

## 发起设立一只人民币基金需要考虑哪些因素

### ——兼论近期监管要求对于基金设立募集和投资运营的影响

继 2015 年前后一批优秀 VC 2.0 机构在市场涌现后，近些年又陆续有部分团队从原人民币基金管理机构或其他领域（如券商、产业资本、上市公司、家族办公室等）spin off 组建新的基金品牌和管理团队；与此同时，受国内外复杂外部环境影响，近期部分美元基金也开始加速发力其首期或新一期人民币基金产品的设立。根据我们的市场观察，人民币基金投资人的诉求不仅变得愈加复杂，投资人之间利益的非一致性因素也逐渐增多，叠加监管层面各种复杂合规要求的出现，人民币基金在设立筹备时相关募资策略的制定、法律架构的搭建、设立和投资运营机制的设计就显得愈发重要。我们将结合近期基金业协会（下称“协会”）颁布的基金备案关注要点等近期发布的监管要求，以基金律师的视角进一步提示管理团队在发起设立人民币基金时需要考虑的因素，力争为之后提升基金投资运营的灵活性、满足和平衡管理人与投资人以及不同投资人之间的诉求预留充分的空间。

#### 一、需要采用复杂基金架构吗？

在基金筹备特别是市场化机构发起设立基金的筹备过程中，除管理人从机构运营管理、税务筹划、团队激励与约束等角度主动做出的架构设计外，外部投资人的各类诉求及其变化也进一步助推了管理机构内部的组织、人员、投前及投后管理等各

个方面和阶段的迭代升级，这其中也包括了基金产品的架构设计。基金实务中，常因投资人的内外资成分、投资人的类型（如高净值个人等财富端资金）、特定类型投资人的监管或政策要求（包括对基金规模、备案类型、落地要求等）等原因，管理人可能要考虑平行基金、联接基金（feeder）、母子基金、伞形基金等架构的搭建。在该等复杂架构的基金设立过程中，亦需要联动考虑基金未来各类运营机制的安排，最大程度减少未来与投资人之间的潜在纠纷，或为管理人自身带来不必要的负担。

例如，有部分市场化投资机构采用内资+外资平行基金的架构，以应对交易端因外商投资准入限制对部分投资项目的限制。但这其中采用何种标准界定含有部分外资成分的投资人进入哪一只基金实体更为合适（以避免错失潜在的投资机会）、如何优化因多个平行基金实体交割节奏和规模的变化（如先后设立、后续募集期内基金规模各自变动、极端情形下基金投资人减资等）、基金实施投资前后外商投资准入要求的变化（包括趋于严厉或趋于宽松）等因素对共同投资比例的确定和调整（包括自始追溯调整、发生后调整等）的影响、如何处理因外资项目投资排除造成的未使用出资额（向投资人返还、调整投资成本分摊比例或采取其他措施）、如何在基金部分潜在投资人（以财富端投资人为代

<sup>1</sup> 本文所指基金均仅针对私募股权/创投基金。

表)自身发起设立产品前即对其上层出资人的外资成分提前作出相应限制(包括投资基金的整个期间的限制)等,均为管理人带来了一定挑战。这其中既需要机构内部募资、法律、财务、运营团队的通力配合,也需要在基金产品设立前的早期筹备阶段即开始考虑如何应对该等问题。

## 二、考虑基金首关规模时有需要留意的吗?

一般情形下,基金后续募集增加的认缴出资额不得超过首关规模的3倍,即终关规模最多为首关规模的4倍。因此,在与各潜在投资人沟通协调交割进展、次序时,需充分考虑该等影响。此外,某些特殊影响可能对基金交割的节奏有特殊影响,例如:

- 1、投资单一标的的资金不超过基金规模的50%的基金(以单一或特定项目基金为代表;如为联接基金(feeder)则“穿透”判断主基金是否触及前述投资集中度比例)、契约型基金、不托管的基金:仅可一次性交割;
- 2、券商系基金:原则上一次性交割,在满足特定条件的情况下(包括运营满1年且业绩良好、未出现违约风险、全体投资人同意、每次扩募间隔不少于1年等)可以开展后续募集;
- 3、公司制基金:如基金为国有控股及实际控制的公司,公司增资(基金扩募)将可能涉及履行国资手续(视具体情况可能包括审计、评估及备案、进场交易等);
- 4、投资人因素的影响:例如,险资投资人投资私募股权基金的,基金规模不得低于5亿元;又如,部分投资人(以政府引导基金为代表)对于其在基金中最高出资比例有相应限制,为满足该等要求,需考虑该等投资人是通过分次交割的方式投资基金,或一次性认缴并在基金终

关时通过转让权益等方式降低其认缴出资(如终关时不满足出资比例限制要求的);此外,在基金涉及复杂架构的情况下,还需考虑该等比例限制要求是否可针对整个一期基金的所有实体(如包括所有平行基金的认缴出资额之和)或是仅针对投资人投资的单个实体。

## 三、考虑基金期限时有需要留意的吗?

基金期限的设置本质上是管理团队基于基金自身的投资策略、投资阶段、投资和退出节奏预测作出的商业安排。例如,早期基金、FoF的期限可能相对较长,而跟投资策略基金、以pre-IPO投资、PIPE投资为主要投资方式的基金的期限可能相对较短,但均需视具体情况而定。近期,因协会公示的基金备案案例中出现基金自身期限短于基金投资人的期限、被认定为属于“期限错配”、要求管理人整改的情况,引起了市场的广泛关注和热烈讨论。我们理解,并非所有下层基金期限短于上层基金的情况均属于带有“期限错配”等特征的资金池业务,在基金投资人本身已有较高风险识别能力和承担能力的情况下,因基金投资人意思自治对包括期限在内的基金合同要素约定应当予以宽容对待。根据我们目前了解的基金备案审核口径,对于上层基金期限短于下层基金期限半年以内,或虽然超过半年但满足下列情形的,不会构成基金在协会备案的实质性障碍:

- 1、上层基金的全体投资人知悉期限不匹配情况,愿意承担流动性风险;
  - 2、上层基金是规范运作的FoF;
  - 3、上层基金是社保基金、慈善基金、企业年金;
  - 4、下层基金承担国家或地区区域发展重大使命、政策目标,下层基金管理人能提供证明材料的。
- 因此,上层基金管理人在基金合同条款设计时

以及下层基金管理人在基金募资时均应予以高度关注，以免影响基金备案的进展及增大与基金投资人的沟通协调工作。

#### 四、需要单独设立 GP 吗？

根据我们的市场观察，近些年新成立的合伙型人民币基金中，已经越来越多采用在管理人主体之外单独设立 GP 的模式（即管理人与 GP 分立），可能包括的因素包括：

- 1、 税务筹划：GP 获取的分配（包括 carry）可以解释为投资收益，而非提供投资管理服务的对价，有一定空间被解释为不属于增值税的应税范畴；
- 2、 风险隔离：GP 仅为自己出资的基金的债务承担无限连带责任，管理人的管理费等收入不会用于承担该等责任；
- 3、 满足 LP 诉求：如 LP 对于 GP 注册地或参股 GP 有相应诉求，管理人可通过为每只基金单独设立 GP 来实现。

如单独设立 GP 的，管理人还需特别留意以下几点：

- 1、 GP 及其穿透后的最终投资者（如需穿透）需要满足合格投资者要求，GP 对基金的首期实缴出资不低于 100 万，需管理人内部提前做好资金筹划；
- 2、 管理人应与 GP 具备关联关系。如 GP 由个人担任的，其仅能为管理人的法定代表人或执行事务合伙人（委派代表）。

#### 五、基金可以从事债权投资吗？

对于基金从事债权类业务，目前监管的核心意义在于防止“伪私募”沦为提供金融通的通道、从而在私募基金领域出现“影子银行”的风险，但

对于基金投资实务中搭配股权+债权的方式，监管仍保留了一定空间。

对于单纯的债权投资（如过桥投资），目前仅限于股权投资为目的，为被投资企业提供 1 年期以内的借款，且借款余额不超过基金实缴金额的 20%。基金实务中，基于投资方式、被投资企业重组等因素，在项目投资中基金提供借款的对象有时可能为被投资企业的股东或其他关联方，在不违背监管核心要义的情况下，对于“被投资企业”的主体范围认定我们也建议相关部门及托管机构能够按照实质重于形式的角度来把握。

对于投资未上市企业的可转债，目前没有严格的期限和比例限制，对于可转债规模超过基金规模 20% 的会予以特别关注。考虑到盲池基金在备案时尚无法确定和囊括未来投资中可能遇到的复杂情形，管理人可单独就该等可转债发生的商业场景和一般情形下的约定（包括期限、利率、转股条件等）向协会出具说明，但需要注意的是，基金不能通过该等可转债变相从事监管禁止的债权业务（如转股期限过长、利率过高、转股条件事实上无法满足等）。基金实务中，对于 VIE 红筹项目，如被投资企业为履行 ODI 审批程序等架构重组而由基金向被投资企业提供可转债以及基金签署的 VIE 协议中包含有关股权质押安排的，需特别留意监管关于债权投资以及基金从事担保业务的相关限制要求。

#### 六、如何选择基金备案类型（股权 or 创投）？

对于基金在协会备案类型的选择，在相当长的时间内并未引起管理人的关注。但伴随监管环境的复杂变化，目前在基金设立筹备阶段即需要考虑这一重要因素，可能影响的要点包括：

##### 1、 投资范围

股权基金可以投资未上市企业、首发企业股票

投资（仅限战略配售及港股基石投资）、PIPE 投资（包括向特定对象发行股份（定增）、大宗交易、协议转让）、上市公司配售、上市公司可转债、可交债等；而创投基金仅可投资未上市企业（且不涉及基础设施、房地产等负面清单领域）、上市公司配售。

需要留意的是，因为创投基金的投资范围所限且需穿透至底层标的进行判断，如基金募资时潜在投资人包括创投基金的，为避免基金未来的投资范围受到限制，可以考虑通过投资排除等机制设计（即排除创投基金投资人参与该等项目投资）以满足相应要求。

## 2、潜在投资人情况

例如：募集保险资金的，需结合管理人的 AUM、在管基金情况、项目退出情况、投资人出资比例限制、投资集中度限制等考虑基金备案类型的选择。

## 3、创投基金享受的政策

### (1) 多层嵌套豁免

对于私募基金之间出于投资策略（如 FoF）、募资或投资架构设计等考虑出现的嵌套，监管并未严格限制嵌套层级；但如基金管理人或基金出资人为金融机构背景的（如证券公司、基金管理公司或其子公司管理的资产管理计划、券商系基金等），将严格适用资管新规关于多层嵌套的限制。如创投基金满足特定条件的（包括期限不短于 7 年、原则上非结构化基金、原则上不涉及举债等），其自身可豁免一层嵌套。

### (2) 税收

目前，财政部、国家税务总局等相关部门出台了多项针对创投基金的特殊税收政策<sup>2</sup>，意在通过税收配套政策扶持国内创投行业并支持实体经济发展。管理人需要特别留意该等税收政策享受的前提条件（包括对创投基金、被投企业的要求等）。

需要特别指出的是，2018 年关于合伙企业的自然人合伙人获得的股权转让所得适用税率在业内引发剧烈争议后，随着国务院常务会议召开及财税[2019]8 号文的落地，在目前国内对于个人所得税所适用的课税模式（征管模式）下，创投基金<sup>3</sup>可以选择按单一投资基金核算或者按创投企业年度所得整体核算两种方式之一，对其个人合伙人来源于创投基金的所得计算个人所得税应纳税额。但并非选择按“单一投资基金”核算一定对应更低的税负，管理人需留意在该等方式下亏损不能结转、基金费用（包括管理费、carry 等）不得扣除等限制因素，从而作出可能更加适合自身的选择。

### (3) 特殊锁定安排

被投资企业（发行人）没有或难以认定实际控制人的，在创投基金自身及其首次投资时被投资企业满足特定条件（包括创投基金管理人已入会、被投资企业成立不满 60 个月并满足 522 要求、基金投资已满 36 个月等）的情况下<sup>4</sup>，如创投基金非发行人第一大股东但位列合计持股 51%以上股东范围的，仅需锁定 1 年而无需锁定 36 个月。

需要留意的是，随着 2020 年证监会修订后的减持新规<sup>5</sup>的出台，目前股权基金和创投基金在被投资企业满足特定条件（基金首次投资时被投资企业成立

<sup>2</sup> 包括《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》（财税[2018]55 号）、《关于创业投资企业和天使投资个人税收政策有关问题的公告》（国家税务总局公告 2018 年第 43 号）、《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）、《关于中关村国家自主创新示范区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[2020]63 号）等。

<sup>3</sup> 在发展改革部门备案的创投企业亦可按照财税[2019]8 号选择相应的核算方式，篇幅所限本文不再赘述。

<sup>4</sup> 具体可参见《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》。

<sup>5</sup> 具体可参见《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）》。

不满 60 个月、被投资企业符合 522 要求、被投资企业在发行材料受理时已取得高新技术企业证书，满足三者之一即可）的情况下均可享受“反向挂钩”政策加速减持，但未备案为基金的实体则无法享受。考虑到基金实务中可能出现的为汇集多个基金实体（以平行基金为代表）资金、为投资人提供跟投机会等原因设立投资持有工具（SPV），而该等投资持有工具可能因不满足基金特征而无法备案的情形，我们也期待监管部门对于享受加速政策的主体范围认定未来能给予一定程度的放宽。

## 七、如何满足合作方参与基金治理及分享经济利益的诉求？

在部分合伙型基金设立筹备的过程中，部分基金的潜在合作方（如基金的重要产业合作方、上市公司、地方政府等）基于参与基金治理、分享经济利益、管理底层资产、资源嫁接等诉求，希望采用合资 GP 或 Co-GP 等架构设立基金。采用该等架构可能需要的因素包括：

- 1、基金治理层面：因 GP 同时体现管理人以外其他主体的参与因素，应充分考虑 GP 在基金层面各项权利行使的前提是否需要先在合资 GP 内部（如其内设机构）或 Co-GP 之间履行一定审议程序，或由 GP 指定人士直接行使相应权利和权力；
- 2、反垄断申报：是否可能因参与各方的营业额及对于 GP/对于基金的控制力，触发合资 GP 设立/基金设立时的反垄断申报义务；
- 3、合格投资者：非管理人的 GP 主体（及其穿透后的出资人，如需穿透）需满足合格投资者条件，在基金备案前对基金的实缴金额应不低于 100 万，需管理人及合作方内部提前做好资金筹划；

- 4、管理费收取：非管理人的主体均不能收取管理费，如非管理人的主体为基金提供投资建议等辅助性帮助的，该主体可收取咨询顾问费、普通合伙人报酬等；
- 5、执行事务合伙人与管理人的设置：设立多个 GP 的，可以选择其中 1 个或多个主体为执行事务合伙人，管理人应为执行事务合伙人（或多个执行事务合伙人中的一家）或其关联方；
- 6、券商系基金特殊要求：例如，如合作方 GP 不具备管理人登记资格的，其必须为地级以上地方政府投融资平台、上市公司控股子公司或证监会认可的其他机构。

此外，根据我们对人民币基金市场的长期观察，采用该等模式的情况下，基金设立流程较为复杂，基金运营过程中可能容易出现治理效率低下、治理僵局等情形。为满足合作方的诉求，管理人亦可考虑通过其他基金架构和运营机制的设计等方式实现。

## 八、可以进行分级产品设计吗？

根据目前的监管要求，除券商系基金、主要进行 PIPE 投资的私募股权基金外，一般的私募股权/创投基金的优先劣后资金配比、收益分配和亏损分担比例没有强制性要求，但需要留意不得通过分级安排进行保本保收益的安排。

## 结语

诚如文首所述，人民币基金的设立运营机制十分复杂，在筹备新一期基金的过程中，需要考虑的因素也远不止本文列举的内容。对于已有丰富产品线的管理机构，其在开辟新的业务板块（如成立行业垂类基金）或发起设立新一期人民币基金时，还将面临管理团队配置、关联交易与利益冲突管理、投资人的个性化诉求设计（以专户基金为代表）、投

资机会分配（包括美元基金与人民币基金、早期和成长期基金、主基金与跟投基金等）、基金税务筹划等复杂问题的挑战，我们经常以基金律师的视角参与到客户的老基金募资情况总结复盘、新基金募资策略制定、基金架构和运营机制设计与优化、基金合同文本起草、机构投资人谈判、S 份额转让与基金重组、基金 ESG 体系搭建、LP 违约和基金争议

纠纷处理、管理团队激励与跟投方案设计等过程。我们也期待凭借在投资基金领域长期的市场观察，为我们的客户在投资基金领域提供一揽子综合性、前瞻性、具有针对性的法律服务，以期应对当下复杂多变的募资环境。如需就其中部分问题与我们探讨的，也欢迎与我们进一步联系。

王 曼 合伙人 电话：86-10-85537738 邮箱地址：wangm@junhe.com  
崔嘉鲲 合伙人 电话：86-10-85537812 邮箱地址：cuijk@junhe.com



本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。