴于这类规定的性质为地方性法规或地方政府规章，各地相关部门在办理股权投资企业的工商注册、税务、外汇等相关事宜时做法不甚统一，各地股权投资企业的设立和运营仍面临很大的地区性差异和不确定性。

2011年1月和2011年11月，发改委连续印发了《国家发展改革委办公厅关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》和《国家发展改革委办公厅关于促进股权投资企业规范发展的通知》，明确了私募股权投资企业设立、资本募集、投资领域、风险控制机制、信息披露制度、备案程序、适度监管和行业自律的管理体制等基本原则。发改委通过这两份通知主动取得了对于VC/PE行业的监管权限，但发改委的两个通知法律效力层级较低，且规定较为原则、简略，难以满足VC/PE行业发展需求，中国的私募基金行业仍然处于法律上的灰色地带，其合法地位仍难以得到充分认可。

2012年12月28日，全国人民代表大会常务委员会修订了《证券投资基金法》（“《基金法》”），首次将“非公开募集基金”纳入其调整范围，并授权中国证券监督管理委员会（“证监会”）制定相关业务规范。修订后的《基金法》于2013年6月1日起开始实施。虽然《基金法》中明确规定由证监会对“非公开募集基金”进行监管，但由于《基金法》第二条将该法的适用范围规定为“公开或者非公开募集资金设立证券投资基金进行证券投资活动”，故业内就《基金法》的规定对于以非公开交易股权为投资标的的VC/PE基金是否适用曾一度存在争议。

2013年6月，中央机构编制委员会办公室（“中央编办”）印发了《关于私募股权基金管理职责分工的通知》（中央编办发[2013]22号），明确证监会负责私募股权基金的监督管理，实行适度监管，保护投资者权益；发改委负责组织拟订促进私募股权基金发展的政策措施，会同有关部门研究制定政府对私募股权基金出资的标准和规范。此后，中央编办综合司又于2014年2月《关于创业投资基金管理职责问题意见的函》（编综函字[2014]61号），进一步明确由证监会负责拟订创业投资基金的监管政策、标准和规范并组织开展监督检查。至此，证监会正式从发改委手中接过了对VC/PE行业的监管大权。

作为对包括VC/PE基金在内的整个私募基金行业的主管机关，证监会授权中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）负责私募投资基金管理人登记和私募基金备案，并履行对整个私募基金行业的自律监管职能。2014年2月7日，根据证监会的授权，基金业协会率先发布《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》（“《私募登记备案办法》”）。其后，2014年8月21日，证监会正

9 关于部分地区相关地方政策的简述，可参阅汉坤法律评述《中国各地私募基金及管理公司设立法规的比较分析》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/23ed70f551640fc50b137daf76546261.pdf>。

式发布了《私募投资基金监督管理暂行办法》（“《私募暂行办法》”），明确了私募投资基金及其管理人的备案和登记制度，定义了“合格投资者”，澄清了私募基金管理人的非公开发行活动和披露的要求。《私募暂行办法》对于各类以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金及其管理机构均适用，而无论该等投资基金是以股票、股权、债券、期货、期权、基金份额还是投资合同约定的其他投资标的为主要投资对象。《私募暂行办法》颁布以后，根据《私募暂行办法》和证监会的授权，基金业协会又先后制定了《基金业务外包服务指引（试行）》、《私募投资基金管理人内部控制指引》、《私募投资基金信息披露管理办法》、《私募投资基金募集行为管理办法》（“《募集管理办法》”）及《私募投资基金合同指引》等一系列行业自律规则。中国针对整个私募基金行业的系统性的监管规则体系初见雏形。

二、 实务热点评论

1. 私募基金管理人登记

1) 一般规定

根据《私募登记备案办法》和《私募暂行办法》的规定，各类私募基金管理人应当根据基金业协会的规定向基金业协会申请登记，并应在私募基金募集完毕后的 20 个工作日内进行私募基金备案。私募基金管理人需通过基金业协会专门的登记备案系统进行私募基金管理人登记和基金备案¹⁰。虽然基金业协会强调其对私募投资基金管理人提供的登记备案信息不进行实质性事先审查，但是自 2016 年 2 月 5 日基金业协会发布《关于进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告》（“《公告》”）、在私募基金管理人登记环节增加由专业律师出具法律意见书的要求以来，在私募基金管理人按照要求提交申请材料和书面承诺函等文件后，基金业协会仍可能采取约谈高级管理人员、现场检查、向证监会及其派出机构、相关专业协会征询意见等方式对私募基金管理人提供的登记申请材料进行核查，并提出实质性的整改意见，从而在客观上提高了私募基金管理人完成登记的难度。成功登记的私募基金管理人的信息将通过基金业协会的私募基金管理人综合查询系统对外进行公示，且私募基金管理人一旦登记成功，即可以其名义进行私募基金的募集设立并以其名义为其管理的私募基金申请备案。

自《私募登记备案办法》和《私募暂行办法》实施以来，根据基金业协会的统计，私募基金管理人的登记及私募基金的备案一直以较快速度增长。截至 2016 年 1 月底，已有 25,841 家私募基金管理人完成登记，25,461 只私募

10 基金业协会原登记备案入口为 <https://pf.amac.org.cn>，2016 年 9 月 8 日，基金业协会发布《关于资产管理业务综合报送平台上线运行相关安排的说明》，新的“资产管理业务综合报送平台”（登录入口 <https://ambars.amac.org.cn>）正式上线运行。

基金完成备案，认缴规模 5.34 万亿元，实缴规模 4.29 万亿元，私募基金行业的从业人员总计 38.99 万人¹¹。但随着登记私募基金管理人和备案私募基金数量的急剧增加，也产生了一些名不符实、鱼龙混杂的机构滥用基金业协会的登记备案信息、非法自我增信，引发了一些倍受社会各界关注的问题和风险事件，包括但不限于一些假借私募基金之名从事 P2P、民间借贷、担保等类金融业务，以及从事非法集资等违法犯罪活动等。

鉴于私募基金管理人登记及私募基金备案中遇到的种种问题，基金业协会在 2016 年 2 月的第一周内连续出台了三份自律规则文件来进一步规范基金管理人的登记、披露和内部控制要求。其中，上文所述之《公告》¹²从取消私募基金管理人登记证明、加强信息报送、提交法律意见书、要求高管人员取得资质等四个方面加强规范私募基金管理人登记相关事项。自《公告》实施之日起，私募基金管理人的登记和私募投资基金的备案流程和速度明显减缓¹³，同时基金业协会还分别于 2016 年 5 月 1 日和 2016 年 8 月 1 日累计注销了 1 万多家既未按照要求提交法律意见书，也未在基金业协会备案私募基金产品的机构的私募基金管理人登记。

根据基金业协会的统计，截至 2016 年 8 月 1 日，在基金业协会登记并公示为私募基金管理人的机构超过 1.6 万家，其中《公告》发布后新登记机构超过 800 家。在所有登记机构中，已备案私募基金产品的机构超过 1.2 万家，备案私募基金产品超过 4 万只，认缴规模约 7.8 万亿元，实缴规模约 6.5 万亿元¹⁴。基金业协会在私募基金管理人的登记实践中，根据私募基金管理人拟募集设立并管理的基金的主要类型不同，进一步将私募基金管理人划分为了私募证券投资基金管理人、私募股权、创业投资基金管理人和其他私募投资基金管理人等几大类，而私募基金则划分为私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金、其他私募投资基金以及分别与之对应的四类母基金，共计八大类（其中主要投资新三板拟挂牌和已挂牌企业的“新三板基金”按创业投资基金备案，而如涉及上市公司定向增发的，则按私募股权投资基金中的“上市公司定增基金”备案；“并购基金”、“房地产基金”、“基础设施基金”均属于私募股权投资基金；而此前归在其他投资基金项下的“债权基金”类型则被删除）。

2) 外国机构和外资机构的登记

11 参见基金业协会网站发布的《私募登记备案月报第 13 期》，网址：<http://www.amac.org.cn/tjsj/xysj/smdjbaqk/390308.shtml>。

12 关于《公告》更多内容，可参阅汉坤法律评述《进一步规范私募基金管理人登记若干事项的公告详解》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/2e5bd83cf7738d98b96db32ac83e0de2.pdf>。

13 2016 年 3 月，只有 1 家私募基金管理人完成登记，4 月有 41 家，5 月有 149 家。

14 参见基金业协会网站刊载的《关于私募基金管理人注销相关事宜的公告》，网址：<http://www.amac.org.cn/xhdt/zxdt/390925.shtml>。

根据《私募暂行办法》规定，凡“在中华人民共和国境内，以非公开方式向投资者募集资金设立投资基金”的，均适用《私募暂行办法》的规定。按照此规定，所有设立在中国境内的私募基金管理人和私募基金都应按照《私募暂行办法》和《私募登记备案办法》进行登记毫无疑问，且《私募暂行办法》实际上并没有把虽然设立在境外但在中国境内向中国投资者进行基金募集的境外机构明确排除在私募基金登记备案的要求之外。但基于中国相关法律监管的传统思路，对中国境外设立的私募基金在境内的募资活动以及在中国境外针对中国人士或公司的募资活动尚无域外法权。根据基金业协会发布的《私募基金登记备案相关问题问答（一）》，目前对于境外注册设立的私募基金管理机构暂不纳入登记范围，相应地，其（在中国境内或境外）募集设立的私募基金也无法进行私募基金备案。

对于设立在中国境内的含有外资成分的外资私募基金管理机构来说，根据《私募暂行办法》的规定，其应向基金业协会履行私募基金管理人登记手续。对于外资基金管理机构而言，顺利完成私募基金管理人登记的一个重要前提系其设立已通过国内商务、工商、外汇等监管部门的审批。与此相关，外资 VC/PE 机构的设立通常以当地关于外商投资股权投资企业的特殊规定（如 QFLP 试点办法，具体如以下第 4 节介绍）或经过当地金融监管部门等审批为前提。与外资 VC/PE 基金管理人相比，外资私募证券投资基金管理人，因其管理的基金与公募基金一样主要从事证券二级市场交易，而《外商投资产业指导目录》中一直将“证券投资基金管理公司”规定为限制外商投资的领域（外资比例不超过 49%），实践中对于此等私募证券投资基金机构的设立可行性存疑¹⁵。而即使成功设立，在很长一段时间内，基金业协会也一直未正式受理该等外资控股的私募基金管理人登记申请。直到 2016 年 6 月 30 日基金业协会发布了《私募基金登记备案相关问题解答（十）》（“《问答十》”），其中首次明确允许符合一定条件的外商独资和合资私募证券投资基金管理机构按规定开展私募证券基金管理业务，同时明确了该等机构向基金业协会申请私募证券基金管理人登记的填报信息¹⁶，但《问答十》的后续操作尚有待实践检验。到目前为止，尚未有外资控股机构成功登记为私募证券投资基金管理人的案例出现。

2. 人民币基金的发起设立

1) 人民币基金组织形式

根据《私募暂行办法》的规定，私募基金采取公司型、合伙型和契约型等组织形式。在中国境内募集设立的人民币基金通常采取《合伙企业法》中

15 亦有观点主张《外商投资产业指导目录》仅适用于需经证监会批准设立的公募基金管理公司，而对私募基金管理企业并不当然适用。截至目前，并无国家法律法规或相关政府部分发文就此予以明确。

16 更多相关信息，请参阅汉坤法律评述《外资获准在华全资或控股运营私募证券投资基金管理人》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/b621a5c04399896c626c52a44ec2b477.pdf>。

规定的有限合伙企业或《公司法》中规定的有限责任公司两种组织形式。虽然对于许多中国投资者（尤其是国有企业）而言，其过去（并且在某种程度上依然）对于有限责任公司的形式更为熟悉和青睐，但对于 VC/PE 基金，有限合伙企业在过去几年内已经发展为最主流组织形式。除了有限合伙企业和有限责任公司这两种组织形式之外，私募基金还可以选择不设立基金实体而采取契约型这一形式，下文第 3 部分将对契约型基金做进一步介绍。

2) 合格投资者人数限制及穿透规则

根据《基金法》、《私募暂行办法》及《募集管理办法》等私募基金行业现行监管规定的规定，私募基金管理人向投资者募集资金，必须合理审慎地审查投资者是否符合私募基金合格投资者标准，并确保单只私募基金的投资者人数累计不超过法律法规规定的上限。

根据该等规定，私募基金管理人仅可面向合格投资者进行募集，而除非投资者属于根据《私募暂行办法》规定可被视为合格投资者的情形¹⁷，其他投资者应满足以下条件方才构成合格投资者：

- (1) 投资于单只私募基金的金额不低于100万元人民币；以及
- (2) 净资产不低于1,000万元人民币的单位，或金融资产不低于300万元人民币或者最近三年个人年均收入不低于50万元人民币的个人。

相关规定进一步限制了每一只基金可以接受的合格投资者的上限，即，每一只私募投资基金仅可通过非公开募集的方式向不超过 200 名合格投资者募集（但一般而言仅在采取契约型基金的情况下可以达到此上限，采取有限合伙企业或有限责任公司形式的基金，鉴于有限合伙企业和有限责任公司的合伙人/股东最多不得超过 50 人，故其可以接受的投资者实际不得超过此限制）。

同时，《私募暂行办法》中还进一步明确了以合伙企业、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，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，但属于以下三类投资者的可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，包括（i）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，（ii）依法设立并在基金业协会备案的投资计划，以及（iii）证监会规定的其他投资者。鉴于《私募暂行办法》中规定了“依法设立并在基金业协会备案的投资计划”可以免于穿透核查，实践中出现了使用联接基金等安排来突破每一支私募基金可以接受的合格投资者人数上限的做法。不过需要注意的是，针对“依法设立并在基金业协会备案的投资计划”，虽然为每一只

17 根据《私募暂行办法》第十三条，下列投资者视为合格投资者：（一）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；（二）依法设立并在基金业协会备案的投资计划；（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；（四）中国证监会规定的其他投资者。

私募基金本身计算其投资者人数之目的其将被视为一个合格投资者，但在企业公开发行并上市、非公开发行或重大资产重组等审查过程中，针对相关企业的股东中存在“依法设立并在基金业协会备案的投资计划”的，按照目前证监会的审核口径，证监会仍可能进行穿透核查。

3. 契约型基金¹⁸

采取契约型组织形式的私募基金于最近几年方才在中国市场兴起，但契约型基金并非新生事物，公募基金、基金管理公司/基金子公司或证券公司的资产管理计划等均系采取契约型基金的组织形式设立。不过，过往可以发起设立契约型基金的主体通常限于特定类别的金融机构，而该等契约型基金的 legal 地位和相关法律关系通常受到《合同法》以及单行法规的规制。过往由于法律、政策等多方面原因，私募基金管理机构一直难以以自身名义发起设立采取契约型组织形式的私募基金产品，契约型私募基金的合法地位一直未能得到认可，直至《私募暂行办法》的实施，正式明确了私募基金可以采取契约型这一组织形式。

对于“契约型私募基金”的具体内涵，相关法律法规和基金业协会制定发布的自律规则中并无进一步明确定义。根据基金业协会的释义，“契约型私募基金”系指未成立法律实体，而是通过契约（即基金合同）形式设立的私募基金”。契约型私募基金中，基金管理人依据契约的约定管理、运用投资者缴纳的基金财产，基金投资者依据契约的约定收取基金收益，基金托管人依据契约的约定对基金资产进行托管。契约型私募基金本身不具备法律实体地位，这是其区别于另外两类私募基金的一个最核心特征，因此契约型基金无法采用自我管理，需由基金管理人代其行使相关民事权利。契约型私募基金中基金管理人、基金投资者之间的法律关系类似于信托计划下受托人、委托人和受益人之间的法律关系¹⁹，但契约型私募基金不属于《信托法》调整的信托计划范围。契约型私募基金各个当事人之间的权利、义务等，主要依赖于《合同法》、《基金法》、《私募监管办法》等法律法规和基金合同的约定来进行调整。

相对于合伙型基金和公司型基金，契约型私募基金的主要优势体现在以下几个方面：首先，契约型私募基金无需设立法律实体，因此无需面临繁琐的工商、税务等注册登记、变更、注销等流程与手续；其次，单个契约型私募基金的基金投资者人数上限可以达到 200 人，但就合伙型基金（主要为有限合伙企业形式）及公司型基金（主要为有限责任公司形式），每只基金的基金投资者人数不得超

18 更多关于契约型基金的内容，可参阅汉坤法律评述《契约型私募基金实务运用之法律分析》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/57905dfd9ba30dd26ccfdb78849e5a1e.pdf>；《关于资产管理计划、契约型私募基金投资新三板挂牌公司或上市公司股权之相关法律问题简析》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/3c66dcf7508ade3beb850234689e423e.pdf>。

19 如基金业协会在《<私募投资基金合同指引>起草说明》针对契约型基金有如下说明，“契约型基金本身不具备法律实体地位，其与基金管理人的关系为信托关系，因此契约型基金无法采用自我管理，且需由基金管理人代其行使相关民事权利。根据基金合同的规定，基金管理人可以承担有限责任也可以承担无限责任。基金管理人须先登记为私募基金管理人，再由已登记的私募基金管理人履行契约型基金备案手续”。

过 50 人；再次，根据目前我们了解到的实务操作，税务部门不对契约型私募基金本身征税，并且不要求基金管理人代扣代缴投资者的个人所得税，契约型私募基金的投资者应自行就其收益所得进行申报并缴纳所得税（但如后文所述，契约型私募基金投资者的个人所得税如何缴纳问题仍存在一定的不确定性）；最后，契约型私募基金的退出机制完全根据基金合同的约定执行，基金管理人和基金投资者可以就退出方式等进行自由约定。

但同时，契约型私募基金也面临着一系列的问题，具体包括以下几方面：首先，由于契约型私募基金无法以自己的名义独立进行对外投资活动及工商登记，业界有意见认为契约型基金管理人所管理的财产与其自身固有资产可能易于混淆、缺乏独立性；其次，灵活的退出机制使得契约型私募基金的基金份额具有较高的流动性，导致基金所投资企业的实际权益架构存在较大的不稳定因素，继而导致被投资企业可能无法满足证券监管部门对于股权清晰、稳定性的要求，进而可能对被投资企业的上市和并购重组构成障碍；再次，目前契约型私募基金在税收征管方面没有明确可参照的法律法规文件，处于税收征管的盲区。虽然目前实践中税务部门不对契约型私募基金征税，并且不要求基金管理人代扣代缴投资者的个人所得税，但不排除未来税务部门就契约型私募基金的税收政策作出明确规定，届时契约型私募基金是否仍具备税收优势尚不得而知。

2016 年 4 月,业内有消息称证监会窗口指导要求拟上市公司股东中有契约型私募基金、资产管理计划和信托计划的，必须在进行上市申报前予以清理。虽然该等消息的真实性未得到证监会的任何公开回复，但可以确定的是，截至目前为止，在证监会企业上市审核实践中尚未有正式认可契约型私募基金、资产管理计划、信托计划作为拟上市公司股东（或存在于拟上市公司股东架构中）的先例。究其原因，一般理解主要是因为法律法规和证监会要求拟上市公司股权清晰、稳定，而契约型基金等通常被认为背后易于做复杂的结构安排、稳定性弱。为了突破契约型基金作为拟上市公司股东身份的障碍，实践中存在一些契约型基金通过嵌套合伙企业的方式对拟上市公司进行投资的尝试，但这类架构仍面临可能被证监会穿透核查的风险。

4. 境外 VC/PE 机构参与人民币基金

如上所述，由于外币基金在与人民币基金争夺投资项目时处于明显不利地位，众多境外 VC/PE 机构纷纷将设立人民币基金纳入其中国业务发展战略，积极探讨各种参与发起设立及/或管理人民币基金的可行方案。境外 VC/PE 机构参与发起设立或管理人民币基金主要存在以下几种形式：

1) 外商投资创业投资企业（“FIVCE”）²⁰

20 关于 FIVCE 的更多内容，请参阅汉坤法律评述《外商投资创业投资企业’将淡出历史舞台？ - 外商投资创业企业’透明纳税实体’税务地位正式废止》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsight>

有限合伙企业这一企业组织形式被引入中国之前，境外 VC/PE 机构在中国发起设立人民币基金的一个主要方式系依据 2003 年 1 月 30 日颁布的《外商投资创业投资企业管理规定》（“《FIVCE 规定》”²¹）设立外商投资创业投资企业（“FIVCE”）。根据《FIVCE 规定》，FIVCE 可以采取非法人人的中外合作经营企业（“非法人制 FIVCE”）或有限责任公司（“公司制 FIVCE”）的组织形式设立。其中，一个或多个境外 VC/PE 机构在中国境内设立 FIVCE 时通常采用公司制 FIVCE 的组织形式，而境外 VC/PE 机构与中国境内 VC/PE 机构合作设立的 FIVCE 的情况下则通常采用非法人制 FIVCE 的组织形式。

根据《FIVCE 规定》，每一个 FIVCE（无论其采用的组织形式）需有一个必备投资者，其角色和职能类似于采取有限合伙企业组织形式的基金中的普通合伙人。必备投资者需要满足一定的条件，包括但不限于：（i）主营业务为创业投资，（ii）在过去的 3 年内累计管理的资本不少于 1 亿美元（或在中国投资者作为必备投资者的情况下，不少于 1 亿元人民币），以及（iii）对 FIVCE 的认缴出资不少于 FIVCE 总规模的 1%（非法人制 FIVCE）或 30%（公司制 FIVCE）。

在中国关于外商投资合伙企业的相关规定出台之前，非法人制 FIVCE 作为外资基金投资载体曾一度广为流行，主要原因系因为其是最接近有限合伙企业的一种实体组织形式。《FIVCE 规定》允许非法人制 FIVCE 的投资者约定由必备投资者对 FIVCE 承担连带责任，同时其他投资者以其认缴出资为限对 FIVCE 承担有限责任（与之相对，公司制 FIVCE 的投资者均受到有限责任的保护），同时非法人制 FIVCE 还可以选择成为类似合伙企业的透明纳税实体，在这种情况下，FIVCE 的收入将不会在基金层面纳税，而是直接分配给投资者并在投资者层面纳税。不过，由于很多地方税务机关不太理解前述透明纳税实体的操作，因此导致众多非法人制 FIVCE 在设立后实际上无法享受到透明纳税实体的待遇。

不过，随着 2009 年《外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法》的颁布，境外 VC/PE 得以使用有限合伙企业这一组织形式来设立基金，且将非法人制 FIVCE 视为透明纳税实体的规定于 2011 年被正式废止，因此对于境外 VC/PE 机构来说，FIVCE 已不再是一个理想的人民币基金组织形式。一些境外 VC/PE 机构已着手解散没有进行实质性投资或者其投资并没有显著升值的 FIVCE。在解散或重组过程中，FIVCE 已投资项目可能转让给由同一批投资者设立的有限合伙型基金，但由于这种情况很难被认定为免税重组的情形，故可能导致一些税务上的不利，例如不得不承担所得税税负。据我们

s/621f96184cfa886935c765f471e3a88c.pdf（英文版），<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/2ae32de1676104cb84c11bf378faa356.pdf>（中文版）。

21 《外商投资创业投资企业管理规定》已于 2015 年被最新修订。

所知，不少境外 VC/PE 机构探索过如何在不转移投资利益的前提下将 FIVCE 重组为有限合伙企业。不过，由于目前还没有法律法规授权 FIVCE 改制成为有限合伙企业，具体方案只能根据个案实际情况分析，且据我们所知，市场上尚罕有此类重组成功的案例。

2) QFLP 试点²²

如前所述，2006 年修订的《合伙企业法》首次引入了有限合伙企业这一组织形式，而国务院于 2009 年 11 月颁布并于 2010 年 3 月 1 日起实施的《外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法》也为外国投资者在中国境内参与设立合伙企业提供了制度依据。然而，由于中国对外商投资和外汇的严格管控，在上海 2011 年初开启合格境外有限合伙人（“QFLP”）²³ 试点项目之前，外国 VC/PE 机构难以真正利用有限合伙企业这一组织形式来参与人民币基金的设立。

QFLP 试点项目为外国 VC/PE 机构打开了以有限合伙企业形式在中国境内参与设立人民币基金的大门，也展现出比传统的 FIVCE 和境外基金更显而易见的优势；除了上海，北京、天津、深圳、青岛、重庆均已经出台相关的 QFLP 试点政策。与需要缴纳 25% 的企业所得税的 FIVCE 相比，QFLP 基金作为一个有限合伙企业，在基金层面可作为纳税中间实体，享受税收穿透待遇²⁴。而与境外基金相比，由于国家外汇管理局对 QFLP 基金的审批是前置的（即在基金设立的时候就已获得批准），因此 QFLP 基金设立后可直接在托管银行办理结汇，从而可以在相对较短时间内将境外投资人的外汇出资兑换成人民币来进行投资²⁵。另外，对于未曾管理过境内基金的 VC/PE 机构而言，

22 更多关于各城市 QFLP 或 R-QFLP 项目的讨论，可参阅下列汉坤法律述评《深圳<QFLP 试点办法>评述》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/2f35dd4551b2bccfb0bc8ce8f372dddc.pdf>；《人民币合格境外有限合伙人（RQFLP）试点推行在即》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/a853cc028c36ccb1c346031b123260d.pdf>；《上海、天津、北京三地 QFLP 制度比较》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/c01e5068177a72c0e4159faedb44e1c3.pdf>；《天津 QFLP 暂行办法及其实施细则解读》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/30061ab3916d999d0b77a781975b5d88.pdf>；《<北京 QFLP 办法>解读》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/7ed1b1ec937559e67827278d14602b6e.pdf>；《近期上海外商投资股权投资（QFLP）试点工作政策解读会纪要》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/2ac6cbbabefd9fda11ede072f90a666e.pdf>。

23 北京、天津、重庆和深圳都紧跟着以上海为蓝本推出各自的 QFLP 试点项目。到目前为止，在 QFLP 试点城市中，上海的项目应该算是最成功的。R-QFLP 基金是 QFLP 基金的变体之一，即使用离岸人民币而不是外汇设立的基金。但可能是由于 R-QFLP 基金还受限于中国人民银行对基金离岸人民币使用的管制，相对而言 R-QFLP 试点并不那么成功，迄今为止，只有少数几只 R-QFLP 基金在上海设立。

24 相关税务机关在讨论要求 QFLP 按照居民企业标准缴纳企业所得税，而不是在向境外投资人进行分配时缴纳预提所得税。

25 《国家外汇管理局关于改革外商投资企业外汇资本金结汇管理方式的通知》（汇发[2015]19 号，“19 号文”）颁布后，在实践中，不乏银行以经营范围不包含“股权投资”为理由拒绝一般性外商投资企业以资本金结汇资金进行境内再投资，其依据往往是 19 号文负面清单中有关“不得直接或间接用于企业经营范围之外或国家法律法规禁止的支出”的规定，从而认定资本金结汇资金可以用于境内股权投资仍以该股权投资

QFLP 基金还能带来一定的声誉、政府关系等无形优势。迄今为止，已有超过三十多家境外机构为它们在上海的 VC/PE 基金获得了 QFLP 试点资格，包括黑石、凯雷、3i、弘毅投资、赛富等知名投资机构。

过去五、六年中设立的 QFLP 基金通常采取三种基本架构安排（每一种架构都存在不同的变体）：（1）准内资模式，即由外国 VC/PE 机构设立一个外商独资企业作为境内有限合伙企业的普通合伙人/管理公司，只向境内投资者募集人民币资金（如黑石 QFLP 基金）²⁶；（2）合资模式，即由境内外 VC/PE 机构共同合资设立一个管理公司，并同时向境内外投资者募集资金（如凯雷/复星 QFLP 基金）；（3）纯外资的模式，即由外国 VC/PE 机构设立并运营普通合伙人/管理公司，并仅向境外投资者募集外币资金（如富达亚洲 QFLP 基金）。

QFLP 基金尽管有其优势，但仍存在一些制度安排层面的问题，面临一些有别于纯内资人民币基金的特殊限制。其中一个重要的问题即为 QFLP 基金在对外投资时是否适用外商投资产业准入政策的问题。在上述三种 QFLP 基金通常采取的架构模式中，采取第（2）、（3）种架构安排的 QFLP 基金在中国现行法律框架下被视为境外投资者²⁷，故其在进行投资时必须走和离岸基金一样的外商投资审批程序（但如前所述，换汇的许可和程序可能有所不同）；而针对采用第（1）种架构安排的 QFLP 基金，就其是否应被视为境外投资者进而在对外投资时适用外商投资产业准入政策限制曾一度存在争议。

例如，根据上海《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》相关规定，“获准试点的外商投资股权投资管理企业可使用外汇资金对其发起设立的股权投资企业出资，金额不超过所募集资金总额度的 5%，该部分出资不影响所投资股权投资企业的原有属性”。根据该等规定，针对采取上述第（1）种架构安排且普通合伙人/管理人对 QFLP 基金的出资不超过其规模 5%的情况下，QFLP 基金在对外投资时将被视为不受任何外商投资限制的纯境内人民币基金。但是，2012 年 4 月，国家发改委在其向上海市发

资行为明确包含在企业的经营范围内为前提。因此，虽然 19 号文对非以投资为主要业务的一般性外商投资公司通过资本金结汇资金进行境内股权投资已经进行了规定，但实践中上述公司以资本金结汇用于境内股权投资仍然存在诸多障碍。2016 年 6 月 9 日，国家外汇管理局发布了《国家外汇管理局关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》（汇发[2016]16 号，“16 号文”）。16 号文在 19 号文的基础上，进一步扩大了意愿结汇适用的机构主体、资金来源和范围，同时进一步明确结汇资金使用的管理。16 号文和 19 号文旨在使国内其他地区和 QFLP 试点区域站在公平的竞技场上。然而，由于 QFLP 基金在 QFLP 试点地区实施已有相当一段时间，当地政府机构对类似类型的实体监管等也更加专业熟悉，故这些区域仍然走在了国内其他地区的前面，通常仍是境外 VC/PE 机构筹划设立外商投资股权投资企业的首选地。

26 即使这种结构中未包含境外有限合伙人，管理公司和基金仍然需要申请 QFLP 项目试点资格。

27 《商务部关于外商投资管理有关问题的通知》（商资函[2011]72 号）规定，以投资为主要业务的外商投资合伙企业被视同境外投资者。尽管如此，据我们了解，QFLP 基金在上海之外的其他省市投资时是作为境外投资者投资还是作为外商投资企业再投资、被投资的内资企业是否需要变更为中外合资企业，各地做法并不完全一致，在若干省市，实践中 QFLP 基金的投资按照外商投资企业境内再投资办理，被投资企业不需变更为中外合资企业。

展改革委下发的复函中，明确答复针对黑石 QFLP 基金及该类普通合伙人是外资、有限合伙人是内资的有限合伙制股权投资企业，仍应按照外资政策法规进行管理，其投资项目仍然适用《外商投资产业指导目录》规定。

3) 协议控制模式

受中国 TMT 等外资限制行业企业境外融资上市所采取的协议控制架构模式所启发，市场上亦存在部分采取类似于协议控制架构的安排在中国境外开展私募基金业务的境外 VC/PE 机构，在此不作赘述。

5. 资金募集

1) 资金募集对象

与发达国家的有限合伙人市场相比，中国的有限合伙人市场还处于初级阶段。目前，中国 VC/PE 市场上的有限合伙人主要包括全国社会保障基金理事会、国资背景企业、保险公司、成功企业家和一些高净值人士、第三方财富管理机构和地方政府引导基金等。大学基金或基金会才刚刚起步，还不是 VC/PE 市场上的主要玩家，而地方养老基金则尚未获准直接投资 VC/PE 基金。

(1) 国资背景资金

在中国市场中存在大量财力雄厚的国资背景企业，他们是在中国募集基金的 VC/PE 基金的重要资金来源²⁸。对于拟在中国向国资背景企业募集资金的所有 VC/PE 机构，在决定是否接受国资背景企业投资之前，其必须要考虑的一个问题即为国有股转持问题。根据中国的相关法律规定，凡是股权分置改革新老划断后在境内证券市场进行首次公开发行的、含国有股的股份有限公司的国有股东，除国务院另有规定，均应按首次公开发行时实际发行股份数量的 10%（但不高于国有股东的实际持股数量）将股份有限公司国有股无偿转由全国社会保障基金理事会持有。因此，如果一只 VC/PE 基金的潜在投资者中含有国资背景企业，则 VC/PE 机构应提前考虑 VC/PE 基金是否会因为国资投资者的参与而被认定为需在被

28 近年来，越来越多的国资背景企业也积极寻求发起设立 VC/PE 机构来自行募集设立并管理 VC/PE 基金，以求以更加主动的方式参与到 VC/PE 行业的高速发展中来。国资背景企业作为普通合伙人发起设立 VC/PE 基金也伴随着一系列特殊的问题。如国资背景企业拟作为普通合伙人发起设立基金，则其将面临的第一个问题即为其在中国现行法律下是否被允许这样做的问题。中国《合伙企业法》明确禁止国有企业担当普通合伙人，但此处“国有企业”具体的定义、包括哪些实体尚不明确，不同政府部门采用的标准也各有差异。根据国家工商总局的定义，国有企业仅指全民所有制企业，而发改委的《股权投资企业备案指引》（已不再适用）则将任何国有股权合计达到或超过 50% 的企业都认定为国有企业。具体可参阅国浩视点《再议国有 GP 的普通合伙人身份》，网址：http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MjM5MjUwNjE4NA==&mid=2651320800&idx=1&sn=d4343775134faba0a38f637e228e7284&scene=1&srcid=0418dYvmAxtiW4uw1eBQnG0c&from=groupmessage&isappinstalled=0#wechat_redirect。

投资企业上市时履行强制转持义务的国有股东²⁹，以及基金所持有资产是否会被视为国有资产而适用国资转让的各种规定³⁰。针对公司型基金衡量其是否属于国有股东的规则相对明确，但截至目前衡量一个有限合伙型基金是否属于国有股东的规则仍不甚清晰，且在公开可查案例中适用的判断标准也缺乏一贯性。不过鉴于实践中既存在有限合伙制基金被要求履行转持义务的实际案例，也存在没有被要求履行转持义务的案例，若 VC/PE 基金投资者中国资背景企业较多或其投资比例较高且无法规避，则应在合伙协议和其他文件中设置相应条款，以保障其他有限合伙人和普通合伙人的经济利益在发生国有股转持时不会受到不利影响。

(2) 社保及保险资金

对于一线的 VC/PE 机构而言，全国社会保障基金和保险公司是其在中国募资所追寻的最大的金主。从 2008 年 5 月起，全国社保基金理事会有权将其不超过 10% 的资产（截至 2015 年底相当于 1,914 亿元人民币）投资于境内 PE 基金（尚未获准投资境外 PE 基金）。自 2012 年起，中国的保险公司有权将不超过其总资产 10% 的资金投资于境内外 PE 基金或投资于未上市公司股权，这给 PE 基金带来了 12,400 亿人民币的可投资资金，截至 2015 年底，中国的保险公司总共已在 PE 基金中投入了 1,986 亿人民币。另外，从 2014 年 12 月起，保险公司还获准将不超过截至其上季度底的总资产 2% 的资金（截至 2015 年底约为 2,480 亿人民币）投资于 VC 基金。对于 VC 和 PE 机构而言，寻求保险公司作为有限合伙人须满足两套不甚相同的标准³¹。除了作为有限合伙人投资 VC/PE 基金，近来保险公司还被允许作为普通合伙人发起设立 PE 基金。光大永明和阳光保险已在 2015 年被中国保监会批准作为普通合伙人设立基金，预计未来保监会还将发放更多牌照。

(3) 第三方资产/财富管理机构资金

尽管全国社保基金理事会和保险公司具有前述的资金优势，但对于大多

29 关于国有股转持，可进一步参阅汉坤法律评述《国有股减持/转持制度对私募基金的影响及其对策》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/ba0aeb588c50f1d472806f98d4707ed4.pdf>。

30 包括《中华人民共和国企业国有资产法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》以及《企业国有资产交易监督管理办法（国务院国资委、财政部令第 32 号）》等法律法规。

31 险资投资 PE 基金主要适用《保险资金运用管理暂行办法》（中国保险监督管理委员会令 2010 年第 9 号）、《保险资金投资股权暂行办法》（保监发[2010]79 号）以及《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）；险资投资 VC 基金则主要适用《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》（保监发[2014]101 号）。另外，保监会已经完成对《保险资金运用管理暂行办法》修订稿的征求意见，预计不久将公布施行。更多关于保险公司在 PE、VC 领域投资的讨论，请参阅汉坤法律评述《保险机构如何投资私募股权基金》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/64aac151192fb36b67703d4042e1fe9a.pdf>；《险资全面深入私募：获准投资创投基金并获发起私募基金资格》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/3c8fae29f5becf636d14eee2a25ce3c6.pdf>。

数 VC/PE 机构而言，可能仍是可望而不可及。因此，越来越多的此类 VC/PE 机构渐渐将目光投向了数量众多的第三方资产/财富管理机构。随着中国富裕人群和宽裕中产阶级的高速增长，诸如信托公司、证券公司、基金管理公司及其子公司以及其他私人财富管理机构正在 VC/PE 行业扮演越来越重要的角色。这些资产/财富管理机构的参与会在很大程度上将基金设立的过程复杂化，因为他们分别受不同监管机构的不同规范监管和约束，且不同类别的机构对投资者适当性的要求也各不相同。在很多情况下，第三方资产/财富管理机构的资金需要借助资管计划和/或契约型投资于 VC/PE 基金，因而也受到上文第 3 段所述的针对契约型基金/资管计划的相关限制。

(4) 商业银行理财资金

自 2004 年中国商业银行的首款银行理财产品出现以来，短短十几年间，商业银行个人理财业务发展迅猛。手握巨额理财资金的商业银行对 VC/PE 机构极具吸引力，但囿于商业银行运用理财资金进行投资受到严格限制，VC/PE 机构向商业银行募集理财资金进行 VC/PE 投资的道路并不畅通。根据中国银行业监督管理委员会（“银监会”）的相关规定，除非系通过私人银行服务满足具有相关投资经验、风险承受能力较强的高资产净值客户的投资需求，银行理财资金不得投资于未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份³²。因此，除符合条件的私人银行/高资产净值客户理财资金外，商业银行管理的其他客户理财资金无法通过投资于 VC/PE 基金来参与股权投资。

虽然存在上述限制，我们注意到市场中不乏商业银行理财资金通过嵌套信托计划、其他非银行金融机构发行的资产管理计划或受（收）益权转让等安排间接投资 VC/PE 基金的案例。这类做法的主要原因在于，现行法律法规允许商业银行理财资金通过投资信托计划或资产管理计划等方式投资债权性资产，而在目前金融分业监管的模式下，多层嵌套投资是否需要及如何穿透识别底层资产的性质仍存在实际操作问题，因此造成监管真空。值得注意的是，2016 年 7 月 27 日由银监会下发至各银行的《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》中明确规定商业银行理财产品不得直接或间接投资于境内上市公司公开或非公开发行或交易的股票及其受（收）益权、或非上市企业股权及其受（收）益权。该文仍处于征求意见阶段尚未正式生效。如果未来正式出台的规定中该条款得以保留，则商业银行理财资金通过嵌套信托计划、其他资产管理计划或受（收）益权等结构安排间接投资 VC/PE 基金的安排将受到挑战。

32 关于银行理财资金投资 VC/PE 基金，可参阅汉坤评述《银监会规范银行理财业务，PE 银行渠道募资进一步受限》，网址：<http://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/e37a460bab613a0e58c9629e9851602d.pdf>。

2) 资金募集行为规范

为了紧跟国内基金募集活动快速发展的进程，基金业协会在 2016 年 4 月 15 日发布了《募集管理办法》，于 2016 年 7 月 15 日起正式施行。《募集管理办法》给中国的私募基金行业带来了巨震。根据《私募暂行办法》规定，基金管理人必须先向基金业协会登记后才能开始私募基金的募集活动，同时其要求私募基金管理人用投资者调查问卷的方式逐一确定合格投资者，以及准备书面的风险提示函交由投资者签字确认，《募集管理办法》则进一步规定了调查问卷和风险提示函必须包含的主题和问题，并明确基金募集应当履行特定对象确定、投资者适当性匹配、基金风险提示、合格投资者确认、投资冷静期、回访确认的程序³³。同时，《募集管理办法》还对资金募集过程中的宣传推介行为准则、通过互联网媒介募资等一系列问题作出了具体规范和限制。

此外，《募集管理办法》还要求所有从事基金募集工作的人员都必须取得基金从业资格，并应当参加后续相关的执业培训课程。《募集管理办法》没有明确说明该人员的定义范畴，也没有明确“募集业务”的具体所指。但结合募集办法的规定及此前基金业协会的起草说明，通常理解该等人员应覆盖了所有与投资者直接接触的从事基金销售、推介工作的人员。

6. 人民币基金的税务问题

在设计 VC/PE 基金结构的过程中，税务考量十分关键。由于中国对 VC/PE 基金及其合伙人的税收政策尚不完善也不够稳定，因此税务筹划的空间更大，而缺乏税务筹划或不当的税务筹划带来的弊端也就更加明显。

设计 VC/PE 基金结构时需要考量的一个重要因素是避免双重征收所得税的问题。相对而言，双重征收所得税的问题对于机构投资者来说并不突出，因为根据中国《企业所得税法》的规定，符合条件的居民企业之间的权益性收入可免于征收企业所得税³⁴。由于基金的主要收入来源是其投资组合处置后所得收益，而基金获得这些收益后会将其作为股息红利分配给各个投资人，因此投资人如为符合《企业所得税法》规定的居民企业，则单从企业所得税的角度来看，基金以有限责任公司的形式还是以有限合伙企业的形式，或基金采取两层还是多层架构设立并没有太大差别，因为企业所得税只会在一个层面上被征收³⁵。然而对个人投资

33 根据基金业协会的通知，回访制度目前为鼓励适用，正式实施时间在评估实施效果后另行通知。

34 根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十六条和《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十三条的规定，符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益为免税收入。

35 关于合伙企业的有限合伙人税收处理的另一个值得关注的问题是，被投企业的税后收益通过有限合伙制的基金分配给公司制的有限合伙人，该等收益分配是否适用《企业所得税法》第二十六条、《企业所得税法实施条例》第八十三条关于符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益为免税收入的规定。尽管按照较为通行的合伙企业税收穿透理论，通过合伙企业进行的分红应保持其原有的法律属性，但北京

者而言（包括VC/PE机构的管理团队和基金投资人等），基金组织形式的选择和架构设计就显得尤为重要了，因为就个人投资者获得的源于基金的权益性收入并无类似的免税规定，因此无论是否在下层实体被征收所得税，个人投资者层面仍需按照20%甚至更高的税率缴纳个人所得税³⁶。因此，为避免所得税的双重征收问题，对个人投资者和其他主要由个人投资者组成的机构有限合伙人（比如有有限合伙形式的母基金）来说，有限合伙型基金的节税效果显然更好。

另一个值得关注的问题为外商投资有限合伙企业的税务处理，更具体来说是指这类合伙企业的外国合伙人的税务处理问题，截至目前，相关政策还不明晰。中国税务界的一种学说认为，适用于有限责任公司形式的外商投资企业的10%的预提税应该同样适用于外商投资有限合伙企业分配给其外国合伙人的股息收入，包括给外国普通合伙人的业绩报酬。根据中国和境外合伙人成立地地域之间的税收条约，预提税可被降低为5%。然而，如果境外合伙人被认为在中国有常驻机构而被视为居民企业，则其须缴纳25%的企业所得税。不过这种理论目前尚未被中国的税务局普遍接受，而且就目前来看，除个别地区的个案外，说服地方税务机关接受10%的预提税的努力收效甚微。鉴于缺少对外商投资有限合伙企业（比如QFLP基金）的外国合伙人税务处理的明确指引，一些地方税务机关已经开始在股息收入被汇至外国合伙人（不区分普通合伙人或有限合伙人）之前对其征收25%的预提税。

7. 人民币基金的境外投资

随着中国VC/PE行业的高速发展和中国本土VC/PE机构的逐步发展壮大，越来越多的VC/PE不再满足于对中国境内投资标的投资，而是开始将目光投向海外。同时，作为VC/PE机构重要资金来源的中国高净值个人财产的国际分配越来越大的需求，也对VC/PE机构在投资运作和全球资产配置等方面提出了新的要求。而随着暴风科技于2015年3月登陆中国A股创业板并获得巨大成功，大量VC/PE机构也争先恐后募资出境，参与到中国海外上市红筹企业（如巨人网络、奇虎360等）红筹回归的狂潮中。2015年，中国境内企业对外直接投资（“ODI”）大幅增长，总计已超过7,350亿元人民币。

由于一般的ODI审批程序既复杂又漫长，部分VC/PE机构为利用上海、天津、前海或其他地区的自贸区更方便快捷的ODI审批流程，在这些地区设立了特殊目的的有限合伙企业。对于希望投资离岸二级市场、离岸股权投资或创业投资基金及对冲基金的企业，上海、天津和青岛的合格境内有限合伙人（“QDLP”）试点

市海淀区地方税务局在近年的一个涉及房地产私募基金分红的案例中向公司制有限合伙人补征了大额税款，被部分业界人士解读为否定了合伙企业的“税收透明体”地位，造成了较大的影响。

36 从公司型基金分到个人投资者的投资收益会被征收 20%的个人所得税是很明确的，但由有限合伙型基金处分投资收益所得分给个人投资者的收益是否也要缴纳 20%的个人所得税却不明确。一些省市的地方法规明确自然人有限合伙人适用 20%的个人所得税，但一些在有限合伙制度出台之前的国家税收制度从字面上看是要求适用从 5%到 35%的累进税率。累计税率通常不利于私募基金的个人投资者。

项目、深圳的合格境内投资者境外投资（“QDIE”）试点项目和合格境内机构投资者（“QDII”）项目给了管理人们更多的选择，只要他们能符合相关项目下的投资者的要求。然而，经过2015年夏天的股市重挫，鉴于资金外流和外汇失衡的问题，中国政府已经大大收紧了ODI和其他对外投资渠道的审批，对境外投资项目本身的审核更为严格，换汇金额较大或涉及自然人投资人的申请主体的项目申请难度更大，市场上很多ODI申请主体在项目上不得不采用组合拳策略，同时采用ODI、内保外贷、跨境人民币等方式，以降低ODI通道的不确定性风险对其境外投资项目的不利影响。

三、 结语

中国的VC/PE行业在过去二十余年间获得了长足的发展，有效地助力了许多中国优秀企业的成长和壮大。在国内VC/PE行业迅速发展的同时，众多的商业问题和法律问题也层出不穷，有的问题是全球VC/PE市场所共同面临的，而有的则是中国VC/PE行业所特有的，这些问题为行业的快速、持续、健康、稳定的发展带来了挑战。中国的法律法规、监管政策的发展变化速度远快于欧美发达国家，但同时，针对VC/PE行业的法律法规在很多方面仍滞后于行业的发展。在这样一个飞速发展的动态市场中，天使与魔鬼共舞，机遇与挑战并存。

敬请注意，本《评论》仅供业内人士参考，不应被视为任何意义上的法律意见，未经本所事先书面同意，本《评论》不得被用于其他目的。

如您对本《评论》有任何问题、意见或建议，请联系您熟悉的汉坤律师或电邮至 fundinfo.list@hankunlaw.com。