中国投融资第一刊

CHINESE VENTURE 融资中国

thecapital.com.cn

零售价：RMB 20（内地）HK$ 40（港澳）

ISSN 1008-4428

2012.03

P82. 华致酒行 IPO 困局

P66. 文化产业投资调查

P34. 2012《融资中国》资本年会——并购与转型

并购伐谋

长期以来，并购市场里，只有那些为数不多的估值能力强，经验丰富，且赌性极强的谋略家般的投资人，踏着遍野的横尸在逆风飞奔

市场周刊

母基金（FOF）迷局

中国首个全国性股权投资基金管理规范——国家发改委于2011年11月发布的“2864号文”——针对非法集资常用手段而采用的“非法人打通原则”和“股权投资母基金”豁免，会对中国市场化母基金的发展带来怎样的影响?

汉坤律师事务所合伙人 **王勇**/ 文

中国合伙制私募基金法律在过去的六年发展中经历了几个里程碑：第一个里程碑是2006年10月中国修改了《合伙企业法》，推出了有限合伙这一国际私募基金主流的法律形式，使中国私募基金更接近国际惯例。自此，合伙制私募基金如雨后春笋般地在全国各地发展起来。第二个里程碑是2009年12月合伙企业被首次正式允许开立证券账户，标志着合伙企业可以在所投资公司上市后名正言顺地作为股东持有上市后的股票，解决了合伙制基金投资的上市退出。但中国的私募基金监管环境仍处于一种粗放的状态，其中最重要的是全国性私募基金立法缺位。

首个全国性股权投资基金规范出台

作为目前中国私募基金设立和运作的主要监管机构，国家发改委于2011年11月发布的《关于促进股权投资企业规范发展的通知》（“2864号文”），将全国大小规模的股权投资基金均纳入备案监管的范畴，标志着中国首个全国性股权投资基金管理规范的出台，这可以算是私募基金法律发展的又一个里程碑。

2864号文的核心在于打击以私募基金为名向社会大众进行的非法集资活动，规范私募融资市场。为此，2864号文的相关指引文件将私募基金的单个投资人的最低投资金额从之前某些省级地方规定中几百万元人民币的最低金额（如天津的200万和上海的500万元人民币）提高到了1000万元人民币。以私募基金为名的非法集资者为规避《合伙企业法》和《公司法》对于合伙人和有限公司股东不得超过50人的限制，除直接采用代持来规避外，往往将多个投资者集中起来设立一个实体（特殊目的公司或SPV）间接投入基金。对此，2864号文祭起的利器是“非法人机构穿透原则”：即如果一个基金的合伙人或股东是一个合伙企业或信托等非法人机构，需要打通该非法人机构，核查其背后的法人或自然人，来计算投资者人数，且该等被打通后的最终投资人亦需满足单个投资人1000万元的最低出资要求。非法人机构穿透原则目前唯一的例外是在发改委备案的“股权投资母基金”。由于国内绝大多数的私募基金无法满足每个投资者1000万元的最低出资额要求，因而“股权投资母基金”成为最后的救命稻草。业界有不少人预测，2864号文将使得母基金作为机构投资者在中国迎来飞速发展的春天。

欧美市场化FOF简介

正确地理解2864号文中的“股权投资母基金”(Private Equity Fund of Funds，简称FOF）及其对FOF发展的影响，需要对FOF这一源于欧美的概念及2864号文中的“股权投资母基金”与欧美FOF的异同有一个深入的了解。

欧美的FOF即投资于其它基金的基金，由专业的团队管理，收取管理费和绩效分成（通常低于直投基金）作为团队的回报。第一批FOF分别在上个世纪80年代末和90年代初在美国和欧洲出现。经过二十年的发展，FOF已经成为私募基金市场中重要的机构投资者之一，其投资额约占全球私募基金市场的15%。

欧美FOF的存在和发展是因其具有的下述三大基本功能：

（一）集合资金以获取投资优秀基金的通行证。通常业绩优秀的基金在募资时会供大于求、超额认购（oversubscribed）,因而对投资人有较高的要求（包括最低投资额、投资者的资信、投资者在FOF领域的经验和声誉、对基金提供的附加值贡献等），美国法律对某类基金（即下述的3(c)(1)基金） 投资者人数亦有限制。FOF通过将单独无法达到业绩优秀基金的投资者要求的资金集合起来，设立一个FOF基金，使得这些投资者能够通过FOF投资到业绩优秀的基金，而FOF基金管理人则向投资人收取管理费和绩效分成(carried interest)，比例通常远低于直投基金。

这里要强调的是，上述FOF的集资功能与国内非法集资者使用的SPV有本质的区别。因为：首先，FOF和直投基金一样，其投资和管理权在一个专业的管理团队，而对于一个SPV， 是由SPV背后的投资者来决定投资特定的基金；其二，FOF投资于多个直投基金，以达到分散风险的作用，而非仅投资于一个特定基金的SPV。

（二）分散投资风险。由于私募基金的投资领域、策略、地域、团队风格、业绩表现等的区别，每个基金

的风险敞口（risk exposure）都不一样。根据现代投资组合理论，一个投资人（如FOF）需要投资于至少6–8个PE基金才能获得一个风险较分散的PE基金组合。通过FOF，投资者可以较小的资金间接投资于多个基金，风险得以分散。

（三）专业化管理。在一个较成熟的私募基金市场，私募基金的种类繁多，有广义的PE基金（包括杠杆并购基金（leveraged buyout fund或LBO fund）和风险投资基金（venture capital fund或VC fund））、介于股权和债权投资的夹层基金（mezzanine fund）、对冲基金（hedge fund）和专门投资特定行业的基金（如地产基金（real estate fund）、基建基金（infrastructure fund）、能源基金（energy fund）、清洁技术基金（cleantech fund））等，每类基金的不同管理团队在投资策略、风格、业绩表现等方面也往往有较大的不同，要对市场上为数众多的基金团队进行深入的了解和调查，需要非常专业的投资人员。即使对于一个拥有1亿美元可投资资产的富有家族，按照现代投资组合理论可以将其中10%（即1000万美元）配置到PE基金，专门设立一个内部的FOF团队从成本角度也是不合算的。

“股权投资母基金”vs.市场化母基金

目前中国私募基金市场上机构投资者十分匮乏，主要是全国社保基金和保险资金，但两者都设有较高门槛，绝大多数的私募基金机构都无缘获得两者的眷顾，因此，类似欧美的FOF在中国拥有很大的市场需求，能起到提高中国私募基金市场的机构化程度、推动市场规范发展的作用。

但2864号文中的“股权投资母基金”与欧美的FOF有着本质的区别。根据2864号文，所有在中国境内设立的从事非公开交易企业股权投资业务的股权投资企业（包括以股权投资企业为投资对象的“股权投资母基金”），除已经根据《创业投资企业管理暂行办法》备案的创投企业和由一家机构独资设立的股权投资企业），均须按照其规模是否达到5亿元人民币（或等值外币）在国家发改委或省级备案管理部门进行备案。2864号文的相关指引则“建议”（在实践中实际上是“要求”）所有新设的股权投资企业的单个投资人出资额不低于1000万元人民币。在目前的备案实践中，成功备案的“股权投资母基金” 主要是专门设立用于投资某一特定基金的特殊目的载体（这与欧美FOF的概念相去甚远，不具有前述的市场化FOF三大功能），只要该“股权投资母基金”本身亦满足直投基金备案的要求，主要包括：（a）单个投资人出资额不低于1000万元人民币，（b）投资者人数不超过50个（如投资者为非法人机构则需如直投基金一样打通核查）,以及（c）不存在其他非法集资的情形。因此，目前的备案管理实际上具有实质性审查的性质。在2864号文要求所有股权投资企业均须进行备案的背景下，除了鼎晖、弘毅、中信产业之类知名的一线基金外，尚有至少数以千计的基金和其背后数以万计甚至十万计的投资人，由备案管理部门对数目如此众多的基金和投资人进行实质性的审查，将从人力资源和专业水平等方面对各级备案管理部门提出极大的挑战，也可能为相关备案官员提供寻租的空间。另外，备案管理部门目前并不对备案基金或对外出具任何“股权投资母基金”资格认定的证明，所以对于潜在投资人而言，除了基金本身的承诺保证外，无法确认该基金是否已被认定为2864号中的“股权投资母基金”。

再有，“股权投资母基金”的备案实际上使得部分基金突破了《合伙企业法》和《公司法》对于合伙人和有限公司股东人数不得超过50人的限制。备案管理部门认可的基金可以通过设置多个平行的或多层的“股权投资母基金”并将其备案的方式，事实上使得其投资人数没有任何的上限。这种通过一个部委的部门规章对全国人大制定的《合伙企业法》和《公司法》进行的突破是否合法，似乎值得商榷。

私募合格投资人资格：美国 vs. 中国

根据美国的《证券法》（Securities Act）和《投资基金法》（Investment Company Act）私募基金分两种形式：一种为针对包含较小投资人的基金（“3(c)(1)基金”），要求自然人投资人的收入水平或净身家、机构投资人的总资产达到一定的水平 (满足该要求者称为“accredited investor”),投资人的人数不超过100人；第二种为针对较大投资人的基金（“3(c)(7)基金”），要求每个自然人投资人拥有不低于500万美元的金融资产、机构投资人拥有不低于2500万美元的金融资产(满足该要求者称为“qualified purchaser”)，如果每个投资人都满足上述条件，则对基金投资者总人数没有上限。美国法律对单个投资人在上述两种基金中的最低投资额不作强制性要求，尽管基金发起人通常会有最低投资额的要求。

如前所述，2864号文的规定和目前的备案实践，实质上使得所有投资人均满足1000万元最低投资额的基金可以通过设立多个或多层的备案“股权投资母基金”的方式，使得其投资者人数不受任何的上限，这与美国的3(c)(7)基金不设置人数限制有些相近，但单笔投资1000万的要求即使按照美国投资人的标准也是过高的。根据现代组合投资理论和实践，在一个风险较充分分散的投资组合中，股票和固定收益类投资大约占三分之二，另类投资（主要包括PE、对冲基金和地产）大约占三分之一，其中PE基金投资约占整个投资组合的10%。而对于一个PE基金的投资组合中，需要投资于6–8个基金才能达到较大的风险分散。照这样计算，一个能够在单个基金中投资1000万元人民币的投资人，至少应拥有6–8亿元人民币（约相当于1–1.3亿美元）的可投资资产。尽管高风险、高收益的PE基金仅适合能够承受相应风险的富有人群和机构投资者，但将PE基金的合格投资者限于如此小的人群，则实在过于严苛。同时，由于对单笔投资不少于1000万元人民币的要求，对于绝大多数可投资资产不足的投资者，只能减少所投资基金的数量，这样会人为地增加投资者的PE基金投资组合集中度过高的风险。

2864号文将使市场化FOF迅速迎来春天？

2864号文及其指引出台后，不少评论者认为，由于只有极少的个人投资者能够满足1000万元的单笔投资要求，这势必很快地催生很多机构投资者 – FOF的发展。笔者认为这个判断可能为时过早。

2864号文及其指引出台后，不少评论者认为，由于只有极少的个人投资者能够满足1000万元的单笔投资要求，这势必很快地催生很多机构投资者 – FOF的发展。笔者认为这个判断可能为时过早。

按照目前发改委备案的实践，不需要打通计算的“股权投资母基金”也需要满足单个投资人1000万元的最低出资额，这使得“股权投资母基金”不具备前面所述的FOF集合较小投资额以获得投资优秀基金通行证的功能。如果一个投资人能够单笔出资1000万元，则基本不需要通过真正的FOF去投资，因为其成本会增加（除直投基金层面通常的管理分和绩效分成之外，在FOF层面还需额外交纳的管理费和绩效分成）。对于真正的FOF，如果其中包括单笔出资低于1000万元的投资人，除非适用一套不同的判定规则，否则需要打通计算投资者人数，从而可能导致FOF本身或其被投资基金的合伙人超过50人而无法完成备案。当然,FOF也可以通过设立为公司制来避免被打通计算，但其带来的税务成本是绝大多数FOF所无法接受的。

综上所述，目前2864号文对于“股权投资母基金”的规定和备案实践，给予了监管机关认可的部分基金突破《合伙企业法》和《公司法》对于合伙人和有限公司股东人数不超过50人限制的一个途径，造成了大型基金和中小型基金游戏规则的差异和不平等的对待，而并不能直接实质性地催生市场化的FOF。

打通原则的法律实践：中国 vs. 美国

在美国法下,同样需要解决投资人是否需要打通的问题：3(c)(1)基金和3(c)(7)基金均需要确保每一个背后的最终投资人满足accredited investor或qualified purchaser的要求；3(c)(1)基金同时需要确保其最终投资人人数不超过100人。但美国相关法律并没有作法人与非法人之类的区分，而是采用实质重于形式的原则,判断该投资实体是否专门为投资本基金而设立，具体依据包括：该投资实体是否将其相当大的一部分资产投资于本基金（40%是一个警戒线），以及该投资实体背后的投资人是否拥有决定投资的权限等。建议中国的有关监管部门可以参照美国私募基金监管的相关做法，制定合理、公平的游戏规则。

结语

在中国，发展不到六年的合伙制私募基金是一个拥有巨大潜力的朝阳产业，不断改善的法律环境将有效地推动国内私募基金的良性发展，而过于苛严或过于宽松的监管政策则可能抑制私募基金的发展或导致其野蛮生长。中国私募基金法律发展之路仍然任重道远，基金界的有识之士仍需上下求索，以寻找到一条既与国际惯例接轨又符合中国国情的发展之途。