

私募基金法律

私募基金投资中的“名股实债”及其法律风险

作者：范向阳 | 何幸

“名股实债”，顾名思义是指以股权投资之名行债权投资之实，它曾经一度广泛存在于私募股权基金的投资实践中。

“名股实债”的投资形式之所以颇受青睐，就融资方而言，无外乎是通过该类交易安排实现规避监管、避免占用授信额度、降低项目公司资产负债率等目的；就投资方而言，则源于对于稳健收益的需求；在私募机构而言，则既有规避“禁止刚性兑付”监管规则，也有满足投资人实际需求的考虑。

但是，由于私募机构并无放贷资质，而且面临监管部门越来越严格的债权投资限制和行政监管，更重要的是，随着司法机关对所谓“职业放贷人”打击力度的加大，使得私募股权投资机构在此问题上相较以往面临更多的法律风险。基于此，笔者认为有必要结合当前的司法实践和监管动向，对“名股实债”投资可能面临的相关问题进行分析，供私募基金从业人员借鉴和参考。

一、“名股实债”的判断标准

一般而言，私募基金常见的“名股实债”交易安排包含“一进”与“一出”两个阶段，即投资方需与融资方签订股权转让/增资扩股协议谓之“一进”，同时，双方约定融资方需要回购投资方股权并按照固定本息支付回购款则谓之“一出”。这种“股权/股权收益权转让+回购”的交易安排是最典型的私募基金“名股实债”安排，本文将主要围绕此种典型交易模式展开讨论。

尽管现行法律法规并未确定“名股实债”的构成要件，但司法实践中对此已经有倾向性的裁判标准¹。一般而言，人民法院在对“名股实债”的情况进行认定时，往往会以交易合同中存在“固定收益承诺”和“到期无条件回购”的类似条款作为核心要件²，同时，是否有规避监管目的³、固定收益率的高低⁴、投资方

¹ 参见（2016）最高法民终435号民事判决书、（2017）最高法民申4274号民事判决书、（2017）陕01民终2800号民事判决书、（2017）吉民终383号民事判决书、（2015）川民终字第1135号民事判决书、（2017）皖01民终5354号民事判决书、（2017）苏0303民初6529号民事判决书。

² 参见（2019）最高法民申3206号民事裁定书、（2018）最高法民再154号民事判决书。

³ 参见（2019）最高法民终355号民事判决书。

⁴ 参见（2019）最高法民终355号民事判决书。

是否实际参与公司管理⁵等也是人民法院认定是否构成“名股实债”的考量因素。

（一）关于固定收益承诺

所谓固定收益承诺，一般是指交易合同中会对投资方的资金收益回报以固定数额或者固定收益率的方式进行约定，且资金收益回报情况与融资方的经营业绩没有任何直接关系。

固定收益的表现形式主要包括：（1）固定收益金额，即交易合同中会明确约定具体金额作为投资方的收益；（2）固定收益率，即交易合同中会明确约定计算投资方收益的具体利率标准；（3）固定收益计算公式，即投资方与融资方就收益回报参照各种系数约定具体的计算公式。或许前述表现形式在交易合同中的表述会有不同，但其最终结果均体现为投资方的资金收益回报明确具体，且不会受约定标准之外其他因素的影响。

人民法院之所以将固定收益承诺作为认定“名股实债”的核心标准之一，在于一般股权投资的“终极目标”并非是取得固定的收益，而是通过参与或者控制某一目标公司的经营活动实现其利益的最大化，因而股权投资人与融资方实际上是作为“利益共同体”而共同存在的，这便要求股权投资方与融资方的合作应以“共担风险、共负盈亏、共享收益”为基本原则。

但是，“名股实债”交易安排中关于固定收益承诺的约定，明显与前述“共担风险、共负盈亏、共享收益”的基本精神相违背，也即此种交易行为不符合股权投资的基本特征，如此，则固定收益承诺的约定自然成为人民法院审查是否构成“名股实债”时首当其冲的关注点。

（二）关于到期无条件回购

所谓到期无条件回购，实际上也是以股权投资为“参照物”来判断“名股实债”交易安排的另外一个重点。

目前，正常的股权投资一般不会对股权回购进行约定，或者是采用“对赌条款”的方式来对股权回购作出交易安排，而采用“对赌条款”方式约定股权回购，回购条件一般与目标公司未来的经营效益（或业绩）有着十分密切的关系，“对赌条款”回购条件的成就因受目标公司的经营状况或者投资人关注的其他重要因素的影响而存在不确定性。

相比较而言，“名股实债”交易安排下的投资人，其作为融资方的债权人，虽然会因融资方的经营状况与其债权实现有一定关联而关注融资方的经营情况，但债权人更加关注的是其债权本金及收益收回的期限，因而“名股实债”交易合同中必然会设定到期无条件回购条款，用以保证投资本金及收益的及时回笼。

此处的“无条件回购”，可以将其总结为两种类型，即形式上的“无条件回购”与实质上的“无条件回购”。所谓形式上的“无条件回购”，是指在交易合同中明确约定融资方应在某个时间节点无条件的将投资方形式持有的股权以一定的价格（投资本金+投资回报）进行回购。而实质上的“无条件回购”，则是指交易合同中虽然约定了股权回购的成就条件，但是该回购条件实际并不存在不确定性，是必然发生的，融资方对此亦“心知肚明”。由此可知，对于无条件回购的判断仍需结合具体个案情况确定。

⁵ 参见（2019）最高法民申 3206 号民事裁定书、（2019）最高法民终 1532 号民事判决书、（2019）最高法民终 793 号民事判决书。

（三）关于认定“名股实债”的其他主要考量因素

1. 是否存在规避监管的目的

金融市场的稳定与国计民生息息相关，这也是近些年来基金监管部门逐步对私募基金的投资、交易等行为逐步加强监管的重要原因。

有鉴于此，人民法院在审理相关案件时，往往会通过审查交易模式是否存在规避行业监管的情况，进一步探究交易各方的真实交易目的，并据此对案件性质、交易合同的效力以及法律适用等问题作出判断。

2. 收益率的高低程度

投资人进行债权投资的目的即在于获取可观的投资收益，而投资收益情况又直接决定于投资收益率的高低。

如此，若投资人在交易合同中约定的投资收益率较高，则必然会使人民法院将其交易行为与一般的借贷行为进行比较，因而收益率的高低对于人民法院审查真实交易目的，并据此判断是否构成“名股实债”具有重要的参考价值。

3. 是否参与目标公司的经营管理

基于股权投资与债权投资的目的不同，股权投资人与债权人自然对于目标公司的经营业绩关注程度不同，在一般情况下，股权投资人会通过直接参与目标公司的经营管理来实现其利益最大化。

相比较而言，债权人则不会“多此一举”，因为无论目标公司的经营状况如何，债权投资人都只是享有固定的投资收益，不存在参与目标公司经营管理的直接动力。

虽然司法实践中亦存在部分股权投资人游离于经营管理之外的情况，但实际上其行为与“名股实债”情况下债权人弃绝于管理还是有着本质的区别⁶，故而是否参与目标公司的经营管理对于判断投资行为是债权投资还是股权投资有着重要的意义。

4. 是否履行公司股权变更登记手续

对于以参与或控制公司经营管理为目标的股权投资人而言，取得“名正言顺”的股东资格是实现其投资目标的基本前提，而根据我国《公司法》第三十二条第二款的规定⁷，在股东发生变化后，需要向公司登记机关办理变更登记手续，否则不能产生对抗第三人的法律效果。

虽然目前存在较多隐名股东的情形，但是，对于隐名股东的认定标准在司法实践层面并不统一，而对将股权登记名义人视为法律意义上的股东却并无异议。

与此相反，“名股实债”交易下的债权人，对于是否履行股权登记变更手续并不像股权投资人那样关注。根源在于债权投资人与融资方之间的交易合意中实际并不存在股权转让的真实意思，故而股权变更登记手续对于交易双方而言也就没有真实的履行意义，而且变更与否均不会影响到债权投资人的实体利益。

⁶ 笔者注：区别即在于一个是目标公司的“主人”，另一个则是目标公司的债权人。

⁷ 《公司法》第三十二条第三款：“公司应当将股东的姓名或者名称向公司登记机关登记；登记事项发生变更的，应当办理变更登记。未经登记或者变更登记的，不得对抗第三人。”

由此，人民法院在审查类似案件时，亦会从股权变更登记履行情况上，来对交易双方的交易目的综合分析，以确定是否属于“名股实债”的交易事实。

综上所述，可以看出，人民法院对“名股实债”问题的判断是综合性的，即实际应以探究当事人真实投资目的是持股还是借贷，而非将某些条件的满足绝对化。因此，即便具备保本付息承诺、无条件回购这两个核心要件，似乎也不能构成“名股实债”的充分条件。

比较典型的案例可以参考（2019）最高法民终 355 号案⁸，在该案中，虽然增资协议中存在固定收益和逐年退出的约定，但由于固定收益较低（仅有年化利率 1.2%），人民法院认为明显不属于借贷利息，最终未认定构成“名股实债”。

人民法院进行综合性审查和判断的原因，可能在于“名股实债”虽然存在名实不符的问题，但是该种融资方式本身并无实质危害性，反而具有解决融资问题的正向价值，因此，法院似乎不太愿意确立绝对标准，而是更倾向于尊重各方意思，结合具体情况权衡投融资双方以及特殊情况下第三人的利益，避免实质不公平的情况发生。比较典型的案例为（2016）浙 0502 民初 1671 号案⁹，在该案中，破产法院不愿意支持投资人申报债权的诉求，其中，破产清算中债权人利益的平衡是法院的重点考虑因素。

同样的观点在最高人民法院（下称“**最高院**”）民二庭法官会议纪要中也有所反映：“名股实债并无统一的交易模式，实践中，应根据当事人的投资目的、实际权利义务等因素综合认定其性质。”

二、“名股实债”的效力问题

民事法律行为的效力问题影响到交易各方实体权利的认定、法律规范的适用以及行为无效后的责任分担等关系裁判结果的问题，是人民法院在处理民商事争议案件时首先关注的问题，这也要求我们在讨论“名股实债”交易时必须关注。需要说明的是，“名股实债”交易中实际存在两个层面的行为，即“名股交易”行为与“实债交易”行为，其效力问题亦应分别讨论。

（一）“名股交易”的效力

对“名股交易”的效力问题之分析，还是应回归到《民法典》的规定上来。《民法典》第一百四十三条规定：“具备下列条件的民事法律行为有效：（一）行为人具有相应的民事行为能力；（二）意思表示真实；（三）不违反法律、行政法规的强制性规定，不违背公序良俗。”

由该条规定可知，只有在意思表示真实的情况下，民事法律行为才产生效力。同时根据《民法典》第一百四十六条第一款：“行为人与相对人以虚假的意思表示实施的民事法律行为无效¹⁰。”而所谓的“名股交易”实际上就是投融资双方的虚假意思表示，根据前述规定，应当认定“名股交易”属于无效法律行为，对于交易双方并不能产生约束效力。

实际上，司法实践中对于上述问题已形成了较为统一的观点，例如《最高人民法院民事审判第二庭第 5 次法官会议纪要》中就认为：“一旦确定投资人的真实意思是取得固定收益而非成为真正股东，则往往存在名为股权转让（或增资扩股）实为借贷的问题，构成虚伪意思表示中的隐藏行为。即此时存在两个行为，名义上的股权转让（或增资扩股）属于虚伪意思表示，根据《民法总则》第 146 条第 1 款有

⁸ 参见（2019）最高法民终 355 号民事判决书。

⁹ 参见（2016）浙 0502 民初 1671 号民事判决书。

¹⁰ 2021 年 1 月 1 日生效的《民法典》第一编总则第一百四十六条与《民法总则》第一百四十六条的规定相同。

关‘行为人与相对人以虚假的意思表示实施的民事法律行为无效’的规定，该行为无效。”

（二）“实债交易”的效力

司法实践对“实债交易”行为效力的认定及审查力度，实际是在随着法律法规对企业间借贷行为效力态度的变化而经历了相应的转变过程，具体表现为以下三个阶段：

1. 借贷无效及严格审查阶段

2015年《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（下称《民间借贷司法解释》）实施前，企业间借贷行为的合法性在法律法规层面上被绝对禁止，主要体现在1991年最高院发布的《关于人民法院审理借贷案件的若干意见》、1996年中国人民银行发布的《贷款通则》以及1998年国务院实施的《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》等法律法规及司法解释中。

而司法机关在此问题上的态度也与监管部门一脉相承，1990年最高院《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》第四条第（二）项明确规定：“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资，但不参加共同经营，也不承担联营的风险责任，不论盈亏均按期收回本息，或者按期收取固定利润的，是明为联营，实为借贷，违反了有关金融法规，应当确认合同无效。”

其后，2005年最高院《关于审理涉及国有土地使用权合同纠纷案件适用法律问题的解释》第二十六条规定：“合作开发房地产合同约定提供资金的当事人不承担经营风险，只收取固定数额货币的，应当认定为借款合同。”

根据前述司法解释的规定，类似保底条款或固定收益约定，司法实践偏好于认定其属于借贷类债权，相关行为效力应根据企业间借贷的行为效力判定。

在此背景下，大量企业间借贷的行为被人民法院认定为无效行为，其裁判依据为《合同法》第五十二条第三款“以合法形式掩盖非法目的”的行为无效¹¹。

正是基于此时期企业间借贷行为应为无效的普遍认识，人民法院倾向于严格审查交易各方的真实意思，并据此对涉案的法律关系作出符合当时规则和司法政策的认定。

2. 借贷原则上有效及适度审查阶段

2015年9月1日施行的《民间借贷司法解释》第一条第一款规定：“本规定所称的民间借贷，是指自然人、法人、其他组织之间及其相互之间进行资金融通的行为。”

该条规定明确将法人及其他组织纳入了民间借贷的主体范畴，使企业之间为生产经营目的而进行的借贷行为合法化。同时，该司法解释对民间借贷合同无效的情形亦通过“负面清单”¹²的形式，突出企业间借贷行为有效的一般认定原则，改变了此前对企业间借贷的严控和排斥态度。

在“实债交易”的认定与否不再是决定交易行为效力问题的关键性因素的形势下，人民法院对于

¹¹ 参见（2010）民提字第110号民事判决书、（2013）沪二中民四（商）终字第1261号民事判决书、（2014）豫法民二终字第7号民事判决书。

¹² 2015年《民间借贷司法解释》第十四条：“具有下列情形之一，人民法院应当认定民间借贷合同无效：（一）套取金融机构信贷资金又高利转贷给借款人，且借款人事先知道或者应当知道的；（二）以向其他企业借贷或者向本单位职工集资取得的资金又转贷给借款人牟利，且借款人事先知道或者应当知道的；（三）出借人事先知道或者应当知道借款人借款用于违法犯罪活动仍然提供借款的；（四）违背社会公序良俗的；（五）其他违反法律、行政法规效力性强制性规定的。”

“名股”是否构成“实债”的审查力度也有所缓和，不再如以前严苛。

审查力度的适度放缓主要表现为两方面：一是，鲜有再依据《合同法》第五十二条第三款认定交易双方“名股实债”行为无效的案例。二是，针对金融领域常见的股权/股权收益权转让+回购的交易安排，人民法院在认定“名股实债”时持审慎态度，多会尊重当事人约定的文本意义，乃至不少案例根本不再纠缠股债之争而直接认可其效力¹³。

当然，实践中也存在一些较为特殊的情况，例如，一元转股、存在明显的借款外观等情形，人民法院会倾向于认定构成“名股实债”¹⁴，但是亦不再轻易认定其为无效行为。

3. 限缩借贷有效的范围及加强审查阶段

2020年最高院对《民间借贷司法解释》进行了相关修订，需要引起注意的是，该司法解释在原来认定民间借贷合同无效情形的基础之上，增加了“职业放贷无效”的规定¹⁵。

其实，对于“职业放贷”的效力问题，此前2019年《全国民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民纪要》”）第53条就作出了相同的裁判指引¹⁶。

在此情况下，民间借贷合同无效的情形相对扩大，即“实债交易”被认定有效的范围转向限缩的趋势。

与此同时，地方各级人民法院遵循上述审判指导意见及司法解释的精神，通过制订“职业放贷人”认定标准¹⁷或者制作职业放贷人名录的方式来为类似案件的审理提供标尺。如此，从趋势上看，在审查私募投资交易行为是否涉及“职业放贷”的问题上，司法实践存在强化对“名股实债”行为审查力度的可能。

需要指出，实践中曾有一段时期，相关法院将对赌回购也纳入“名股实债”范围，不过，自从最高院在“海富”案中确立投资机构与目标公司股东的对赌有效的裁判规则后，对赌回购已经被司法实践普遍认可，尤其是在《九民纪要》中明确对赌回购约定有效的背景下，对于投资者与目标公司股东乃至目标公司之间的对赌回购应为股权投资，应该不会再有争议。

究其原因在于：第一，对赌回购与“名股实债”类回购在回购触发机制上不同，前者是有条件的，而后者是无条件的。第二，对赌回购与“名股实债”类回购的本质区别在于，投资机构究竟是为了获得固定收益（“名股实债”），还是在无法满足正常退出情况下的估值调整（对赌）。

正因如此，在符合一般民事法律行为构成要件的情况下，私募股权投资机构与目标公司和股东之间

¹³ 参见（2019）京民终236号民事判决书。

¹⁴ 参见（2014）渝高法民初字第00010号民事判决书。

¹⁵ 2020年《民间借贷司法解释》第十四条：“具有下列情形之一的，人民法院应当认定民间借贷合同无效：（一）套取金融机构贷款转贷的；（二）以向其他营利法人借贷、向本单位职工集资，或者以向公众非法吸收存款等方式取得的资金转贷的；（三）未依法取得放贷资格的出借人，以营利为目的向社会不特定对象提供借款的；（四）出借人事先知道或者应当知道借款人借款用于违法犯罪活动仍然提供借款的；（五）违反法律、行政法规强制性规定的；（六）违背公序良俗的。”

¹⁶ 《九民纪要》第53条规定：“未依法取得放贷资格的以民间借贷为业的法人，以及以民间借贷为业的非法人组织或者自然人从事的民间借贷行为，应当依法认定无效。同一出借人在一定期间内多次反复从事有偿民间借贷行为的，一般可以认定为是职业放贷人。民间借贷比较活跃的地方的高级人民法院或者经其授权的中级人民法院，可以根据本地区的实际情况制定具体的认定标准。”

¹⁷ 综合天津、浙江、江苏、河南等地法院的规定，认定职业放贷人的具体标准包括：出借人在一定期间内放贷次数、同一原告或关联原告提起民间借贷案件数量、借贷合同约定的格式化程度以及出借人是否公开推介、宣传或明示出借意愿、借款金额和利息等。不同地区的法院对同一原告在一定期间内提起民间借贷案件数量的标准有所不同。

的对赌条款应为有效不应再生疑问。当然，依据《九民纪要》，与公司对赌能否请求履行则要根据其是否符合法定的减资程序进而具体判断得到司法裁判支持的可能性。

三、私募基金“名股实债”投资在严监管环境下面临的民刑法律风险

古语云：“君子以思患而豫防之。”在私募基金监管日益趋严的情况下，无论是私募机构自身抑或是相关从业人员，有必要“防患于未然”，这就需要了解“名股实债”交易在当前环境下可能存在的法律风险，并据此有针对性地完善相关交易结构，实现交易的合法合规。

私募基金“名股实债”投资面临的法律风险应当说既有行政的，也有民事的和刑事的法律风险，限于篇幅，本文的探讨主要集中于民事法律风险和刑事法律风险两类：

（一）民事法律风险

就过往司法实践而言，私募基金所涉“名股实债”问题，与其他民事主体相比较，在司法审查方面并没有体现出被特殊对待的情况。不少法院也曾直接表明将“股权/股权收益权转让+回购”的交易安排视为私募基金正常投资方式的观点，并不会轻易适用民间借贷的有关规则否认其行为效力。

但是近两年司法和行业监管动向的发展，尤其是行业监管对债权投资的限制趋严以及司法裁判意见的逐步明确，可能会联动影响司法实践对于“名股实债”的审查力度，为未来“名股实债”类投资的命运增加了新的变量。

1. 行政监管趋严可能影响“名股实债”的效力

从私募基金发展的过程来看，监管部门对其进行债权投资（包括“名股实债”）的行为明显是在加强控制，具体表现为：

2017年10月1日后，从事私募债权投资基金业务的管理人暂停登记。

2018年1月12日，《私募投资基金备案须知》明确底层标的不得为借贷性质的资产或其收（受）益权；不得通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动。

2019年12月，中国证券投资基金业协会发布了《私募投资基金备案须知（2019年12月23日）》，明确禁止私募投资基金设置无条件刚性回购安排。

2020年9月11日，中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定（征求意见稿）》也明确禁止“名股实债”，并原则禁止债权投资。

正所谓“牵一发而动全身”，鉴于私募基金行业在金融领域所占的“一席之地”监管力度提高的情势下，很可能促使人民法院对股权转让+回购类的“名股实债”交易进行严格的穿透性审查。

这不仅是因为规避监管目的是人民法院在审查涉及“名股实债”案件时会参考的因素之一，更重要是，违反监管规则可能招致合同无效结果，使得“名股实债”问题所导致的后果不仅仅可能影响到实际的收益利息的上限问题（是否适用民间借贷利率保护上限），还会涉及合同效力问题，而合同效力问题的审查往往属于人民法院重点关注且不能绕开的问题。

综合来看，法院基于违反“名股实债”监管规则而认定交易行为无效的可能路径有以下两种：第一，因违反证监会部门规章（尚未生效），可能被法院认定涉嫌危害金融安全从而构成违背公序良俗，最终导致合同无效。

第二，鉴于私募基金都需要先备案后投资，如果私募基金在没有备案情况下违规进行“名股实债”投资，也就等于违反了《证券投资基金法》关于私募基金投资必须备案的规定，可能涉嫌违反强制性法规而无效。

2. 新的裁判规则可能影响“名股实债”的效力

《九民纪要》中对于金融领域信托公司投资中类似的股权回购安排，给出了较为具体的意见，即“要以其实际构成的法律关系确定其效力，并在此基础上依法确定各方的权利义务。”

同时，最高院对于类似信托公司的回购交易进行分析时指出：“当事人所追求的效果意思，是判断法律关系的性质决定性因素……回购交易中的出让方负有在一定期间经过之后以固定价格买回协议标的物的义务，回购方对于是否买回并无选择的权利。因此，从合同双方当事人所追求的效果意思来看，卖出回购一方所追求的是获得融通资金，买入返售一方所追求的是获得固定的本息回报。当事人之间的基本法律关系符合《合同法》第196条的规定，依法应当认定为借款合同¹⁸。”

上述司法意见虽并未直接针对私募基金投资，但是已经能反映出人民法院对于以信托投资为代表的投融资领域中此类刚性兑付回购安排的明确裁判意见，此种意见是否具有辐射效应，是否会直接影响到司法实践对整个投融资领域股权回购之“名股实债”交易的实质审查力度，不能不说具有相当大的可能性，如此，则“名股实债”交易“遁形”的可能性将大大降低。

需要说明的是，上述裁判意见仅仅是针对信托公司的相关交易行为而言，但由于信托公司本身自有放贷资质，该“名股实债”的意见实际并不会对信托公司等金融机构的交易效力产生实质影响。但对于没有放贷资质且债权投资面临严格限制的私募基金而言，其交易行为效力认定的结果可能会完全不同。

3. “名股实债”交易无效的民事法律后果

无论是基于行政监管还是裁判意见致使“名股实债”交易被认定无效，在民事法律范畴之内，均应按照一般的合同无效来进行处理，如此，对于投资人可能产生如下不利后果：

第一，因合同无效后，双方当事人取得的财产应予以返还，如此则可能会致使交易行为提前终止，将影响投资人的长期收益。

第二，合同无效后，相关固定收益约定亦不再具有约束力，投资人无法按照约定取得较高的投资收益，只能依据实际损失或者全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率的标准来主张资金占用费。

第三，对于因合同无效造成的其他损失，人民法院可能会结合交易各方的过错情况进行分担，造成投资人出现经济损失。总之，“名股实债”如果被认定无效，投资人可能存在投资目标无法实现并产生经济损失的风险。

（二）刑事法律风险

在行业监管对私募基金债权投资不断趋紧的同时，另一份关于非法放贷入刑的司法文件对私募基金行业的影响也不容忽视，即2019年10月21日最高院、最高人民检察院、公安部、司法部联合发布的《关于办理非法放贷刑事案件若干问题的意见》（下称《非法放贷意见》），该意见对非法放贷行为构

¹⁸ 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，2019年12月第1版，第471页。

成非法经营罪及具体定罪量刑标准进行了详细规定。

1. 非法放贷构成非法经营罪的要件

《非法放贷意见》第一条第一款对于构成非法经营罪的要件作出了规定¹⁹，主要包括以下五方面：

第一，不具有放贷资质，即未经监管部门批准或超越经营范围进行放贷。

第二，具有经常性，即2年内向不特定多人（包括单位和个人）以借款或其他名义出借资金10次以上。

第三，向社会不特定对象发放贷款，即向亲友、朋友、单位内部成员等具有亲属关系或关联关系以外的不特定主体发放贷款的行为。

第四，情节严重，即从非法放贷数额、违法所得数额、非法放贷对象的数量等方面考量，该行为具有严重的社会危害性。

第五，以营利为目的，即有获取经济利益的主观目的。

可以发现，当前民间借贷关系中放贷人的放贷行为实际上很容易符合全部入罪要件的构成，如此，则作为实质借贷行为的“名股实债”交易也必然会被划入上述司法意见的规范范畴之内，可能存在的刑事风险也就不言而喻了。

2. “名股实债”行为是否入罪的分析

如上文分析，虽然近年来私募基金债权投资已经受到严格的限制，但在《非法放贷意见》实施之前，即便私募基金违规进行债权投资，法律后果多停留在民事责任和行政责任层面，刑事责任则集中在募集端的非法集资案件范围。随着《非法放贷意见》的实施，私募基金违规债权投资如果满足特定要件则存在构成非法经营罪的可能。

同时，我国《刑法》奉行双罚制，私募基金、管理人及直接涉及放贷的从业人员，都可能成为犯罪主体，因而对于这一刑事责任风险，恐怕很多私募基金管理人都始料未及。

但从《非法放贷意见》实施后目前的实践情况来看，其打击范围似乎均是指向借贷关系中直接、明确的放贷行为，而鲜有涉及具有一定隐蔽性的“名股实债”交易。

笔者猜测，之所以会有这样的结果，盖其原因在于：第一，“名股实债”本身具有隐蔽性，其在民商事争议的个案司法审查中尚存争议，很难期待公检法机关在认定非法放贷时对此类交易进行全面且实质的审查。

第二，非法放贷入刑需要满足向不特定对象放贷，而司法实践中为了避免打击面过广，对于“不特定对象”的范围有所限制，例如亲友、单位内部成员、同事、老乡、有借贷之外合作历史的交易伙伴等一般均被排除在不特定对象范围之外，而私募基金所进行的“名股实债”投资，往往是针对特定的目标公司（私募基金进行的借款投资，多为股东向公司的借款），其放贷对象的特定性，往往不符合《非法放贷意见》所规定的“向社会不特定对象发放贷款”之入罪要件。

¹⁹ 《非法放贷意见》第一条第一款：“违反国家规定，未经监管部门批准，或者超越经营范围，以营利为目的，经常性地向社会不特定对象发放贷款，扰乱金融市场秩序，情节严重的，依照刑法第二百二十五条第（四）项的规定，以非法经营罪定罪处罚。”

如此一来，似乎私募基金违规进行的“名股实债”投资，距离非法放贷入罪尚有一定距离。但是，也应注意，鉴于监管层面对于“名股实债”的明令禁止、对债权投资的日趋收紧，以及由此可能加强的司法实质审查力度，对于这种与直接借贷交易实质无异的“名股实债”，司法实践将其与直接借款行为进行区别对待的态度可能会有所改变。因而，游离于监管之外的违规“名股实债”投资业务或者其他债权投资业务的入罪风险，恐怕将会呈现“水涨船高”的态势。

另外，《非法放贷意见》除了对于打击范围有所控制外，在溯及力方面也将其适用范围限制在 2019 年 10 月 21 日之后的非法放贷行为²⁰。如此一来，对于在 2019 年 10 月 21 日之前的存量“名股实债”交易，将不会面临被追责的风险。

不过，对于此类存量业务，相关投资人也应注意不能再进行展期，否则如果展期发生在 2019 年 10 月 21 日之后，则可能会被认定为《非法放贷意见》实施后的行为而存在入罪风险。

²⁰ 《非法放贷意见》第八条：“本意见自 2019 年 10 月 21 日起施行。对于本意见施行前发生的非法放贷行为，依照最高人民法院《关于准确理解和适用刑法中“国家规定”的有关问题的通知》（法发〔2011〕155 号）的规定办理。”

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

范向阳

电话： +86 10 8525 4676

Email: xiangyang.fan@hankunlaw.com