

PE的中国法律空间

作为全球最热的 PE 市场之一，中国法律仍没能赋予私募股权投资基金以合法地位。这虽然没有阻碍投资者的脚步，但 PE 们必须了解底线在哪儿

文/《法律风险观察》研究员 邵博

当中外 VC 和 PE 投资家活跃于中华大地之上，携带他们的中国项目上市文件往来于全球证券交易所之间时，人们只能惊叹资本逐利的强大动力，因为时至今日，中国仍然没有专门的法律给与私募股权投资基金合法的地位。

尽管如此，在中国现行法律法规的框架中，私募股权投资基金还是有迹可循的，但是其生存和发展空间受到了很大的限制。

本文则旨在从四部法律、三项相关部门规章里，梳理脉络，探求中外私募股权基金的合法生存空间。

《证券法》给出的空间

2005 年底《证券法》的修改给私募股权投资基金的合法化提供了有利的法律环境。

第一、《证券法》第十条规定“非公开发行证券，不得采用广告、公开劝诱和变相公开的方式”，这一规定可以认为是对私募发行证券的规定。此外，第十条还规定，向累计超过二百人的特定对象发行证券为公开发行。这说明向二百人以内发行为非公开发行。

第二、《证券法》第十三条规定“上市公司非公开发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，并报国务院证券监督管理机构核准”。这说明上市公司私募新股应经中国证监会核准，但是，对于私募公司及公开发行但未上市公司私募是否需要事前核准或事后报备未作规定。解释上应认为无事先核准之要求，但是事后报备程序并不可免。

我国《证券法》虽然不再禁止私募发行，但规定比较简单，对何为“公开劝诱”、“变相公开”没有具体说明，对“累计不超过 200 人”如何计算、何谓“特定对象”及是否存在资格限制等问题都没有予以规定。这有赖于中国证监会制定必要的细则或者最高人民法院在具体案例或者司法解释中予以阐明。

《公司法》给出的空间

2005 年 10 月 27 日新修订通过的《公司法》虽然没有明确规定私募基金的设立方式等方面的内容，但为私募股权投资基金的发展预留了巨大的空间。

首先，现行《公司法》第七十八条第三款规定“募集设立，是指由发起人认购公司应发行股份的一部分，其余股份向社会公开募集或者向特定对象募集而设立公司”。其中“向特定对象募集而设立公司”可以理解为非公开发行，这为私募募集找到了法律依据。

其次，《公司法》第三十条规定“股东的首次出资经依法设立的验资机构验资后，由全体股东指定的代表或者共同委托的代理人向公司登记机关报送公司登记申请书、公司章程、验资证明等文件，申请设立登记”。这说明股份有限公司的设立不再需要审批程序，这与私募股权投资基金宽松的准入制度比较吻合。

第三,《公司法》第一百四十二条“发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让”。这大大加强了股权流动性,能更方便地聚集社会资源,使要素更快的流动起来。

《公司法》还将股份公司注册资本的最低限度大幅度下调,《公司法》第八十一条规定“股份有限公司注册资本的最低限额为人民币五百万元。法律、行政法规对股份有限公司注册资本的最低限额有较高规定的,从其规定”。大幅度降低注册门槛,为私募股权投资基金的发展提供了便利。

《合伙企业法》给出的空间

旧《合伙企业法》中有两个规定,一是合伙人须承担无限责任,二是只有自然人才可以担任合伙人,不允许法人之间进行合伙。前一个规定很容易让投资者望而却步,因为如果投资失败,投资者需要的个人所有的财产承担责任。而后一个规定,又限制了机构成为合伙人。这些规定大大限制了私募股权投资基金的发展壮大。

新的《合伙企业法》对于上述两个问题做了相应地回应。按照修改后的法律规定,合伙企业的合伙人分为两类:普通合伙人和有限合伙人。普通合伙人依法对合伙企业承担无限连带责任,有限合伙人依法对合伙企业以其认缴的资金额度承担责任。为了保护一些特殊的市场主体,法律规定国有独资公司、国有企业上市公司以及公益性的公司、社会团体不得成为普通合伙人,但可以成为有限合伙人,这也将为私募股权投资基金的资金来源拓宽渠道。

此外,新法也在一定程度上回答了双重征税的问题。2000年国务院决定对于合伙企业停止征收企业所得税,仅征收生产经营所得税和个人所得税。这一规定在新《合伙企业法》第六条中得到明确。

同时,《合伙企业法》对普通合伙人的相关义务也做出了相应的规定,这些规定对于私募股权投资基金的投资者和经营者之间的权利义务有着非常重要的规范作用。该法第97、98、99条规定,合伙人不得进行违反相关规定的交易。普通合伙人如果违反了,要承担相应的法律责任。而且,新《合伙企业法》还为有限合伙人提供了更加灵活的退出机制:在设立私募股权基金之初,有限合伙人即可在合伙协议中根据自己的投资计划约定相关的退伙事宜,待退伙事宜发生的之时,便可依照法律全身而退,保证自身的交易安全。当然《合伙企业法》对于合伙企业合伙人规模的限制,无疑对私募股权投资基金的发展,起到了不小的负面影响。

《信托法》给出的空间

《信托法》将信托分为民事信托、营业信托和公益信托三种,确定了营业信托的合法地位,而私募股权基金可以以营业信托的形式出现。因此《信托法》关于营业信托的规定无疑对私募股权基金产生了积极作用,人们也有理由相信中国私募股权基金可以以此为据,以信托的方式规范发展。但是,该法对营业信托仅仅做了原则性规定,对于受托人采取信托机构形式从事信托活动的组织和管理,则授权国务院制定具体办法。

《信托法》的另一个缺憾是没有规定集合投资、集合管理的方式,如第二十九条规定“受托人必须将信托财产与其固有财产分别管理、分别记帐,并将不同委托人的信托财产分别管理、分别记帐”。根据这一规定,私募股权基金即使接受他人的委托,也不得将各委托人的资金集合管理,从而丧失了基金的本意,无法成为真正意义上的私募基金。同时,私募股权基金的管理人(受托人)更不能将自有资金和受托资金混合使用,这就使私募股权基金原有的激励机制不复存在。因此《信托法》对私募基金的存在是持否定态度的。

《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》给出的空间

在中国人民银行 2007 年颁布并实施的《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》中，尽管没有出现私募基金这一概念，但是有些内容，明显是针对中国私募基金所作的规定。

《信托公司集合资金信托计划管理办法》第二条规定“在中华人民共和国境内设立集合资金信托计划（以下简称信托计划），由信托公司担任受托人，按照委托人意愿，为受益人的利益，将两个以上（含两个）委托人交付的资金进行集中管理、运用或处分的资金信托业务活动，适用本办法。”

这一规定是对我国《信托法》规定的对不同委托人的信托财产分别管理的一个突破，集合管理、运用、处分信托资金具有集合投资，专家管理的基金特征，这与私募基金的概念相近。同时，《信托公司集合资金信托计划管理办法》还将单个信托计划的自然人人数限定在 50 人以下。

此外，《信托公司集合资金信托计划管理办法》还对集合管理资金的信息披露、对外宣传、保底条款及对外举债等方面做了相应的规定，应该说各方面的规定比较细致，给中国私募基金的发展留了一个出口。

中国人民银行《信托公司管理办法》第七条规定“设立信托公司，应当经中国银行业监督管理委员会批准，并领取金融许可证。未经中国银行业监督管理委员会批准，任何单位和个人不得经营信托业务，任何经营单位不得在其名称中使用‘信托公司’字样。法律法规另有规定的除外”。这一规定把中国私募基金的发起人、管理人限定为信托投资公司，除信托投资公司外，任何单位和个人都不得发起设立私募基金。

《信托公司管理办法》第十条规定“信托公司注册资本最低限额为 3 亿元人民币或等值的可自由兑换货币，注册资本为实缴货币资本。”第六条规定“设立信托公司，应当采取有限责任公司或者股份有限公司的形式”。上述规定对中国私募基金的发展有明显的限制作用。私募基金的发起人范围过于狭窄，投资者选择余地变小；其设立信托投资公司的门槛过高，不利于私募基金发起人之间的竞争，导致私募基金失去应有的活力。

《创业投资企业管理办法》给出的空间

《创业投资企业管理暂行办法》于 2005 年 9 月 7 日由国务院批准，2005 年 11 月 15 日国家发展改革委、科技部、财政部、商务部、中国人民银行、国家税务总局、国家工商行政管理总局、中国银监会、中国证监会、国家外汇管理局联合发布，自 2006 年 3 月 1 日起施行。《创业投资企业管理暂行办法》对私募基金的发展给与了规范和指导。

首先，《创业投资企业管理暂行办法》第九条规定，创业投资企业向管理部门备案的条件之一是投资者不得超过 200 人。其中，以有限责任公司形式设立创业投资企业的，投资者人数不得超过 50 人。单个投资者对创业投资企业的投资不得低于 100 万元人民币。所有投资者应当以货币形式出资。这显然是对私募募集资金的一种承认。第九条还规定了创业投资企业向管理部门备案的另一条件，即有至少 3 名具备 2 年以上创业投资或相关业务经验的高级管理人员承担投资管理责任。委托其他创业投资企业、创业投资管理顾问企业作为管理顾问机构负责其投资管理业务的，管理顾问机构必须有至少 3 名具备 2 年以上创业投资或相关业务经验的高级管理人员对其承担投资管理责任。这可以看作是对私募基金管理人资格的一种限制。

其次，《创业投资企业管理暂行办法》第十二条规定：“创业投资企业的经营范围限于：（一）创业投资业务。（二）代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务。（三）创业投资咨询业务。（四）为创业企业提供创业管理服务业务。（五）参与设立创

业投资企业与创业投资管理顾问机构。”从创业投资企业的经营范围我们可以看出，私募基金不再被严格禁止。

第三，《创业投资企业管理暂行办法》第十八条规定：“创业投资企业可以从已实现投资收益中提取一定比例作为对管理人员或管理顾问机构的业绩报酬，建立业绩激励机制。”这条规定了对管理者的业绩激励机制，这种机制恰好是私募基金的一个重要特点和优势。

第四，《创业投资企业管理暂行办法》第二十三条规定：“国家运用税收优惠政策扶持创业投资企业发展并引导其增加对中小企业特别是中小高新技术企业的投资。具体办法由国务院财税部门会同有关部门另行制定。”这是国家给与创业投资企业的税收优惠政策，可以看出国家已经开始重视创业投资，鼓励私募基金投向高科技企业。《创业投资企业管理暂行办法》虽然规定了面向特定投资者募集和投向特定领域的私募融资形式，但规定还不明确，也不详细，有待今后立法时补充和完善。

《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》给出的空间

对于国内资本市场，海外私募股权投资基金还需关注该部法律规定的若干问题：

第一、外商投资股份有限公司发起人的股份禁售时限过长。现行《公司法》仅要求股份公司发起人所持股份自公司设立之日起一年内不得转让。但《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》规定发起人所持股份自公司设立（企业“整体改制”为股份公司也属于发起）起3年内不能转让，这在很大程度上影响了海外风险投资的退出，从而使其更倾向于迫使其所投资企业到海外上市。

第二、外商投资企业改制为股份公司的门槛过高。现行《公司法》对企业改制设立为股份公司没有营业记录和盈利方面的要求，但《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》规定，国有企业、集体所有制企业如申请转变为外商投资股份公司，该企业至少营业5年并有最近连续3年的盈利记录；已设立中外合资经营企业、中外合作经营企业、外资企业如申请转变为外商投资股份有限公司的，应有最近连续3年的盈利记录。这些要求增加了改制成外商投资股份公司的难度。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。