

创投基金实务指南之专题四：私募基金设立和投资中的反垄断申报

作者：林熙翔 汤雪 杨壹凯 刘嘉纯

“创业投资”最早起源于美国，美国风险投资协会（NVCA, National Venture Capital Association）将创业投资定义为由创业投资机构投入到新兴、迅速发展、具有巨大竞争潜力的企业中的一种权益资本。创业投资行业在美国已有近70年历史，其孵化并支持的独角兽上市公司在股市市值占比已超过50%。20世纪80年代，创业投资行业进入中国，国家科委和财政部联合几家股东于1986年共同投资设立了中国创业风险投资公司，成为我国大陆第一家专营风险投资的股份制公司。历经30余年的发展，中国的创业投资企业（“[创投企业](#)”）培育的独角兽上市公司，在股市市值占比已达到约35%^[1]。创投行业为创新创业企业的发展提供了重要的资本力量，在促进创业、培育新动能、带动就业等方面发挥着至关重要的作用，其健康的生态不仅有利于行业自身发展，更能有效引导和推动整个社会创新。

自2004年国务院颁布《国务院关于投资体制改革的决定》以来，国家及各级政府出台了一系列创业投资相关的监管规定及鼓励政策，引导和鼓励各类市场主体支持及投资未上市成长性、创新创业企业。创业投资基金（“[创投基金](#)”）作为创业投资活动的重要参与主体，如何满足相关的监管要求及条件，灵活运用创业投资的鼓励扶持政策，已成为创投行业一个共同关注的热点话题。

结合海问多年对私募股权投资基金、PE/VC行业监管规则的理解及丰富的实践经验，我们将在《创投基金实务指南》系列文章中，详细解析创投基金的界定标准、资金募集、运营管理、项目投资及退出等环节涉及的监管规定及鼓励政策，助您轻松驾驭创投基金生命周期中可能遇到的各项法律及合规问题，在创投行业披荆斩棘，所向披靡。

如您希望获取《创投基金实务指南》，请点击文末的“阅读原文”/长按并扫描文末二维码，填写您的联络信息，我们将为您发送实务指南。

专题四 私募基金设立和投资中的反垄断申报

私募基金设立和投资中涉及的经营者集中反垄断申报，近年来渐成常态。根据统计数据以及海问的观察，整体而言，私募基金申报的经营者集中占比8%左右^[2]，其中：

- 就基金投资而言，私募基金控股型收购、显著比例的少数股权投资、全球性/亚太区私募基金基于一项境外交易而触发中国境内申报义务的情形占绝大多数；典型意义上的私募创业投资基金的少数股权投资涉及的申报占比相对较少；
- 就基金设立而言，设立共同控制的私募基金（尤其采用双普通合伙人（Co-GP）或者合资普通合伙人形式设立的基金）近年来逐渐增加，其中，以国资系、金融机构系管理人所设立的基金或者以不动产为投资方向的基金居多；
- 私募基金申报的案件绝大多数可适用简易程序审查，相对少数的交易由于私募基金控制的个别投资组合公司在相关市场的市场份额显著而需适用普通程序审查，其中亦涉及一宗附条件批准的案件；
- 私募基金申报的案件主要涉及房地产、消费品、能源等行业，其他行业则相对分散；
- 私募基金少数股权投资未依法申报实施集中的交易进入行政执法视野。

本文拟从管辖权问题（即从控制权和营业额测算的角度评估一项上游基金设立和下游基金投资并购是否应当申报）、程序性问题（即是否可以适用简易程序以及预期时间）和实体性问题（即竞争执法的方法论和关注点），简要回顾私募基金设立和投资中涉及的反垄断合规实务。

一、管辖权问题：是否达到申报标准



从中国的反垄断申报的适用规则和审查实践而言，私募基金的设立和投资涉及的经营者集中与其他类型的经营者集中行为适用相同的监管；由于私募基金架构和投资特点，根据我们的观察，实务中的监管思路与中国境外主流司法辖区（特别是欧盟）的作法基本一致。具体而言：

如果一项私募基金的设立、投资和并购交易构成“经营者集中”，而且参与集中的经营者营业额达到法定申报门槛，则需向国家市场监督管理总局进行经营者集中反垄断申报。未经申报不得实施集中。“经营者集中”是指两个或者两个以上的经营者的合并，或是经营者通过获取股权、资产、合同等方式取得对其他经营者的控制权或能够对其他经营者施加决定性影响（以下合称“[控制权](#)”）的情形。就新设合营企业而言，如果至少有两个经营者共同控制合营企业，则亦构成经营者集中；因此，在此监管框架下，基金设立中如果涉及两个以上的投资人/合伙人就基金具有控制权，则需要评估是否涉及经营者集中申报。

1.1控制权判断

经营者是否通过一项交易取得其他经营者的控制权或者导致控制权变更，是判断一项交易是否构成经营者集中的关键。《反垄断法》以及其他适用规则就“控制权”没有提供明确定义，而是采取列举的方式提供多项评估因素，包括股权和表决权结构、董事会和管理层结构、公司治理安排、交易目的、经营者之间的重大商业关系或合作协议作综合判断。因此，执法机构就控制权的认定具有一定自由裁量权。实践中，投资人如取得目标公司50%（就上市公司而言30%）以上有表决权的股权类证券、或者控制董事会50%以上的席位通常会被推定认为具有控制权，或者投资人就目标公司的经营管理或重大战略性事项（包括但不限于财务预算、商业计划和高级管理人员任免）具有决定权

或否决议，亦很可能被视为取得控制权。

就基金设立而言，通常而言均系由一家普通合伙人（“GP”）单独控制，即单独一家GP就基金的运营、管理和投资活动具有单独的决策权，而有限合伙人（“LP”）作为财务投资人不参与基金的具体运营管理和投资决策，仅享有基金条款项下惯常财务投资人的保护性权利，这一结构下通常不涉及经营者集中申报。但是，如果涉及两家或以上GP、或者LP在惯常的保护性条款之外取得基金的运营、管理和投资活动的决定权或者否决议，则很可能构成一项经营者集中，需进一步评估相关方的营业额是否达到申报标准。具体而言：

- **Co-GP共同控制**：两家或以上企业均直接作为基金的普通合伙人，共同发起设立一支基金，由于GP通常能够就基金的运营、管理和投资活动具有决策权，通常可以推定两家或以上GP就基金具有共同控制权，进而基金设立构成经营者集中[3]；除前述直接Co-GP结构之外，实践中亦涉及合资GP结构（即由两家或以上主体共同新设一家合资持股主体，该合资持股主体作为新设基金的GP），如两个以上主体通过该合资持股主体共同行使GP的权力，决策基金的重大经营事项，这一合资GP的模式亦可能构成经营者集中[4]。

- **GP/LP共同控制**：在惯常的财务投资人“保护性权利”之外，如果LP还特别拥有一些额外的权利，特别是LP作为合伙人或者通过在投资决策委员会或顾问委员会中委派委员的方式就基金的投资和运营事项具有决定权或否决议时，可能会被认定为与GP形成就基金的“共同控制”，进而基金的设立亦构成一项“经营者集中”。**GP/LP共同控制的结构在涉及持有份额比例显著的基石投资人或者政府引导基金投资人的情形中较为常见，因此，在这些情形中有必要就基金的治理条款作更为细致的分析，以评估在反垄断语境下是否可能构成所谓GP/LP的“共同控制”**[5]。

与之相关的，我们亦注意到作为资产管理中的类别和方式之一，市场上亦存在通过设立共同控制的信托或者通过信托方式设立共同控制的主体，从事投资收购业务的情形，随着市场交易的活跃，信托结构下经营者集中申报预计亦可能有所增加[6]。

就基金的投资并购而言，常见的控制权结构可能涉及如下情形：

- **共同控制**：在创业投资基金、成长型基金的少数股权投资场景下，根据本轮投资之后的交易文件和公司治理条款，基金投资人可能与本轮联合投资人和/或前轮投资人、创始人形成就目标公司的“共同控制”，进而在前述主体之间形成一项经营者集中；

- **单独控制**：在并购基金的控股型交易、房地产基金的地产项目收购场景下，基金投资人在交易完成后通常将取得目标公司/项目公司的单独控制权，进而在基金投资人与目标公司之间形成一项经营者集中。值得一提的是，在并购基金的控股型交易中，交易结构中不时涉及由投资主体向目标公司管理层发行股份（Rollover shares）的安排，以实现买方和卖方之间的利益协调以及目标公司的经营管理持续稳定。在此情形下，管理层（特定个人或管理层团队作为一个整体）上翻之后尽管持有目标公司的股份，但通常不会仅基于其任职高级管理人员即推定就目标公司具有控制权（即所谓“管理层控制”），进而与基金投资人就目标公司形成共同控制，仍需结合公司治理条款评估管理层是否就目标公司经营管理或重大战略性事项具有决定权或否决议；

- **无控制**：在涉及多家私募基金组成的买方财团竞标交易、特定集团分拆业务的“混改”或“引战”项目、上市公司私有化等场景中，基于商业安排，最终目标公司股权结构和董事会席位可能形成相对分散的格局，同时亦无任何一方投资人/股东能够基于公司治理安排单独就经营管理决策或重大战略性事项具有决定权或否决议，相反，前述事项的决定或否决议通常取决于股东之间不特定的表决组合。尽管在欧盟的并购控制审查实践中认为前述结构“无控制结构”，进而不构成一项受限于经营者集中审查的交易，但是，在中国的经营者集中审查实践中就此结构尚无明确结论，仍需结合个案中的各项因素作综合评估。

1.2 营业额测算

根据适用规则，达到以下申报标准之一的经营者集中需进行事前申报：（1）参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过100亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过4亿元人民币；或者（2）参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过20亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过4亿元人民币。

就何为“参与集中的经营者”，是各种交易结构项下分析申报义务的重点。作为一般性的原则：

- 就合并交易而言，指合并双方；
- 就新设合营企业而言，指取得合营企业“控制权”的各方。在新设共同控制基金的场景下，根据控制权结构不同，可能是取得基金控制权的相关GP和/或LP；
- 就并购或投资交易而言，指目标公司和取得目标公司“控制权”的一方或多方[7]。

根据适用规则，计算特定私募基金的营业额时，应当追溯至基金的最终控制人，将其具有“控制权”的所有经营者的营业额计算在内（即所谓集团层面的营业额），以此为基础测算是否达到营业额标准。作为一般性的参考：

- 计算直接或间接控制基金的其他经营者的营业额时，由于典型的基金是由GP/管理人发起设立、运营和管理，因此管理私募基金的GP/管理人通常被视为就基金具有控制权，进而需穿透基金的普通合伙人（或者，根据基金的治理文件就基金具有控制权的其他主体），追溯至最终控制人，计算其控制的所有实体的合计营业额；
- 计算基金直接或间接控制的其他经营者的营业额时，应将其具有“控制权”的被投企业的营业额计算在内。

实务中，基金投资人时常提及的困惑是，同一GP/管理人通常可能会发起设立不同的基金，不同的基金面向不同的投资人、针对不同的投资行业/地域、持有不同被投企业。在特定基金所从事的投资并购交易中，在计算其营业额以评估申报义务时是否可以主张仅计算该特定基金及其控制的被投企业的营业额，而不考虑管理人管理的其他基金（及其控制的被投企业）。就我们所知，个别的司法辖区基于特定基金为口径测算其营业额，但是，根据目前的执法实践，我们理解，中国和欧盟的作法一致，仍是以管理人管理的所有基金（及其控制的被投企业）的“全口径”计算私募基金的营业额。

二、程序性问题：适用程序及其条件



自2014年经营者集中简易案件申报制度出台以来，经营者集中审查即存在两种适用程序，即简易程序和普通程序。2021年的数据统计显示，超过85%经批准的案件均适用简易程序审查。

相比于普通程序，根据目前的审查实践，适用简易程序的案件通常可以在提交申报之日起的1-2个月通过审查；而普通程序中，如无实质的竞争关注和合规问题，自提交申报之日通常4-6个月左右亦可通过审查。个别复杂案件中，时间可能更长。此外，简易程序在案件正式受理和立案之后，案件的简要信息^[8]将向社会公示，公示期为10日，以接受第三方关于案件是否符合简易案件的异议。

就是否能够适用简易程序，是确定触发申报义务之后基金投资人最为关注的问题。根据适用规则^[9]，这一问题取决于“参与集中的经营者”（其范围可参考上文第1.2部分中的分析）的业务及其业务关系，以及在本次交易涉及的“相关市场”的市场份额。相关市场受限于需求和供给替代性分析或者其他分析工具的分析结果，同时需要结合执法机构审查先例作合理界定，通常是一项技术性工作。概括而言：

- 如涉及横向集中（即集中各方之间存在竞争性业务），则集中各方在具有横向重合的相关市场的市场份额合计低于15%；
- 如涉及纵向集中（即集中各方之间存在上下游业务），则集中相关方在具有纵向关联的上游、下游相关市场的市场份额分别低于25%；
- 如为混合集中（即横向、纵向集中之外的集中），则目标公司所涉及的相关市场的市场份额低于25%。

其中，就私募基金而言，我们注意到：

- **在基金设立的场景下**，以基金业务为起点界定相关市场，通常可以主张界定为“私募股权投资基金管理市场”，由于中国境内这一市场的市场规模较大，竞争相对充分，基本均可适用简易程序；值得注意的是，如新设基金为专项基金或设立即拟收购或承接特定资产（例如，房地产基金项目中不同地产类别种子资产，“**底层资产**”），相关市场则可能需要根据底层资产情形相应界定，结合集中各方在底层资产涉及的相关市场的市场份额评估简易程序适用的可能性。

- **在基金投资并购的场景下**，私募基金及其控制的被投资企业将作为一个整体，以评估其与目标公司之间是否存在横向重合或纵向关联。由于私募基金广泛地不同赛道和细分领域中寻求投资机会，因此大多数的经营者集中申报为“混合集中”，目标公司在相关市场的市场份额低于25%，通常可以适用简易程序；而少数情形中，例如下文提及的并购基金的add-on acquisition中，即涉及私募基金控制的被投资企业与目标公司在细分领域中存在业务重合，进而合计市场份额高于15%，在此情形下需适用普通程序审查。

三、实体性问题：竞争执法的方法论和关注点



与产业投资并购不同，私募基金由于投资于广泛行业，因此在多数触发申报义务的交易中，私募基金及其控制的被投资企业与目标公司之间通常没有竞争性或上下游业务，即所谓“混合集中”，在此情形下引起竞争关注的可能性较低，原因是相关市场的竞争情况（包括集中后实体的市场份额、市场集中度等）均不会由于拟议交易而受到影响。

但是，如私募基金及其控制的被投资企业与目标公司之间存在竞争性业务或上下游业务，则需从横向和/或纵向的角度评估拟议交易的竞争影响。

- **横向重合**：如存在横向重合，则执法机构会关注集中各方通过拟议交易所增加的相关市场的市场份额是否会引起实质的竞争关注。就私募基金而言，Add-on acquisition是并购基金常采取的策略之一，即通过收购同行业主体的方式，增强被投资企业之间现有业务与新业务之间的协同效应，以期实现更高的投资回报。因此，add-on acquisition的申报通常涉及横向重合，如私募基金旗下被投资企业与目标公司在同一市场的市场份额合计低于15%，则可以适用简易程序；但是合计市场份额如超过15%，而且较为显著，则可能引起监管关注，需要在普通程序中提交更多分析材料，以及澄清和消减执法机构就拟议交易的竞争担忧。例如，2011年佩内洛普有限责任公司收购萨维奥纺织机械股份有限公司股权案中，私募基金Alpha Private Equity Fund V（“**Alpha V**”）拟通过特殊目的公司佩内洛普收购一家纺织机械生产商萨维奥。经审查，执法机构注意到Alpha控制的被投资企业纺织机械生产商乌斯特（Alpha V持有其27.9%的股份，为其第一大股东）与拟议交易目标公司萨维奥在自动络筒机电子清纱器市场存在横向重合，而且二者系这一市场“唯二”的竞争者（其全球市场的份额分别为52.3%和47.7%），执法机构认为拟议交易存在竞争关注，最终决定附加限制性条件批准交易（条件之一即为Alpha V剥离乌斯特）。

- **纵向关联**：如存在纵向关系，则执法机构会关注拟议交易是否会引起封锁效应（即参与集中一方在上游具有市场优势地位，在与下游的目标公司集中之后，有动机和能力利用其优势地位在下游市场产生排除竞争的效应；反之亦然）。就私募基金而言，执法实践中，通常会评估拟议交易中，私募基金及其控制的被投资企业与目标公司之间的实际的、现有的上下游关系（即存在业务往来），进而讨论拟议交易对现有的相关竞争者与第三方之间的供应关系可能产生的影响，以判断拟议交易是否可能产生所谓“原料封锁”或“客户封锁”效应。

实务中，基金投资人间或谈及的问题或主张是，由于同一私募基金管理人旗下控制的被投资企业可能是由不同基金运营和管理，面向不同LP投资人、受限于不同退出期和其他条款要求，通常基金内部会认为不同被投资企业之间是独立运营的主体，私募基金管理人通常没有动机或能力协调其控制的被投资企业面向相关市场实施所谓封锁策略。尽管如此，根据我们的经验和观察，执法机构目前仍按照一般产业投资并购中纵向集中的方法作出评估（具体如上），但是如私募基金及其控制的被投资企业与目标公司之间只存在纵向关联而无横向重合时，通常情形下不会引起实质的竞争关注。

1.本段数据来源于麦肯锡发布的《透视中国创投生态，抓住十年黄金期》，原文链接如下：
<https://www.mckinsey.com.cn/%e9%80%8f%e8%a7%86%e4%b8%ad%e5%9b%bd%e5%88%9b%e6%8a%95%e7%94%9f%e6%80%81%f9%bc%8c%e6%8a%93%e4%bd%>

2.系基于海问不完全统计，其中不包括私募基金作为卖方退出的交易、以及主权财富基金、养老金等非典型私募基金投资的案件。第三方数据统计和申报先例汇总，亦可参见微信公众号“反垄断大数据”：<https://mp.weixin.qq.com/s/ByX3C7jFiJ8-j-DGkcxYgQ>。

3.新设基金申报的先例中以Co-GP结构居多。例如，（1）**华宝（上海）股权投资基金管理有限公司与建信金投基金管理（天津）有限公司新设合伙企业案（2022年2月15日通过审查）**。华宝股权和建信金投等主体拟设立一家有限合伙，其中华宝股权和建信金投均为执行事务合伙人，共同控制该合伙企业；（2）**中金私募股权投资管理有限公司和阿斯利康投资（中国）有限公司新设合营企业案（2022年1月20日通过审查）**。阿斯利康与中金资本发起设立一支基金，其中阿斯利康和中金资本将担任基金的普通合伙人，共同控制该合伙企业。

4.例如，（1）**宁夏嘉泽新能源股份有限公司与Unity CMC Holdings Limited新设合营企业案（2022年1月20日通过审查）**。嘉泽新能和CMC拟设立一家51%和49%的合营企业。嘉泽新能和CMC所属的GLP China Holdings Limited（即普洛索中国控股有限公司）拟发挥各自优势，共同发起设立新能源投资基金（“投资基金”），用于收购嘉泽新能或第三方开发的风力和光伏发电项目。合营企业设立后，合营企业将担任该基金的普通合伙人；（2）**上海双创投资管理有限公司与上海建银国际投资咨询有限公司新设合营企业案（2020年5月19日通过审查）**。双创与建银国际拟以65%和35%的持股比例在上海设立合营企业，该新设合营企业作为普通合伙人设立一家有限合伙企业，该私募基金将从事私募股权投资领域投资，专注于科技创新领域的投资。

5.例如，**瑞科悦购私人有限公司和恒信基金有限合伙新设合营企业案（2017年10月17日通过审查）**。通过本次交易，瑞科和恒信拟在开曼群岛新设一家基金，即Garbo Commercial Property Fund L.P.，拟投资位于中国境内将进行并购或改造的“大悦城”品牌房地产项目。本次交易后，基金将由恒信作为普通合伙人和瑞科悦购作为有限合伙人共同控制。

6.例如，（1）**魁北克储蓄投资集团（“CDPQ”）与通用电气公司新设合营企业案**。GECAS作为通用电气公司旗下业务部门通用电气资本的一部分，将与CDPQ通过旗下的一家或多家公司共同设立一家SPV。SPV将作为某拟设立信托的唯一受益人，持有由该信托发行票据构成的证券化资产，该信托直接或间接子公司所拥有的飞机为该等票据提供担保。SPV将从事飞机融资租赁相关业务。交易完成后，CDPQ拟将持有SPV 90.5%股权，其余9.5%股权拟将由GECAS持有。CDPQ和GECAS拟将对工具公司实现共同控制；（2）**易商红木开曼有限公司与瑞科Westpar私人有限公司新设合营企业案**。瑞科和易商红木拟按照40:60的股权比例共同设立合营企业。拟议交易将通过两步使用两个信托持有资产的方式来设立合营企业，瑞科投资者将分两轮认购两个独立信托各40%的权益。瑞科和易商红木在拟议交易后将通过两个信托取得对合营企业的共同控制。

7.一项特殊的规则是，如果投资人通过一项并购或资产交易取得目标公司的“共同控制”，交易完成后目标公司和取得“共同控制”的相关各方均参与集中的经营者；但是，目标公司在交易前由特定的现有股东单独控制，交易完成后该现有股东对目标公司单独控制转变为“共同控制”，交易完成后共同控制目标公司的所有主体为参与集中的经营者，目标公司不是参与集中的经营者。

8.包括交易名称、交易概况、集中各方、适用简易程序的理由、相关市场和市场份额。交易所涉及的相关市场和市场份额，通常是第三方提出异议的关注点。

9.根据适用规则，符合下列情形的经营者集中案件，为简易案件：（1）在同一相关市场，所有参与集中的经营者所占的市场份额之和小于15%；（2）存在上下游关系的参与集中的经营者，在上下游市场所占的份额均小于25%；（3）不在同一相关市场、也不存在上下游关系的参与集中的经营者，在与交易有关的每个市场所占的份额均小于2%；（4）参与集中的经营者在中国境外设立合营企业，合营企业不在中国境内从事经济活动；（5）参与集中的经营者收购境外企业股权或资产的，该境外企业不在中国境内从事经济活动；（6）由两个以上经营者共同控制的合营企业，通过集中被其中一个或以上经营者控制。



创投基金实务指南之专题三：创投基金的税收优惠政策

4