

上海自贸区背景下外资私募股权基金 国民待遇的实现路径

●肖宇*

【内容摘要】 上海自贸区对外商投资的准入前国民待遇管理模式正在为我国全面深化改革提供可复制和可推广的经验。外资私募股权基金涉及外资管理和外汇汇兑等制度,可以成为改革的典型样本,但对其准入前国民待遇的改革并不是绝对平等和完全放开的,而是去除不必要的事前管制后,建立起与经济发展水平相适应的事中与事后监管。具体而言,在设立环节简化审批程序,与内资采用同等的准入门槛;在投资环节采用“负面清单”管理模式;逐步推进外汇汇兑自由化,并监控账户的资金流向是否真实合规;对基金并购项目进行国家安全审查。

【关键词】 上海自贸区 私募股权基金 准入前国民待遇 负面清单 国家安全审查

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出,“建立公平开放透明的市场规则,实行统一的市场准入制度,在制定负面清单基础上,各类市场主体可依法平等进入清单之外领域。探索对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单的管理模式。”中国(上海)自由贸易试验区(以下简称上海自贸区)率先开始探索的外商投资准入前国民待遇可为我国全面深化改革提供可复制、可推广的经验。外资私募股权基金(以下简称外资 PE)作为企业直接融资的重要渠道,其管理制度涉及外商登记、外商投资、外汇汇兑及国家安全审查等环节,是研究外资管理体制改革的典型样本。因此,在上海自贸区试验背景下,探寻国民待遇原则在外资 PE 具体环节的开放度与限制度,实现我国市场开放与经济发展稳定之间的平衡极具现实意义。

一、外资 PE 实行准入前国民待遇之基础

(一) 外资 PE 实行准入前国民待遇是上海自贸区外资管理体制改革的典型研究样本

国民待遇体现的是外资在东道国的法律地位,其在投资领域是指东道国给予外国投资者及其投资不低于给予本国投资者及其投资的民事权利待遇。联合国贸易和发展会议文件根据外资国民待遇适用的不同阶段,将其分为设立前国民待遇和设立后国民待遇。外资的进入阶段权利分为准入权(right of admission)和设立权(right of establishment),前者指进入东道国的权利,后者指设立商业存在的权利,投资准入的实质就是设立,因此实践中二者可相互替代,“设立前国民待遇”也就等同于“准入前国民待遇”。

* 作者单位:华东政法大学国际金融法律学院。本文系 2012 年国家社科基金项目“私募股权基金治理法律制度研究”(12CFX072)及上海市教委科创项目“证券中介机构诚信义务实现机制研究”(14YS086)的阶段性成果,受到中国博士后科学基金第七批特别资助(2014T70410)。

遇”。^① 准入后国民待遇是指在公布的外商投资产业指导目录范围内,东道国给予外国投资国民待遇的一种做法。^② 可以认为,准入前国民待遇是包涵了准入后国民待遇的内容,即是在准入和营运阶段都实行国民待遇。为方便论述,后文提到的国民待遇均指准入前国民待遇。

在双边或多边国际投资协定中,国民待遇可以成为迫使东道国开放的条款,但其履行都需要通过东道国的国内法来实现,所以此条往往是谈判的重要议题和筹码。上海自贸区实行的准入前国民待遇管理模式,不是基于某项协议的外生性强制性开放,而是本轮改革的主动诉求,是内生性的主动开放,是对我国之前实行的国民待遇的转型。^③ 上海自贸区试验的核心目标在于“加快政府职能转变、积极探索管理模式创新、促进贸易和投资便利化”,^④ 准入前国民待遇的实行是实现该目标的有效路径,其一方面可以便利外商投资,吸引更多的外资进入,促进我国资本市场的国际化,另一方面可以倒逼政府职能转变,行政机关简政放权。其中,行政管理模式转变是实现投资便利化的条件与保障,是试验的核心,即从“重审批、轻监管”转变为“轻审批、重监管”,去除不必要的权力,减少寻租空间,提高行政管理效率。外资 PE 作为外商投资的重要渠道之一,对其准入前国民待遇实现路径的探索,既有利于我国私募股权基金业的繁荣与国际化,也是本次改革试验有代表性的研究样本。

(二) 实践中外资 PE 在我国的表现形式

PE 是指以非公开方式向合格投资者募集资金设立的投资非上市公司股权的投资基金,既包括风险投资基金,也包括夹层融资、并购基金等。^⑤ 外资 PE 作为其中的一种,是指在基金管理人、投资人和基金募集币种的某一环节有涉外成分的私募股权基金。根据基金的涉外性,实践中有以下几种外资 PE 类型(参见表 1),不同类型外资 PE 的监管呈现出一定的差异。

表 1 外资私募股权基金的类型

	基金类型	投资人	募资币种	基金管理人	被投资企业
1	外商投资 PE	外方 外方 + 中方	外币	中资(中国法人)	中国企业
2	外商投资 PE	外方 外方 + 中方	外币	外商独资 中外合资(中国法人)	中国企业
3	境内募集外资 管理基金	中方	人民币	外商独资 中外合资(中国法人)	中国企业

此外,外资 PE 在商业实践中采用不同的组织形式,其适用的规范也不同,目前我国的外资 PE 主要有以下几种形式:第一,“外商投资创业投资企业”,其设立依据是 2003 年外经贸部、科技部、工商局等联合发布的《外商投资创业投资企业管理规定》,投资的对象主要是未上市的高新技术企业;第二,“外资有限合伙 PE”模式,有限合伙是国际上主流的 PE 组织形式,我国《合伙企业法》赋予了有限合伙的合

① 参见龚柏华:《中国(上海)自由贸易试验区外资准入“负面清单”模式法律分析》,《世界贸易组织动态与研究》2013 年第 6 期。

② 参见胡加祥:《国际投资准入前国民待遇法律问题探析》,《上海交通大学学报(哲学社会科学版)》2014 年第 1 期。

③ 有学者认为,在我国国内立法上外资国民待遇问题经历了三个阶段:(1)不提国民待遇(1949~1991)。(2)消除“次国民待遇”(1992~2005)。(3)治理“超国民待遇”(2006~2013)(参见单文华:《外资国民待遇与陕西的外资政策研究》,《西安交通大学学报(社会科学版)》2013 年第 2 期)。在第 3 阶段同时施行的是准入后国民待遇,上海自贸区改革可以认为是进入第 4 阶段,即试行准入前国民待遇。

④ 参见《中国(上海)自由贸易试验区总体方案》第 1 条。

⑤ 美国风险投资协会(NVCA)最初是将“Private Equity”和“Venture Capital”界定为具有不同内涵,“Venture Capital”定义为“由专业机构提供的投资于极具潜力的创业企业并参与其管理的权益资本”,而“Private Equity”则专指并购投资,此被认为是狭义的 PE。但随着实践的发展,NVCA 已将 PE 界定为包含任何类型的针对非上市交易股权进行的投资,其中包括风险投资(参见 <http://www.nvca.org>, 2013 年 10 月 3 日访问),2014 年 8 月 22 日中国证监会出台的《私募投资基金监督管理暂行办法》中认可了广义的定义。

法效力,2010年国务院《外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法》(以下简称《外资合伙管理办法》)实施后,大多数外资PE登记都选择了此形式。笔者对在上海市工商局登记的外资PE进行查询后发现,在2010年之前,采用的都是外商投资创业投资企业形式,如新开发联合创业投资企业、星展资本创业投资企业,2010年新规后登记的外资PE全部采用的是有限合伙的形式,如凯雷复星股权投资基金企业(有限合伙)、弘毅股权投资基金中心(有限合伙)等。第三,由于对外资PE有各种限制,实践中为了规避限制而设立的“商业架构”,如“双币基金模式”。^⑥不同的组织形式和“商业架构”在基金设立、投资审批、外汇结汇等方面的规定有所不同,对此,后文在探讨外资PE国民待遇改革时将作详细的比较。

(三)内外资的不平等规定与准入前国民待遇的目标有差距

外资PE引领了中国PE市场的建立、发展与成熟。早在20世纪90年代黑石、凯雷、IDG等外资基金就进入我国,投资频繁并扶持了多家企业在海外上市。2005年后,主权型和国有背景的产业基金陆续设立,同时民营基金特别是在2008年金融危机后发展迅猛,形成了国有产业基金、外资基金和民营基金“三足鼎立”的动态均衡。以2013年为例,根据清科研究中心的数据,外资基金26支,实缴金额112亿美元,占总额的32.4%,其中平均单支基金募集额是内资基金的5.8倍,去年单支基金募集金额最大的是鼎晖中国美元基金,其实缴金额超过18亿美元。^⑦我国近年来在境内和海外上市的企业中很多背后都有外资PE的支持。外资PE将大量的海外资金引入中国,带入成熟的管理经验与运营模式,推动了中国企业与资本市场的国际化。

但我国对内资与外资采用双轨制监管,对外资PE的设立和项目投资等方面都是单独立法和实施特别管理,较内资更为苛刻的设立门槛、繁琐的设立与投资审批程序,以及外汇汇兑的限制等,使得外资PE的投资效率减损,实践中其要么失去投资机会,要么试图通过一些“商业架构”来规避相关规定。近几年,虽然一些内外资不平等的规定也在逐步调整,但与准入前国民待遇的目标尚有一定的差距。目前外资PE的市场条件已较为成熟,内资PE已与外资并驾齐驱,市场的进一步开放也不会对内资形成较大的冲击。另外,从与PE相关的纠纷来看,目前我国与之相关的诉讼还相对较少,^⑧且出现问题比较多的是利用PE的形式进行非法集资,形成“PE乱象”,^⑨但这类情况多出现在内资的民营PE中,外资PE很少涉及。因此,对外资PE实行国民待遇既是外资PE繁荣发展的内在需求,也是我国吸引外资和国际化的制度保障,在该领域我们也已具备了市场开放和内外资同台竞争的市场条件,是大势所趋。国民待遇的实现,要尽量减少不必要的事前审批程序,增强程序的透明度和法定性,包括在设立环节减少审批程序,与内资采用同等的准入门槛;在投资环节采用“负面清单”管理模式,并实现外汇汇兑一定程度的自由化。这是外资PE国民待遇开放性改革的路径。

二、外资PE实行国民待遇之限度

(一)外资PE实行国民待遇的前提与底限

外资PE实行国民待遇需要有两个前提条件,一是市场经济体制,需要各类主体可以公平竞争的统

^⑥ 在设立境外基金或境内外商PE的同时,设立一支与外资PE投资对象相同的境内人民币基金。

^⑦ 参见清科研究中心:《2013年中国私募股权投资年度研究报告》,http://research.PEdaily.cn/report/free/786.shtml,2014年2月25日访问。

^⑧ 笔者通过对法院的调研发现,即使在PE业很发达的上海、浙江等地,与PE相关的民事诉讼案件数量也很少。目前比较有影响的是被称为“PE第一案”的“甘肃世恒案”,是关于对赌协议效力问题的,诉讼的争议点是当事人之间投资模式,并不会对社会秩序带来影响和风险。

^⑨ 以天津为例,有诸多伪PE公司陷入了拖欠投资者款项的违规乱象中;天津市经侦部门2011年以来已经相继立案侦办了“活立木”案件、盛世富邦(天津)股权基金股份有限公司、天津天凯股权投资基金有限公司涉嫌非法集资案件,其中“天凯”公司运作仅短短4个月,参与者达到1.2万余人,涉及全国30个省市,涉案协议金额达12亿余元。参见韩迅:《天津私募股权违规乱象:诸多伪PE公司低成本骗钱》,《21世纪经济报道》2012年3月29日。

一市场,二是东道国的经济发展水平到了一定的程度,其经济水平越高,对内资影响的副作用越小,积极效果越大。^⑩基于此,现阶段我国在自贸区试行的准入前国民待遇也不可能是完全、绝对的国民待遇,故对外资PE实行国民待遇时,确有必要把握好一定的开放度与底限,底限就是要与经济发展水平相适应,与国家经济发展战略相结合,同时,还要关注到外资PE相对内资而言的特别风险,须进行有针对性的监管。在此底限基础上,松绑那些不利于资本流动的行政管制,才能实现国际投资自由化与我国经济安全之间的平衡。

(二) 基于外资PE的特别风险,实行国民待遇要兼顾到市场开放与安全底限

外资PE因为其涉外性,其风险有以下特殊性,故对外资PE的监管要针对其特别风险,掌握好国民待遇的限度。第一,国际短期跨境资本(也称“热钱”)借道进入形成经济泡沫,短期投资战略可能会损害国家的经济利益。PE交易多是以退出获利为目的,与外商直接投资相比,一般不倾向长期投资。另外,这些资金易受国际金融形势的影响,一旦国际经济形势发生变化,或东道国经济发生逆转,就会迅速大量撤出,如此,不仅冲击东道国经济,而且影响国家金融安全。^⑪第二,外资PE通过复杂的法律构架之设立,如利用在海外设立特殊目的主体(SPV),规避东道国的外汇管制、投资领域限制和税收等规定。也有通过在国内设立外商独资企业成为中国法人,以试图规避外资管理制度。第三,外资PE往往规模较大,偏向于选择并购项目,甚至选择的是某些行业的领军企业作为并购对象,如已进行的凯雷并购徐工集团、高盛并购双汇集团等。由于并购的杠杆率过高,易形成市场风险,而且并购行为还可能形成垄断,破坏市场竞争秩序;同时,若并购的行业关系到我国的国计民生,对该行业实际控制权的取得还可能会危害国家的经济安全。

从国外对外资PE的监管经验看,在PE业最为发达的美国,一直是强调内外资平等,最初对私募基金实行注册豁免,金融危机后出台的《2010年华尔街改革和消费者保护法》中关于PE的“私募基金投资顾问注册法”中删除了对私募投资顾问的豁免条款,基金达到了一定规模也需在各州和美国证券交易委员会(SEC)分级备案,体现了由“不管”到“适度管理”的转变。^⑫对涉外PE的投资顾问,在新法第403节修订了《1940年投资顾问法》第203条的规定,仅对符合下述条件的外国投资顾问才予以豁免:(1)在美国没有营业场地;(2)在美国拥有不到15个投资者;(3)美国投资者所投资的资产少于2500万美元;(4)没有在美国公开宣传自己是投资顾问。除此其他的外国投资顾问均在SEC注册。新法修订还设立了较宽泛的域外管辖权,将许多与美国仅有薄弱联系的海外投资顾问置于美国法的监管之下,包括有美国投资人的中国PE。此外,美国对外资安全审查建立了完整详细的法律框架,并对包括我国中海油并购、华为中兴等的投资等以国家安全为由予以否决。韩国作为新兴市场,采用的是直接开放的模式,取消外汇管制,实现了资本市场的自由化与国际化,但开放后包括在PE领域受到的外部影响颇多。如1997年亚洲金融危机后美国PE龙星基金于2003年用13亿美元收购韩国外汇银行51.02%的股权,仅经过两年多的重整,拟以66亿美元转让给韩国国民银行,该转让引起了全民愤怒和对龙星基金收购过程中定价公平性与合法性的调查,多名关联人士被起诉。^⑬同时龙星基金还利用在百慕大或开曼群岛等避税天堂设立SPV,避免缴纳巨额资本利得税,鉴于此,韩国政府着手修改了税制。^⑭

根据国外经验并结合现阶段我国发展之现状,对上海自贸区在外资PE的国民待遇改革中,也须兼顾到市场开放与安全底限的关系,根据上海自贸区的改革思路与已积累的经验,具体的国民待遇实现路径探索如下。

^⑩ 参见单文华:《外资国民待遇及其实施条件》,《中国社会科学》1998年第5期。

^⑪ 参见肖宇:《私募股权基金风险识别》,《西南国际法评论》2009年第1期。

^⑫ See SEC Adopts Dodd - Frank Act Amendments to Investment Advisers Act, <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-133.htm>, last visit on January 8, 2014.

^⑬ 参见徐可、何华峰:《韩国银行外资收购最后一案》,《财经》2007年第19期。

^⑭ 参见《韩国将对境内美国公司征收资本利得税》,《中国税务报》2010年2月24日。

三、我国外资 PE 国民待遇的实现路径

与内资 PE 相比,对外资 PE 管理的特别制度主要体现在设立时的准入管制、投资环节的项目审查、外汇汇兑的控制等,此外,外商投资还涉及到国家的安全审查,这些环节因外资 PE 不同的组织形式而存在规定上的差异(参见表 2)。下文将通过对外资特别管理制度的梳理,同时结合上海自贸区的改革实践,来进一步探寻我国外资 PE 国民待遇的实现路径及其限度。

表 2 三种外资 PE 的区别以及与内资 PE 的区别^⑤

	外商创业投资企业	外资有限合伙 PE	中外合资平行基金	内资 PE
投资审批	备案制(限制类须审批)	根据项目逐项审批	内资基金同左, 境外基金须审批	无
投资领域	限于高科技企业	限外资鼓励和允许类	限外资鼓励和允许类	不限制
外汇结汇	有外汇登记证, 投资时结汇	项目获批后结汇	外币基金投资 项目获批后结汇	无

(一) 外资 PE 的设立: 备案登记和内外资准入标准平等

对外资 PE 的准入控制分为两个部分,一是设立的审批程序,二是设立的门槛。

1. 基金设立的审批程序比较及改革。外商投资创业投资企业,根据规定在基金的设立环节,外商投资者首先要向企业所在地省级外经贸主管部门报送设立申请书及有关文件,初审后上报商务部,商务部经商科技部同意后,作出批准或不批准的书面决定;予以批准的,发给《外商投资企业批准证书》,外商投资者因此才有资格向工商机关办理注册登记。而对于内资的创业投资企业,直接到工商机关注册登记,并向对应管理部门备案即可,无需审批。

有限合伙外资 PE 根据《外资合伙管理办法》和《外商投资合伙企业登记管理规定》(国家工商行政管理总局令第 47 号),由工商部门直接登记,无需商务部门前置审批。但《关于做好〈外商企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法〉贯彻实施工作的通知》(工商外企字[2010]31 号)要求地方工商部门登记该等企业之前,“要加强与商务、发改、金融、外汇等有关部门的沟通协调,在广泛听取意见的基础上,稳妥做出是否登记的决定”。实践中,一些地方工商部门对此较为谨慎,在进行登记时需要上述相关部门的同意才予以登记,这无疑增加了外资 PE 登记环节的不确定性。

通过比较可见,对于外商创业投资企业,在工商登记之前,要取得至少 3 个部门的审批文件。外资有限合伙 PE 理论上取消主管部门的前置审批程序,这是我国外资登记制度的进步,但实践中仍有非正式但必须要去履行的前置程序。上海自贸区的改革重点之一就是终结审批制,公司登记制度改革由“先照后证”向“先证后照”就是该理念的体现。下一步的改革目标是,在股权投资领域,对不属于“负面清单”中限制和禁止进入的领域,外资 PE 的设立,只需提交符合外商投资产业政策的说明即可,无需再由其他部门进行审批。

2. 基金设立的门槛比较及改革。PE 设立门槛涉及三方面,基金管理人、投资者和基金设立本身。设置门槛是事先控制的一种方式,一是通过门槛的设置保障进入者的质量,二是通过行政控制来影响进入市场的主体数量、规模等。根据现有规定,内外资创业投资基金设立的门槛,包括基金的实收资本、基金管理人的资质和投资人资格,外资的标准高于内资(参见表 3)。《外资合伙管理办法》第 14 条规定:“国家对外国企业或者个人在中国境内设立以投资为主要业务的合伙企业另有规定的,依照其规定。”据此,部分省级地方政府制定了工商登记和备案标准,上海的地方性规定也对内外资的设立门槛分别作

^⑤ 本表根据现行规定与实践总结制作而成。

了规定。新出台的《私募投资基金监督管理暂行办法》也规定对设立基金管理人和基金不设行政审批,对合格投资人设立了门槛,^⑩新规虽未提及该管理办法是否适用于外资 PE,但从我国 PE 市场的现状及改革的思路看,新规应是实现内外资准入门槛的良好契机。

表 3 外资与内资创业投资企业的准入门槛比较

规定	基金设立最低限额	基金管理人 设立最低限额	投资人的资质
《外商投资创业投资企业管理办法》 (2003 年) (外资)	非法人制认缴出资总额的最低限 额为 1 000 万美元;公司制认缴 资本总额的最低限额为 500 万美 元。认缴时间不超过 5 年。	注册资本或出资总 额不低于 100 万元 人民币或等值外 汇。	人数 2 ~ 50 人,单 个投资者最低认缴 额不低于 100 万美 元。
《创业投资企业管 理 暂 行 办 法 》 (2005) (内资)	实收资本不低于 3 000 万元人民 币,或首期实收资本不低于 1 000 万元人民币且承诺 5 年内补足 3 000 万人民币。	/	不超过 200 人,且 单个投资者不低于 100 万元人民币。

(二) 外资 PE 的投资:项目审批采用“负面清单”模式

1. 外资 PE 项目投资的相关规定及实践中的困境。如表 2 所示,外商投资创业投资企业由于在设立时有较严格的审查制度,因此在具体投资项目时不用逐项审批,但其项目投资的对象被严格限制于高新技术企业。而有限合伙型的外资 PE,设立时采用备案,投资项目时每个项目都要由商务主管部门审批。由于 2010 年后外资 PE 大都采用有限合伙的形式,因此要投资每个项目目前的审批程序,成为了不少外资 PE 的劣势。因为在遇到好的项目时,许多基金都在抢,要求在时间上快速做出反应;对于没有违反《外商投资产业目录》的项目,商务主管部门的审批一般不会拒绝颁发,但因为走程序而耽误的时间会让外资 PE 错失一些投资良机,在抢项目上天然处于劣势,形成了事实上的不公平待遇。

为了尽量减小每项投资都要进行项目审批所带来的程序麻烦和时滞,外资 PE 在实践中常常试图通过两种“商业架构”的设计来减少这种负效应。第一种方案是在中国境内设立外资 PE,从法律性质上看,其应是中国法人,是否可以不被认定为“外商”,不适用外商的审批的程序,在实践中这种尝试已被发改委等部门否决。2012 年发改委“对于黑石人民币基金是否适用《外商投资产业指导目录》的复函”中明确答复,对于上海黑石股权投资合伙企业(有限合伙)这类管理人是外资、投资人是内资的基金,应按照外资政策法规进行管理,其投资项目适用《外商产业投资目录》。当然,该决定有待商榷。监管实践中认定“外商投资”的标准有两条,一是资金的来源是否有外资,二是当事人是否为外国法人,只要满足其中一条即认定为外商投资。上海黑石基金的有限合伙人(LP)是境内投资者,币种是人民币,普通合伙人(GP)是黑石在中国设立的外商独资企业(WFOE),并不符合上述两个条件,这类形式属于前文表 1 中的第三种类型,只是管理环节有涉外成分,从逻辑上看应不属于外商投资。第二种方案是选择前文提及的“平行双币基金”的架构设计,内资基金的投资无需获得政府审批,这样就可以利用其锁定交易机会。但此方案也会出现新的问题,如普通合伙人同时控制内资和外资的基金,可能会与两种基金中的有限合伙人发生利益冲突,这在内资和外资的有限合伙人不能在向某目标公司投资及同一商业机会在两个基金间的公平分配问题上达成一致时表现得尤为明显。

2. 改革的思路:采用外资投资审批“负面清单”模式。在上述提到的针对外资 PE 变通商业架构的

^⑩ 参见《私募投资基金监督管理暂行办法》第 5 条、第 12 条之规定。合格投资者标准是投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元,且符合下列相关标准:(1)净资产不低于 1 000 万元的单位。(2)金融资产不低于 300 万元或者最近 3 年个人年均收入不低于 50 万元的个人。

监管思路中,只要投资的资金来源或主体的注册地有外资的成分,就应按照“外商”的相关规定进行。但对于前述第一种方案提到的在境内募集,由 WFOE 担任 GP 的外资 PE,从监管效果看,该类型的 PE 不涉及外币汇兑,不会产生外资进出的风险;GP 作为基金管理人,即使刺破了“中国籍法人的面纱”,因为其出资比例极低,很难带来因为控制权问题而产生的国家安全的风险。因此结合国民待遇放开不必要管制的改革思路,可以考虑放开这类 PE 的外资审查。当然更为重要的是,如何在实现外商投资效率的同时保障国家经济安全,“负面清单”管理模式无疑是解决这一困境的钥匙。对于鼓励和允许进入的领域尽量减少不必要的行政管制,消除权力寻租空间,以便利外商投资,这体现了“法不禁止即自由”的全新行政管理思路,其放权思维包括两个向度:第一,限制政府权力即对公权坚持法无授权即禁止;第二,赋予公民等社会主体权利,即对私权利奉行法不禁止即可为。^{①⑦} 对于“负面清单”上列举的领域,按规定的审批程序进行。当然,“负面清单”应结合国家经济发展状况和当地行业的发展水平制定。同时,还需加强其他保障我国公共利益的措施,如有学者认为,弱化了行政机关的自由裁量权,需使司法事后监督的机制加强,司法机关需承担起对外国公司主体资格和行为能力的审查判断之责,以保障本地的秩序利益和外资性法规政策的实施。^{①⑧}

从目前情况看,上海自贸区对外商投资实行“负面清单”管理模式已经起到了辐射效应。发改委也于 2014 年 6 月 17 日施行了《外商投资项目核准和备案管理办法》,取消和下放了大量的审批权,将外商投资项目管理由全面核准改变为有限核准和普遍备案相结合的管理方式。除《外商投资产业指导目录》中有中方控股要求的项目,以及属于《政府核准的投资项目目录》所列的外商投资项目实行核准制外,其余均实行备案制,备案项目在申报材料、核准条件及程序等方面的要求与内资项目基本一致。具体来看,对外商投资项目核准、备案的条件大量简化,不再对项目的市场前景、经济效益和产品技术方案等应由企业自主决策的内容进行审查,赋予企业投资自主权,并且明确提出备案管理方式是在总结吸纳上海自贸区实践经验的基础上作出的规定。而且这种改革已由外商投资领域全面向行政审批领域推行,下放和取消审批权,废止非行政许可审批,降低准入门槛。^{①⑨} 由此可以认为,上海自贸区试行的行政管理模式改革已经具有了可复制、可推广的经验。

(三)基金的外汇汇兑:资本项目开放的弹性与监管

1.《关于完善外商投资企业外汇资本金支付结汇管理有关业务操作问题的通知》(以下简称“142 号文”)带来的困境及合格境外有限合伙人(QFLP)的地方性突破。外币汇兑是外资 PE 的重要问题,其募集的资金主要是外币,而投资国内的企业需要用人民币,资本项目可否自由兑换是其国民待遇能否实现的重要问题。“142 号文”规定,“外商投资企业资本金结汇所得人民币资金,应当在政府审批部门批准的经营范围范围内使用,除另有规定外,结汇所得人民币资金不得用于境内股权投资。”该规定对外资 PE 外汇汇兑有较大限制,限制了外资的使用效率。

对于外商投资创业投资企业,“142 号文”下发后,深圳、上海等地方局纷纷就外资 PE 资本金结汇问题咨询国家外汇管理总局,回答是“经商务部批准的外商投资创业投资企业在经营范围內可作资本金结汇,用于境内股权投资。”可见这类企业不受“142 号文”影响。但有限合伙的外资 PE 受到“142 号文”的约束。从实践来看,外资 PE 投资只有通过原币种划转的方式,将外汇先划转到其确定的股权投资项目,再由被投资的公司办理股权结汇手续。或者为了规避“142 号文”的限制,外资 PE 不以股权投资的身份示人,利用各种灰色的“资金暗道”来结汇,比如,拿一堆经常项下的贸易合同来套汇,没有贸

^{①⑦} 参见杨海坤:《中国(上海)自由贸易试验区负面清单的解读及其推广》,《江淮论坛》2014 年第 3 期。

^{①⑧} 参见王克玉:《负面清单模式下司法对外国公司的审视与评判》,《暨南学报(哲学社会科学版)》2014 年第 5 期。

^{①⑨} 参见《国务院进一步简政放权 取消和下放 87 项含金量高的审批事项》,http://news.xinhuanet.com/fortune/2014-08/21/c_126898587.htm,2014 年 8 月 21 日访问。

易背景,结汇后用于股权投资。^②这种类似灰色结汇行为也常得到银行的支持,作为以营利为目的的机构,银行很难在利益面前行使代位监管的职责。“142号文”出台的背景与2004年后楼市股市泡沫泛起、热钱加速入境,为了控制“热钱”进入有关。其束缚了外资PE在境内的正常投资效率,同时,也留下了外资PE变通结汇的灰色地带。

为了突破“142号文”的限制,地方性政策力图有所变通,如上海《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》中试点了QFLP,^③北京、深圳也试点了该制度。该制度与证券投资市场的合格境外机构投资者(QFII)制度类似,给外资资本直接进入股权投资市场提供了通道,但QFLP在实践中存在着地区性政策、额度小、审批难等问题,适用范围相当有限。

2.《关于在部分地区开展外商投资企业外汇资本金结汇管理方式改革试点有关问题的通知》(以下简称“36号文”)的突破与资本项目兑换的监管。“36号文”规定,“允许以投资为主要业务的外商投资企业将外汇资本金直接结汇,划入被投资企业账户。外汇资本金意愿结汇比例暂定为100%,国家外汇管理局可根据国际收支形势适时对上述比例进行调整。”该规定对外资PE的外汇汇兑进行了突破,意味着若投入允许类、鼓励类的项目,可不经商务部审批,资本金结汇就可以投资股权类项目,打破了“142号文”的规定。但“36号文”仅在天津滨海新区、广州南沙、珠海横琴、深圳前海等16个区域试点,尚没有包括上海自贸区。

“36号文”实际上体现了外汇管理进一步放松管制的思路,但这种放松并非“没有管理”的放松,结汇所得人民币资金需纳入结汇待支付账户管理,主管部门通过账户管理体系对于结汇的资本金的用途进行监管,确定其投资的项目是否真实、合规。资本项目的可自由兑换是一国资本市场是否开放的标志之一,也是我国外汇制度改革积极推动的目标,“36号文”的试点推动了该进程,但在我国资本市场还不够成熟的情况下,若盲目开放将会带来严重的后果,外资PE的特别风险之一就是“热钱”借道出入,因此在上海自贸区的外汇汇兑改革中,一方面应考虑也适用“36号文”的相关规定,开放外汇资本金结汇,另一方面应加强事中与事后监管,具体措施包括两个方面:一是结汇账户中资本金的使用用途是否合规,是否真实地流向了其备案的投资项目;二是应根据国际收支形势弹性控制结汇比例,当然这种调整应是有节制的,有法定程序的,在触动到其条件时才能启动。有学者认为,上海自贸区应保留特殊的风险应急机制,保留必要的临时资本项目管制的主权,对短期流动资本的过度投机,特别是对恶意威胁我国金融安全的国际游资来说无疑有强烈的威慑力。^④上海自贸区若能在上述两种监管手段上有所探索并形成经验,将对全国范围的推广和推动资本项目自由兑换进程产生积极作用。

(四)国民待遇的安全阀:以国家安全审查为核心

PE在投资环节中可能产生的垄断和国家经济安全问题应是事中和事后监管的核心内容,因PE并购产生垄断,当前的《反垄断法》内外资统一,体现了国民待遇。而国家安全审查是外资特有的制度,是在自贸区终结外资审批制的安全阀门。国家安全审查的规定主要集中在《反垄断法》第31条、商务部《关于外国投资者并购境内企业的规定》第12条和国务院《关于建立外国投资者并购境内企业安全审查制度的通知》(以下简称《通知》)。《中国(上海)自由贸易试验区条例》第37条规定,对属于国家安全审查范围的外商投资,投资者应当申请进行国家安全审查;有关管理部门、行业协会、同业企业以及上下游企业可以提出国家安全审查建议。国家安全审查需要明确国家安全的范围、外资并购与控制情形,以及审查的主体与程序等,结合上海自贸区的实践和外资PE的特点,以下几个方面仍需要关注。

一是国家安全的审查范围与“负面清单”的关系。国家安全审查是与“负面清单”既相关又独立的

^② 参见《36号文超越QFLP 外资PE资本金结汇再破冰》, <http://finance.21cbh.com/2014/7-30/yNMDAzNzFfMTI0OTgyNA.html>, 2014年8月2日访问。

^③ QFLP是指境外机构投资者在通过资格审批和其外汇资金的监管程序后,将境外资本兑换为人民币资金,投资于国内的PE市场。

^④ 参见贺小勇:《中国(上海)自由贸易区金融开放创新的法制保障》,《法学》2013年第12期。

制度。“负面清单”是外资在进入、设立和投资阶段需要遵守的标准；而国家安全审查往往是适用于外资设立后的投资、并购阶段，外资的并购都会伴以国家安全审查。“负面清单”是以《外商投资产业指导目录》为基础的，制定标准包括国家经济安全和我国产业经济发展等因素，而国家安全审查的标准包括“国防安全、对国家经济稳定运行的影响、对社会基本生活秩序的影响、对涉及国家安全关键技术研发能力的影响”等，两者既有重合，又有个案的特殊性。可以认为，若投资项目是“负面清单”中禁止类的项目一定是不符合国家安全标准的，但非“负面清单”内的项目也可能成为国家安全审查禁止的对象，这需要根据外资对行业的控制权、行业在国计民生中的地位，甚至国家政治经济战略等因素进行认定。

二是国家安全审查的工作机制与程序。正因为国家安全审查是需要根据各种因素进行个案审查，其审查主体与程序就显得尤为重要。《通知》建立了联席会议制度，在国务院领导下，由发改委、商务部牵头，根据外资并购所涉及的行业和领域，会同相关部门开展并购安全审查，是部级联席会议。根据《总体方案》和上海的地方性规定，上海自贸区建立安全审查机制，由管委会提请开展审查，但在具体实施的环节涉及到管委会如何行使职责，管委会的联席会议是松散机构还是常设机构，如何去协调各部委来讨论，由谁来决定哪些属于“相关部门”，牵头部门是相对固定还是灵活等具体而重要的程序设计方面的问题，^②这还需要进一步的探索和明确。

三是 PE 的并购是否与产业并购有所不同。一般情况下，PE 并购的目的在于对目标企业股权持有一定时期并进行重组改造后再出售，并不以取得控制权为目的，因此有实务界人士认为应区分两种类型的并购。根据《通知》的规定，取得“实际控制权”的标准是以合并股份总额在 50% 以上，或虽不足 50% 但其表决权足以对股东会或股东大会、董事会的决议产生重大影响。我国国家安全审查制度就是由外资 PE 凯雷并购中国装备制造业的领头企业徐工机械建立起来的。^③ 商盛并购双汇集团时也进行了审查。因此，即使对外资 PE，不管其是财务投资者还是战略投资者，只要达到了上述标准，就应该进行国家安全审查。

四、结语

上海自贸区正在探索的外商投资准入前国民待遇改革，会实现外资 PE 的投资便利化，促进该行业的繁荣与发展，并推动我国资本市场的国际化。同时还应该看到，国民待遇并非完全绝对的内外资平等和全面放开，有其开放的限度，需要与国家的经济发展水平相适应。上海自贸区的经验已经开始了复制与推广的尝试，发改委在全国范围内对非限制和禁止类外商投资项目采用备案制，管理方式与内资项目一致，就是对自贸区经验的推广。当然，自贸区作为试验田，其市场的开放，以及力图推动的行政管理模式的改革可能会遇到未能预料的问题与阻力，需要不断进行调整和修正，某些改革可能以失败告终，也可能即使在自贸区试验成功，因经济发展水平的差异、制度软环境的多元化，很难在全国获得推广、复制。但既然目标已定，只要能在一定程度上推动我们行政管理模式的转型和促进我国资本市场的国际化和稳健发展，改革就是有成效的。

（责任编辑：谢 青）

^② 参见宋晓燕：《自贸试验区外资安全审查之法律保障》，《法学》2014 年第 1 期。

^③ 这次并购从 2005 年首次协议拟收购 85%，历经两年的舆论讨论以及政府与企业间多次磋商与审批，最终在 2007 年 3 月将收购比例降至 45% 后才得以审批通过，并促成了商务部《关于外国投资者并购境内企业的规定》的出台。