

CFO
WORLD

COMPETITIVENESS 竞争
沃尔沃的金融战场

FINANCE 资本
谁动了股价？

OPERATION 运营
文化视角下的EVA

首席财务官

2011.02 总第70期
www.topcfo.net

封面人物*

德国邮政敦豪 CFO
劳伦斯A.罗森

CFO的 22条军规

来自于本刊长达六年的第一手观察，本土CFO职场生存智慧的系统总结，从管理控制型向价值创造型演进的实际路径。

刊号: CN11-5374/F 零售价: ¥20

ISSN 1673-3169



9 771673 316057



02>





保险资金股权投资解析

众多中小企业在创业板的成功上市及未来IPO的进一步提速极大地激发了创业者及私募股权投资者的热情，在此背景下，保险资金股权投资的开放无论对于保险行业、股权投资行业还是被投资企业，都具有重大意义。

文/郝玉强 何芬 张铭言

据保监会统计数据示，截至2010年10月末，保险公司资产总额近5万亿元；若按上述规定中最高5%的比例计算，则预计将有近2500亿元保险资金进入股权投资领域。众多中小企业在创业板的成功上市及未来IPO的进一步提速极大地激发了创业者及私募股权投资者的热情，在此背景下，保险资金股权投资的开放无论对于保险行业、股权投资行业还是被投资企业，都具有重大意义。

主体资格限制

根据《保险资金投资股权暂行办法》，保险资金投资的机构需满足相应的资质条件方可对外直接或间接进行股权投资。

保险机构资质

在具体标准上，保险机构需满足上一会计年度末和投资时上季末偿付能力充足率不低于150%；最近三年无重大违法违规行为；资产管理部门需配备一定数量的具有股权投资相关经验的专业人员等条件。对于直接股权投资，除前述条件外，还必须在上一会计年度实现盈利，且净资产不低于10亿元人民币。

目前，多数中小型保险公司尚未盈利，其偿付能力和净资产也无法满足监管要求，因此中小型保险公司直接股权投资目前还很难开展。实践中，已进行或拟进行直接股权投资的保险机构均为中国平安、中国人寿等大型保险机构。因此，对大多数保险机构而言，通过提高偿付能力，进行间接股权投资更具可操作性。

股权投资管理机构资质

关于保险资金投资股权投资管理机构（以下称“管理机构”）发起设立的股权投资基金，管理机构需满足相关资质条件，如注册资本不低于1亿元；管理资产余额不低于30亿元；具备相应数量的具有股权投资经验的专业人员；具备公司治理制度等。

实践中，管理机构可采取公司制或合伙制，根据上述规

定，合伙制管理机构应不符合要求；另外，目前注册资本不低于1亿元的管理机构不多，这就使得可供保险机构选择的合格的管理机构发起设立的股权投资基金数量较少。对于大部分寻找合格机构投资者的管理机构而言，虽然大量保险资金获准进入股权投资市场，但由于资质限制，其很难获得保险资金的青睐。

投资对象范围

投资对象的选择关系保险资金的安全、投资收益的稳健和投保人的切身利益，对投资对象进行一定限制符合保险资金运用的特性。

总体限制

根据《暂行办法》规定，保险资金直接或间接投资的股权所指向的企业必须符合相关审慎性条件，如产业具有明确的上市意向及较高的并购价值；未涉及重大法律纠纷，资产产权完整清晰，股权或者所有权不存在法律瑕疵等。上述审慎性条件相关标准过于抽象，投资时如何进行判断，对于保险机构而言，存在一定障碍。

实践中，判断目标企业是否符合审慎性条件，首先需聘请法律、财务、咨询等相关专业中介机构对目标企业进行调查，提供相关调查报告；在正式进行投资时，重大股权投资需提交监管机构申请核准，其他股权投资需向监管机构进行报告，由监管部门对所有的股权投资对象、投资行为等进行审核或合规监管。

直接股权投资对象

保险资金直接投资股权，仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权。目前，我国的金融行业混业经营尚处于探索阶段且投资金融类企业具有特殊风险，保险资金投资保险类或非保险类未上市金融企业股权，需受到金融行业政策法规的限制和监管。关

于直接投资养老、医疗、汽车服务等企业股权，实践中已经介入的保险机构不多，保险资金如何进入不仅需符合保险监管部门的规定，更可能受到上述养老、医疗等行业主管部门的监管限制。

对基金投资的限制

《暂行办法》允许保险资金投资管理机构发起设立的股权投资基金，但不得投资创业、风险投资基金，不得投资设立或者参股管理机构。

● 基金性质的区分

在中国目前的法律体系中，关于基金的法律法规和监管制度并不完善，无法对股权投资基金与创业、风险投资基金进行明确区分；且在实践中，很多股权投资基金会同时进行创业、风险投资，如何对基金的性质进行判断并无统一标准。

在上述问题上，全国社会保障基金的投资先例或许值得借鉴。经国务院批准，全国社会保障基金可投资经济发展和改革委员会（“发改委”）批准的产业基金和在发改委备案的市场化股权投资基金。

实践中，大部分基金未经过发改委的批准或备案，仅是按照《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）或《中华人民共和国合伙企业法》（以下简称“《合伙企业法》”）等法律规定进行工商登记即成立，其性质无法进行明确判断。而发改委在基金的监管中，对创业投资基金、产业投资基金和股权投资基金等不同类型予以明确区分并监管，因此若要求保险资金投资的股权投资基金在发改委进行了相关备案，可增加保险资金对基金进行选择和判断的依据。

● 禁止投资管理机构

管理机构是基金运作中不可或缺的组成部分，基金的运作和投资效益很大程度上由管理机构的经验和能力而决定。但鉴于保险机构主营业务的限制，其若作为管理机构对基金进行投资运作管理，存在较大风险。另外，管理机构的形式可以是合伙制，保险资金若成为普通合伙人，则需承担无限连带责任，不利于保障保险资金的安全。因此，《暂行办法》明确禁止保险资金投资设立或参股管理机构。

股权投资方式

直接股权投资

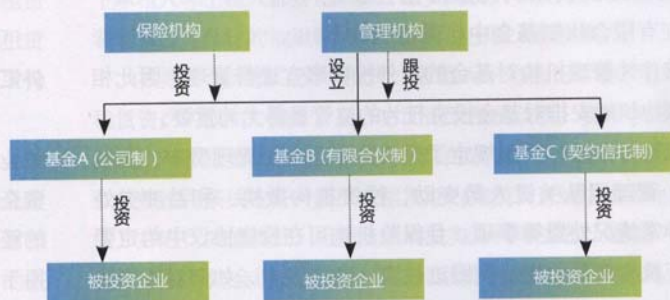
根据《暂行办法》，保险机构可通过股权转让、增资扩股、债权转股权方式直接投资保险类企业、非保险类金融企业

和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权。

间接股权投资

关于间接股权投资，保险资金作为合格的机构投资者投资管理发起设立的股权投资基金是需重点关注的问题。股权投资基金对保险机构相对较新，目前虽然很热，但实践中缺乏规范，一直未有明确的法律法规和监管机构。对于股权投资基金在中国的发展，其中一个很重要的问题就是中国目前缺少合格的机构投资者，而保险资金向来就是股权投资基金中最主要的机构投资者之一。

实践中，股权投资基金一般有三种组织形式，即公司制、有限合伙制及契约信托制。保险资金通过股权投资基金进行间



接股权投资如下图所示：

● 基金组织形式的选择

鉴于有限合伙制股权投资基金无出资时间限制，单一税收形式和地方税收优惠政策、利润分配的自由性等优势，实践中采用有限合伙制的基金较多。《暂行办法》明确禁止保险资金设立或参股管理机构，因此笔者理解，在保险资金参与的有限合伙制股权投资基金中，保险机构应只能作为有限合伙人，而不得是作为普通合伙人的管理机构。

● 基金内部机构设置

在基金的内部运作和管理上，一般是根据《公司法》、《合伙企业法》，由管理机构和投资者根据意思自治原则和各自的利益权衡，自由进行约定。但在保险资金参与的股权投资基金中，鉴于保险资金的特性，基金内部机构的设置存在特殊规定。

基金采取公司制的，需建立独立董事制度；采取合伙制的，需建立投资顾问委员会；采取契约制的，需建立受益人大会。

《暂行办法》要求合伙制基金需建立投资顾问委员会，但

未对其职权和成员组成进行规定。在实践中，对合伙制基金的投资事项起决策作用的一般称为投资决策委员会，可由投资者和管理机构约定由各自委派的人员组成，专门对基金投资事项进行决策。此处投资顾问委员会的职权是否相当实践中投资决策委员会的职权，有待监管部门进一步明确。我们理解，实践操作中，投资顾问委员会的组成、职权及表决程序等需保险机构基于保险资金安全运作的原则，与其他投资者和管理机构进行谈判或协商。

● 投资协议

根据《暂行办法》，保险公司投资同一投资基金的账面余额不得超过该基金发行规模的20%，在公司制基金中，保险资金的投资比例无法占据控股地位；在有限合伙制基金中，保险机构不能直接作为管理机构对基金的对外投资事宜进行管理，因此相关投资协议的安排对基金投资行为的监管显得尤为重要。

《暂行办法》明确规定了投资协议应载明管理费率、业绩报酬、管理团队关键人员变动、投资机构撤换、利益冲突处理、异常情况处置等事项；且保险机构可在投资协议中约定要求管理机构按照约定比例跟进投资。在实践中，如何对投资协议进行起草和安排，最大限度保障保险资金的安全，是保险机构需重点关注的问题。

股权投资监管

监管审批

保险机构进行直接或间接股权投资，首先需经保监会核准或向保监会报告。根据直接股权投资对象的范围，其投资需符合投资对象的行业主管部门的相关监管限制。关于投资股权投资基金，目前并无统一的法律监管，且对其进行备案也非强制性；具体操作事宜需根据各地政策的不同予以区分。

是否可新设基金

根据上述社会保障基金的相关规定，其只能以投资人股方式参与已经设立登记并经发改委批准或备案的现有基金，应不得与相关机构新设基金。《暂行办法》并未对保险机构可否与管理机构新设股权投资基金问题予以明确，实践操作中需待监管部门进一步作出解释。

基金委托管理

实践中，股权投资基金可由发起机构自行管理，也可委托其他管理基金的机构进行管理，但《暂行办法》将发起设立基金的机构与管理基金的机构视为同一机构，未对两者进行区分。鉴于《暂行办法》对管理机构的资质要求较高，在保险资

金参与的股权投资基金中，发起设立基金的机构与管理基金的机构是否可为两个不同机构，其是否都必须满足《暂行办法》规定的管理机构的资质条件及可否将基金委托相应资质的内资或外资管理基金的机构进行管理，《暂行办法》未予以明确。

保险资金股权投资涉及诸多保险业之外的问题，且股权投资本身在中国也处于初级阶段，相关的政策、法律法规和监管均相对滞后，因此保险机构在进行股权投资时应更加注意风险控制与合规。

外汇管理

根据《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》（汇综发[2008]142号）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。根据上述规定，对于外资保险公司而言，其进行股权投资的资金若是外汇资本金结汇所得人民币资金，则其进行股权投资问题需外汇管理部门进一步明确。

地方政策

目前，虽没有统一的股权投资基金相关法律法规依据，但各地方先后颁布了关于股权投资基金的设立、登记、税收等规范性文件，如北京、天津、上海、重庆等地。保险资金投资股权投资基金的地域不同，其相关限制或优惠政策也不相同。

专业建议

保险资金股权投资涉及诸多保险业之外的问题，且股权投资本身在中国也处于初级阶段，相关的政策、法律法规和监管均相对滞后，因此保险机构在进行股权投资时应更加注意风险控制和合规。

保险机构进行股权投资，应重视合作者的选择（包括管理机构和被投资企业的管理团队），重视对股权投资的尽职调查（包括对管理机构和被投资企业），重视专业中介机构的使用（包括律师、会计师等），重视在股权投资时对退出的考虑（包括上市、股权转让、股权回购等）。●

（本文作者为柯杰律师事务所合伙人郝玉强、律师助理何芬、张铭言。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的。）