

## 私募基金法律

### 再谈国资私募基金进行股权投资及退出的特殊要求

作者：李胜 | 资雯迪 | 墙路斌

#### 一、引言

自上世纪90年代私募股权投资在中国兴起以来，境外资本以及民营资本一直是私募股权投资市场最主要的资金来源。近年来，作为我国经济最重要组成部分之一的国有资本在私募股权投资市场扮演了越来越重要的角色。根据清科研究中心发布数据显示<sup>1</sup>，2019年人民币基金募集总额约1.10万亿人民币，其中，12.8%的人民币基金管理人为国资控股，所管理的基金规模占比约为31.3%，而基金LP中，国资渗透率更是超过7成。私募股权投资基金成为各级政府、国有企业服务国家战略、转型升级或优化资本布局的重要手段。

在我国，国有资产的交易需要遵守国资委、财政部2016年颁布的《企业国有资产交易监督管理办法》（以下简称“32号令”）等一系列法律法规及部门规章的监管要求（以下简称“国资监管程序”），涉及国有资产的产权界定、产权登记、交易程序、资产评估等诸多方面。因此，含国资成分的私募基金在进行股权投资及退出时，首先需要确定其是否需要履行国资监管程序，以避免发生不必要的违规风险。考虑到国资监管程序的复杂性，本文仅讨论最为常规的一种交易场景：含国资成分的私募股权投资基金对一家非上市公司<sup>2</sup>（以下简称“标的公司”）以现金进行股权投资（包括认购增资或者购买老股）和退出（包括转让股权和减资），并且标的公司和出售/购买老股的对方均不属于国有企业。

#### 二、概要

根据32号令，如果一家含国资成分的公司制私募股权投资基金满足32号令第四条规定的国家控股或实际支配要求，可以判断其构成32号令下定义的国有及国有控股企业、国有实际控制企业（以下简称“国有企业”，构成国有企业的私募股权投资基金简称为“国企私募基金”）。而对于一家含国资成分的合伙制私募股权投资基金，即使其满足32号令第四条规定的国家控股或实际支配要求，其是否构成国有企业在监管规定和实践中一直存在争议。该部分分析详见本文第三部分内容。

<sup>1</sup> <https://research.pedaily.cn/202002/451710.shtml>。

<sup>2</sup> 本文非上市公司不包含在全国中小企业股份转让系统挂牌的公司。

国企私募基金对标的公司进行股权投资时，我们倾向于认为立法本意和交易性质并不要求履行评估程序及进场交易程序；其对外转让标的公司股权时，如果该等转让系主动发起，我们认为原则上应该履行评估程序及进场交易程序，但是如果该等转让系基于投资协议约定的共售权、拖售权、优先清算权、赎回权等特殊条款，则需要结合具体情况判断是否需要履行评估程序及进场交易程序，不可一概而论。此外，政府投资基金对外转让标的公司股权在实践中也有更明确的豁免政策。该部分分析详见本文第四部分内容。

考虑到国企私募基金对标的公司进行股权投资及退出时是否适用国资监管程序的不确定性，我们建议，国企私募基金应该积极与相关国资监管机构沟通，提前确认是否适用资产评估和进场交易程序，以避免不必要的合规风险。此外，还可以根据交易的具体情况针对该等不确定性在交易文件中加入必要的条款，以确保国企私募基金有履行国资监管程序的灵活性。该部分建议详见本文第五部分内容。

### 三、受制于国资监管程序的基金范围

如上所述，根据 32 号令的规定，只有私募股权投资基金构成国有企业，其对标的公司进行股权投资和退出时才会受到国资监管程序的规制。如何判断私募股权投资基金是否构成国有企业，实践中需要结合其组织形式进行判断<sup>3</sup>，具体而言：

#### （一）公司制私募基金

对于采用公司制的私募基金而言，只要其满足 32 号令第四条规定的国家控股或实际支配要求，就可以判断其构成国有企业。

根据 32 号令第四条之规定，国有企业包括：

（一）政府部门、机构、事业单位出资设立的国有独资企业（公司），以及上述单位、企业直接或间接合计持股为 100% 的国有全资企业；

（二）本条第（一）款所列单位、企业单独或共同出资，合计拥有产（股）权比例超过 50%，且其中之一为最大股东的企业；

（三）本条第（一）、（二）款所列企业对外出资，拥有股权比例超过 50% 的各级子企业；

（四）政府部门、机构、事业单位、单一国有及国有控股企业直接或间接持股比例未超过 50%，但为第一大股东，并且通过股东协议、公司章程、董事会决议或者其他协议安排能够对其实际支配的企业。

#### （二）合伙制私募基金

对于采用合伙制的私募基金而言，即使其满足 32 号令第四条规定的国家控股或实际支配要求，由于其合伙企业的组织形式，其是否构成国有企业在监管规定和实践中一直存在争议：

1. 国资监管程序的规定中存在不一致的地方。例如，32 号令中使用的“企业”表述并未明确排除合伙企业，而由国资委、财政部、证监会于 2018 年颁布的《上市公司国有股权监督管理办法》（以下简称“36 号令”）规定，国有出资的有限合伙企业不作国有股东认定，其所持上市公司股份的监督

<sup>3</sup> 最常见的基金组织形式包括公司制基金、合伙制基金以及契约型基金。实践中，契约型基金无法直接被登记为非上市公司的股东，契约型基金出资一般由基金管理人代持。契约型基金对外进行股权投资或处置均表现为基金管理人的行为。因此，契约型基金的国有企业性质判断取决于基金管理人的组织类型（包括公司制和合伙制），因此本文不单独讨论契约型私募基金的国有企业性质。

管理另行规定；

2. 实践中，国资委以及地方国资监管机构对于合伙制私募基金（即使其满足 32 号令第四条规定的国家控股或实际支配要求）是否构成国有企业的理解也不一致。例如：

- 据报道，国资委曾于 2018 年 12 月 29 日在官网的“互动交流”栏目回复：“《企业国有资产交易监督管理办法》是针对公司制企业中的国有及国有控股、国有实际控制等情形进行分类，合伙企业中合伙人的权益和义务应以合伙协议中的约定为依据”，并于 2019 年 5 月 27 日在官网的“互动交流”栏目回复：“《企业国有资产交易监督管理办法》适用范围是依据《中华人民共和国公司法》设立的公司制企业，国有企业转让有限合伙企业份额的监督管理另行规定”。尽管目前国资委官网已无法看到这两份回复，仍可考虑将其作为国资委对该问题看法的一种立场作为参考；
- 在近期项目中，我们曾与部分地方的国资监管机构进行沟通。他们倾向于认为，在法律法规没有明确规定的情况下，考虑到国资委的历史监管态度，合伙企业应该不适用 32 号令，其进行股权投资和退出亦可不适用 32 号令下的监管程序。

鉴于上述不确定性，我们建议，对于合伙制私募基金，如果符合 32 号令第四条规定的国家控股或实际支配要求，在进行股权投资和退出之前，应该提前与相关国资监管机构进行沟通，以确认其是否需要受到国资监管程序的规制。实践中，我们亦见到在一些公开案例中，合伙制私募基金亦履行了相应的资产评估程序和进场交易程序，以转让其持有的标的公司股权<sup>4</sup>。

#### 四、国企私募基金进行股权投资及退出的国资监管程序

根据本文第三部分的分析，国企私募基金需要受到国资监管程序的规制。根据 32 号令及其他相关国资监管程序的规定，对国企私募基金进行股权投资和退出最重要的两个程序分别是资产评估程序和进场交易程序。

资产评估程序是指，根据《国有资产评估管理办法》（国务院令 91 号，以下简称“91 号令”）、《国有资产评估管理若干问题的规定》（财政部令 14 号，以下简称“14 号令”）、《企业国有资产评估管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会第 12 号令，以下简称“12 号令”）及 32 号令等国资监管程序规定，国有企业进行与资产评估相应的经济行为时，除非属于例外情形<sup>5</sup>，应当以资产评估结果作为参考依据。当交易价格低于评估结果的 90% 时，应该暂停交易，在获得原经济行为批准机构的同意后方可继续交易。进场交易程序是指，根据 32 号令的规定，国有企业进行产权转让原则上应该通过产权市场公开进行，除非属于

<sup>4</sup> 中国文化产业投资基金（有限合伙）曾于 2018 年 10 月公告其拟于北京产权交易所转让其持有的北京开心麻花娱乐文化传媒股份有限公司 11.33% 的股权；中国文化产业投资基金（有限合伙）于 2018 年 10 月 29 日于北京产权交易所公告拟转让其持有的上海麦克风文化传媒有限公司（蜻蜓 FM 运营公司）7.216% 的股权，并披露对标的公司的评估基准日。参见北京产权交易所公告，访问地址 [http://www.cbex.com.cn/xm/cqzr/201810/t20181026\\_20821.html?tdsourcetag=s\\_pcqq\\_aiomsg](http://www.cbex.com.cn/xm/cqzr/201810/t20181026_20821.html?tdsourcetag=s_pcqq_aiomsg)。

<sup>5</sup> 12 号令第七条规定，企业有下列行为之一的，可以不对相关国有资产进行评估：（一）经各级人民政府或其国有资产监督管理机构批准，对企业整体或者部分资产实施无偿划转；（二）国有独资企业与其下属独资企业（事业单位）之间或其下属独资企业（事业单位）之间的合并、资产（产权）置换和无偿划转。

例外情形<sup>6</sup>，进场交易对于受让方资格条件设置<sup>7</sup>、转让程序、价款支付<sup>8</sup>等均有严格规定。本文在讨论国企私募基金的股权投资及退出的相关情形时均假设相关情形不属于上述规定中明确排除适用的例外情形。

具体而言：

## （一）国企私募基金进行股权投资是否需要进场交易或评估

### 1. 进场交易

根据 32 号令相关规定，只有企业国有资产交易行为需要履行进场交易程序，企业国有资产交易行为是指国有企业转让对企业出资所形成权益的行为，国有企业增加资本的行为及国有企业的重大资产转让行为。国企私募基金以现金方式对标的公司进行股权投资（包括认购增资或者购买老股），不构成国企私募基金本身增加资本的行为，也不构成国企私募基金转让出资所形成权益或转让资产的行为，不属于上述企业国有资产交易行为的任何一种类型，因此，国企私募基金对标的公司的股权投资应无需履行进场交易程序。

### 2. 资产评估

目前对于国企私募基金对标的公司进行股权投资是否需要履行资产评估程序没有明确的规定，而确定资产评估程序适用与否对于国企私募基金的股权投资能否顺利进行有重大的影响。这是因为私募股权投资，除非特殊情形，基本上是溢价投资，尤其在私募股权投资最为盛行的 TMT 行业。许多标的公司早期的估值和商业模式或用户量等挂钩，和财务数据的关系并不大，该等估值会显著高于净资产（很多情况下标的公司的净资产甚至为负）。如果要求国企私募基金就其对标的公司的股权投资履行资产评估程序，资产评估机构根据传统评估准则所确定的标的公司价值可能会远低于国企私募基金根据私募股权投资市场惯例所确定的标的公司估值，根据资产评估的相关规定可能会被认定为交易价格过高，从而导致无法继续进行该等股权投资。

目前，明确应当适用资产评估程序的情形主要规定于 91 号令第三条<sup>9</sup>、12 号令第六条<sup>10</sup>及 14 号令第三条<sup>11</sup>，上述列举的情形中并不包括国企私募基金以现金对标的公司进行股权投资的情形，但可能会

<sup>6</sup> 32 号令第三十一条规定，以下情形的产权转让可以采取非公开协议转让方式：（一）涉及主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域企业的重组整合，对受让方有特殊要求，企业产权需要在国有及国有控股企业之间转让的，经国资监管机构批准，可以采取非公开协议转让方式；（二）同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式。

<sup>7</sup> 32 号令第十四条规定，产权转让原则上不得针对受让方设置资格条件，确需设置的，不得有明确指向性或违反公平竞争原则，所设资格条件相关内容应当在信息披露前报同级国资监管机构备案，国资监管机构在 5 个工作日内未反馈意见的视为同意。

<sup>8</sup> 32 号令第二十八条规定，交易价款原则上应当自合同生效之日起 5 个工作日内一次付清。金额较大、一次付清确有困难的，可以采取分期付款的方式。采用分期付款方式的，首期付款不得低于总价款的 30%，并在合同生效之日起 5 个工作日内支付；其余款项应当提供转让方认可的合法有效担保，并按同期银行贷款利率支付延期付款期间的利息，付款期限不得超过 1 年。

<sup>9</sup> 91 号令第三条：（一）资产拍卖、转让；（二）企业兼并、出售、联营、股份经营；（三）与外国公司、企业和其他经济组织或者个人开办中外合资经营企业或者中外合作经营企业；（四）企业清算；（五）依照国家有关规定需要进行资产评估的其他情形。

<sup>10</sup> 12 号令第六条：（一）整体或者部分改建为有限责任公司或者股份有限公司；（二）以非货币资产对外投资；（三）合并、分立、破产、解散；（四）非上市公司国有股东股权比例变动；（五）产权转让；（六）资产转让、置换；（七）整体资产或者部分资产租赁给非国有单位；（八）以非货币资产偿还债务；（九）资产涉讼；（十）收购非国有单位的资产；（十一）接受非国有单位以非货币资产出资；（十二）接受非国有单位以非货币资产抵债；（十三）法律、行政法规规定的其他需要进行资产评估的事项。

<sup>11</sup> 14 号令第三条：（一）整体或部分改建为有限责任公司或者股份有限公司；（二）以非货币资产对外投资；（三）合并、分立、清算；（四）除上市公司以外的原股东股权比例变动；（五）除上市公司以外的整体或者部分产权（股权）转让；（六）

涉及的情形有：“企业兼并、出售、联营、股份经营”中的联营、“非上市公司国有股东股权比例变动”及“收购非国有单位的资产”，我们通过以下分析认为国企私募基金进行股权投资不属于任何该等情形：

- (1) 就“企业兼并、出售、联营、股份经营”中的联营，根据《国有资产评估管理办法施行细则》第六条之规定，企业联营是指国内企业、单位之间以固定资产、流动资产、无形资产和其他资产投入组成的各种形式的联合经营。联营是改革开放早期一种特殊的经济合作形式，我们理解更多属于各方均积极参与企业经营的一种合作模式，且在后续的法律法规（包括 12 号令）中均未再出现此类描述，更多是时代的产物，因此，国企私募基金以现金方式对标的公司进行股权投资的，应不属于该类情形；
- (2) 就“非上市公司国有股东股权比例变动”，我们理解应指国有企业成为非上市公司股东后，持股比例发生变动的情形，而不包括国有企业首次对标的公司进行股权投资的情形；
- (3) 就“收购非国有单位的资产”，虽然关于国有企业以现金方式购买一家非国有企业的公司股权的行为是否属于“收购非国有单位的资产”，目前司法实践存在一定争议<sup>12</sup>，但是参考《财政部关于金融企业国有资产评估监督管理有关问题的通知》（财金〔2011〕59号）区分规定“收购非国有单位股权”和“收购非国有单位非股权类资产”的逻辑，我们理解此处“非国有单位的资产”的本意应是指非国有单位的股权以外的资产（例如不动产、动产）等，而国企私募基金以现金方式购买标的公司股权的行为，应不属于“收购非国有单位的资产”。

此外，值得注意的是，12 号令、14 号令均明确国有企业“非货币资产对外投资”应适用资产评估程序，前述规定将应适用资产评估程序的“对外投资”局限于以“非货币资产”的方式，反向解释该等限制并结合上面的分析，我们倾向于认为国有企业以现金方式对标的公司进行股权投资的，应当无需适用资产评估程序。尽管如此，在实践中，我们也注意到一些国企私募基金出于谨慎的合规要求，在该等情形下仍然会履行资产评估程序。

## （二）国企私募基金退出是否需要进场交易或评估

在标的公司上市之前，国企私募基金退出标的公司最常见的方式应该是国企私募基金主动地转让标的公司的股权。此外，按照私募股权投资领域的市场惯例，在标的公司上市之前，国企私募基金亦可能基于融资文件中约定的共售权、拖售权、赎回权、优先清算权等条款而退出。国企私募基金退出标的公司是否适用资产评估程序和进场交易程序可能会根据退出的具体方式和场景而有所区别。

### 1. 国企私募基金主动转让股权

国企私募基金主动转让标的公司的股权，属于 32 号令明确规定的国有企业转让其对企业各种形式出资所形成权益的行为（以下简称“企业产权转让”），应当履行资产评估程序和进场交易程序。

资产转让、置换、拍卖；（七）整体资产或者部分资产租赁给非国有单位；（八）确定涉讼资产价值；（九）法律、行政法规规定的其他需要进行评估的事项。

<sup>12</sup> 部分法院认为受让股权不等同于收购资产，例如湖南省常德市中级人民法院在（2017）湘 07 民终 2156 号民事判决书中认为“国药公司以货币出资按原评估价值受让同一公司股东股权，在国药控股常德有限公司注册资本、资产形态没有变化，数量没有减少、经营状况没有恶化、章程没有规定应当评估的情况下，国药公司因收购而导致的股权变化，不属于应当评估的范畴。”上海市高级人民法院在（2016）沪民申 2578 号民事裁定书中认为“受让股权与收购资产概念并非完全等同”。但是，我们也注意到部分法院认为受让股权属于收购资产，例如江西省景德镇市中级人民法院在（2016）赣 02 民初 11 号民事判决书中认为“根据《国务院国有资产监督管理委员会令》第 12 号，企业国有资产评估管理暂行办法第二章第六条第（十）项规定，企业有下列行为之一的，应当对相关资产进行评估：（十）收购非国有单位的资产。原告对股权的收购有评估资产前置程序的限制”。

## 2. 国企私募基金行使共售权进行退出

共售权是目前中国私募股权投资交易中常见的一项投资人权利<sup>13</sup>，通常指标的公司的其他股东（一般针对创始股东）向第三方转让股权时，投资人有权按照该出售股东与拟受让方达成的同等条件，与出售股东共同向该受让方转让股权。

就国企私募基金行使共售权转让标的公司股权是否适用资产评估程序，从形式上看，行使共售权的方式亦是股权转让，属于企业产权转让，应当履行资产评估程序。原则上，如果股权转让价格低于评估结果的 90% 时，需获得原经济行为批准机构的同意方可行使共售权进行转让。

就国企私募基金行使共售权转让标的公司股权是否适用进场交易程序，由于形式上属于企业产权转让，似乎也应按 32 号令的规定履行进场交易程序。但是，从实质上看，行使共售权转让标的公司股权与进场交易的原理和目的是相悖的。首先，行使共售权的前提是交易对象已经确定且交易条件已经确定，而进场交易的前提是在进场之前并无确定的交易对象或交易条件；其次，进场交易的目的是通过公开交易寻求对作为出让方的国有企业最有利的交易条件，而行使共售权的目的是与确定交易对象基于确定的交易条件完成股权转让；最后，从操作上看，共售权的行使难以按照进场交易程序进行（例如由产权交易机构组织实施公开竞价，并组织交易双方按挂牌价与买方报价孰高原则直接签约），因此在操作上不一定能够通过进场交易程序实现将标的公司的股权基于确定的交易条件出售给确定的交易对象。从合理的商业逻辑判断，国企私募基金在交易对象和交易条件确定的情况下主动选择行使共售权，应该是其根据当下的整体情况综合判断后作出的最优选择，否则，如果国企私募基金认为行使共售权的交易条件劣于其通过进场交易可能获得的交易条件，国企私募基金自然不会选择通过行使共售权实现退出，而会选择放弃行使共售权，直接通过主动进场交易的方式实现退出。因此，虽然目前国资监管程序并未明确规定，我们认为国企私募基金行使共售权退出的，不适宜履行进场交易程序。

## 3. 国企私募基金根据拖售权条款进行退出

拖售权亦是目前我国私募股权投资交易中常见的一项投资人权利<sup>14</sup>，通常指于拖售条件触发后，拖售权人有权要求标的公司其他股东按照拖售权人与拟受让方达成的转让条件，与拖售权人共同向拟受让方将标的公司整体出售。国企私募基金参与拖售交易有两种形式，一种是作为拖售权人主动参与，一种是作为被拖售义务方被动参与。

就资产评估程序而言，无论国企私募基金是主动还是被动参与拖售交易，在形式上，均表现为国企私募基金对外转让其持有的标的公司股权，属于企业产权转让，应当履行资产评估程序。在国企私募基金作为拖售权人主动参与的情形下，如果转让价格低于评估价格的 90%，国企私募基金只有在获得原经济行为批准机构的同意后方可行使拖售权进行退出。在国企私募基金作为被拖售义务方被动参与的情形下，如果拟受让方提出的购买价格低于评估价格的 90%，并且届时原经济行为批准机构不同意，则拖售权人是否还可以要求国企私募基金按照协议约定参与拖售交易，存在不确定性。因为如果国企私募基金在没有获得原经济行为批准机构的同意的情形下按照低于评估价格 90% 的价格参与拖售交易，则存在违规风险，但是在此情形下，如果国企私募基金以此为由拒绝履行协议约定的拖售权条款，则会构成违约。目前国资监管程序并未明确规定存在前述冲突时的处理方式，我们倾向于认为，在国企私募

<sup>13</sup> 根据《汉坤 2018 年度 VC/PE 项目数据分析报告》的统计，在 2018 年度完成交割的境内架构私募股权投资交易中，投资人享有共售权的比例高达近 95%。

<sup>14</sup> 根据《汉坤 2018 年度 VC/PE 项目数据分析报告》的统计，在 2018 年度完成交割的境内架构私募股权投资交易中，有拖售权机制的比例接近 55%。

基金就其签署包含拖售权条款的投资文件根据其章程、合伙协议或其他组织性文件已经获得必要内部审批以及相应国资监管机构的审批（如需）的前提下，从保护善意第三人（在本情形下，为拖售权人）的角度以及维护商业社会的基本规则（即商事主体应该履行对其生效的协议）的角度，立法者和国资监管机构应该允许国企私募基金遵守并履行其已经做出的承诺，按照协议条款参与整体出售，即便该等交易会使得国企私募基金理论上承担一定程度的商业损失，这也是商事主体按照市场规则参与交易理应承担的商事风险。

就进场交易程序而言，在国企私募基金作为拖售权人主动发起拖售交易而转让标的公司股权的情形下，形式上属于企业产权转让，应当履行进场交易程序。但是考虑到拖售交易发生的前提是已经存在拟受让方发出的收购要约，我们理解可以考虑与进场交易程序相结合，即理论上可以先要求拟受让方通过进场交易程序取得购买资格，然后再由国企私募基金行使拖售权要求其他股东与其一起将标的公司整体出售给拟受让方。但是，在国企私募基金作为被拖售义务方被动参与的情形下，虽然形式上属于企业产权转让，但国企私募基金是被拖售权人要求一起按照确定的交易条件出售给确定的交易对象，如前文共售权部分所述，国企私募基金因为被动参与拖售交易而转让股权与进场交易的前提和目的相悖，操作上也难以实现。因此，虽然目前国资监管程序并未明确规定，我们认为该等情形不适宜履行进场交易程序。

#### 4. 国企私募基金根据优先清算权条款退出

优先清算权通常是指标的公司发生清算或标的公司被兼并、收购等整体出售交易时，投资人有权优先于其他股东优先获得固定投资回报的权利，如果是参与型优先清算权，投资人还有权在获得固定投资回报后再次与其他股东一起按比例参与剩余资产的分配。优先清算权是私募股权投资交易中投资人最为重要的优先权之一<sup>15</sup>。

优先清算权会在两个时点对国企私募基金是否需要履行相关国资监管程序产生影响，一是在发生优先清算权的触发事件时（即标的公司发生清算或者整体出售事件），二是将清算所得或整体出售所得进行分配时。

国企私募基金所投资的标的公司进行清算并不属于前述 91 号令、12 号令和 14 号令中要求履行资产评估程序的情形。在发生标的公司被兼并、收购等整体出售交易时，因为发生国企私募基金转让标的公司股权的行为，参考上述拖售权相关分析，如果国企私募基金按照其合同权利主动发起该等出售交易，理应进行相应的资产评估程序，且可以与进场交易程序相结合；如果国企私募基金按照其合同义务被动参与该等出售交易（例如作为被拖售义务人被动参与出售交易，或者出售交易为股东多数决通过而国企私募基金没有否决权），则不适宜履行资产评估程序以及进场交易程序。

在将清算财产或整体出售所得按照优先清算权条款进行分配时，如果存在分配顺位优先于国企私募基金的股东，根据优先清算权的机制，国企私募基金可能需要将其按照股权比例所得分配的部分甚至全部支付给顺位优先的股东。在这种情形下，虽然该等支付因为交易性质不会触发相应的资产评估程序及进场交易程序，国企私募基金应该在签署包括该等优先清算权条款的协议时根据其章程、合伙协议或其他组织性文件取得必要的内部审批以及相应国资监管机构的审批（如需），以免事后被质疑存在处置权限瑕疵。

<sup>15</sup> 根据《汉坤 2018 年度 VC/PE 项目数据分析报告》的统计，在 2018 年度完成交割的境内架构私募股权投资交易中，有优先清算权机制的比例高达 93%。

## 5. 国企私募基金行使赎回权退出

赎回权通常是指出现各方约定的赎回权触发事件后（例如上市承诺、业绩承诺等），投资人有权要求标的公司或创始股东按照约定的赎回价格回购投资人所持标的公司的股权。标的公司回购通常表现为减资，而创始股东回购表现为股权转让。赎回权亦是私募股权投资交易中投资人最为重要的优先权之一<sup>16</sup>。

就标的公司以减资方式进行回购，国企私募基金未实施企业产权转让行为，应无需履行 32 号令下要求的进场交易程序；但就资产评估程序而言，减资将导致国企私募基金持有的标的公司股权比例减少，极有可能落入 12 号令下列举的“非上市公司国有股东股权比例变动”情形，因此应履行资产评估程序。

就创始股东回购，国企私募基金将向创始股东转让其持有的标的公司股权，如前述，属于企业产权转让行为，应当履行资产评估程序。如果回购价格低于评估价格 90%，国企私募基金只有在获得原经济行为批准机构的同意后方可行使赎回权进行退出。就创始股东回购是否需要履行进场交易程序而言，考虑到此情形下系国企私募基金基于协议约定按照确定的交易条件出售给确定的交易对象，如前文共售权部分所述，与进场交易的前提和目的相悖，操作上也难以实现。因此，虽然目前国资监管程序并未明确规定，我们认为该等情形不适宜履行进场交易程序。

### （三）政府投资基金的特别规定

在上述分析之外，如果一家国企私募基金属于政府投资基金，根据 32 号令第六十六条的特别规定，其对外转让标的公司股权还有可能获得额外的豁免而无需履行资产评估和进场交易程序。

具体而言：

#### 1. 政府投资基金的范围

政府投资基金在各类法律、法规和部门规章中的定义并不一致，目前最广泛地被引用的定义分别为《政府投资基金暂行管理办法》（以下简称“**210 号文**”）<sup>17</sup>以及《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（以下简称“**2800 号文**”）中的相关定义<sup>18</sup>。

根据前述定义，政府投资基金的政府出资主体应为中央政府、地方政府及其所属部门，不包括国有企业，且政府投资基金中政府出资主体的资金来源主要是政府预算、政府专项建设基金及其它财政性资金。并且，根据 210 号文或 2800 号文的规定，如果基金引入了某一政府或其所属部门作为直接股东或有限合伙人，无论其他股东或合伙人属于何种性质，该等基金可被定义为政府投资基金。

#### 2. 政府投资基金转让股权的特别豁免

<sup>16</sup> 根据《汉坤 2018 年度 VC/PE 项目数据分析报告》的统计，在 2018 年度完成交割的境内架构私募股权投资交易中，有赎回权安排的比例高达近 90%。

<sup>17</sup> 210 号文第二条规定，本办法所称政府投资基金，是指由各级政府通过预算安排，以单独出资或与社会资本共同出资设立，采用股权投资等市场化方式，引导社会各类资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节，支持相关产业和领域发展的资金；第三条规定，本办法所称政府出资，是指财政部门通过一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算等安排的资金。

<sup>18</sup> 2800 号文第二条规定，本办法所称政府出资产业投资基金，是指由政府出资，主要投资于非公开交易企业股权的股权投资基金和创业投资基金；第三条规定，政府出资资金来源包括财政预算内投资、中央和地方各类专项建设基金及其它财政性资金。

政府投资基金对外转让标的公司股权，根据相关规定和政策导向，我们认为原则上无需履行资产评估和进场交易程序，原因在于：

首先，32 号令第六十六条明确规定，“政府设立各类股权投资基金投资形成企业产（股）权对外转让，按照有关法律法规规定执行”，因此，我们理解政府投资基金转让标的公司的股权，应当优先适用针对政府投资基金的相关规定，包括 210 号文、2800 号文等<sup>19</sup>。该等规定均未要求政府投资基金转让标的公司的股权需履行资产评估和进场交易程序，而是强调其应进行“市场化运作”，并履行相应的特殊报告义务（包括但不限于投资信息的报告）；

其次，2018 年国务院常务会议决定将“推动政府股权基金投向种子期、初创期科技企业。创业创新团队可约定按投资本金和同期商业贷款利息，回购政府投资基金所持股权”<sup>20</sup>。显然，该等决定与一般的国有企业产权转让需要履行资产评估和进场交易程序的要求不符，可以理解为中央政府表达其对政府投资基金转让标的公司股权无需履行该等程序的豁免态度，在实操中必然会影响各级国资监管机构的监管态度和实践；

最后，各级地方政府相继出台规定，明确政府投资基金退出标的公司原则上可以不履行资产评估和进场交易程序，可直接按照章程或协议约定的退出方式进行退出（包括主动转让股权或者为履行约定而被动退出）；也有一部分地方政府在其出台的相关规定中进一步要求，如果章程或协议中未进行相关约定，则政府投资基金需要履行相应的资产评估和进场交易程序，方可实现退出。我们将部分地方政府的相关规定整理于本文附件 1，以便参考。

## 五、国企私募基金的股权投资及退出程序合规建议

如上所述，由于国资监管规定的复杂性，除主动转让标的公司股权的情况之外，国企私募基金进行股权投资及退出是否需履行资产评估程序、进场交易程序等国资监管程序在现行法律法规框架下并无明确的规定，在实践中存在较大的不确定性，为确保国企私募基金的股权投资及退出程序的合规性，我们建议：

第一，在进行股权投资和退出之前，国企私募基金应先与相应的国有资产监督管理机构或其他履行出资人职责的机构沟通确认是否适用国资监管程序。根据《企业国有资产法》及《企业国有资产监督管理暂行条例》之规定，国务院以及各级人民政府分别设立国有资产监督管理机构，依法履行出资人职责，依法对企业国有资产进行监督管理；国有资产监督管理机构依照国家有关规定，负责企业国有资产的产权界定、产权登记、资产评估监管、清产核资、资产统计、综合评价等基础管理工作。此外，如国企私募基金属于行政事业单位下属企业、金融企业下属企业、中央文化企业及其下属企业，则对应的各级财政部门应为监管主体。

第二，对于未能根据第一项建议自相应的国资监管机构沟通获得无需适用国资监管程序的国企私募基金而言，其处置标的公司股权的，应尽量履行资产评估程序。如前述，国企私募基金对标的公司进行股权投资的，应不涉及资产评估程序。但国企私募基金处置标的公司股权的，是否适用资产评估程序存在一定的不确定性。考虑到资产评估程序的立项及实施难度不大，国企私募基金可尽量于处置标的公司股权之前履行资

<sup>19</sup> 虽然第六十六条的用词是“有关法律法规”，而 201 号文、2800 号文分别为财政部、发改委颁布的部门规章，考虑到目前尚无国家层面的相关法律、行政法规出台，且参考《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106 号）第二条第三款私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见，创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定之规定逻辑，我们理解 32 号令第六十六条规定的“有关法律法规”在实操中可能会参考前述部门规章的规定。

<sup>20</sup> 公开报道参见：[https://www.sohu.com/a/280004203\\_100294402](https://www.sohu.com/a/280004203_100294402)。

产评估程序以避免国有资产流失之嫌。

第三，国企私募基金对标的公司进行股权投资时，可于交易文件谈判环节，结合国资监管程序的相关规定尽量对相关投资条款进行定制或修改，以保持符合国资监管程序的可能和弹性，包括但不限于：

1. 加入执行国资监管程序的概述条款，如：“如根据相关法律法规、部门规章的要求，投资人行使本协议下的任何权利或处置其所有的公司股权，需要履行任何国有资产相关的评估、管理、登记、备案、批准或其他程序，各方应该按照投资人的合理要求，采取一切必要行动，签署一切必要文件，以配合其履行前述国有资产相关的程序，以尽量最大限度地按本协议原先的筹划完成本协议拟议之交易”；
2. 此外，针对具体的优先权条款，可结合国资监管程序要求及具体项目情况考虑增加相关约定，如：
  - 回购权：结合资产评估要求，约定回购价格以交易文件约定价格（常见约定价格为投资额加一定年限回报率之和）及标的资产的评估价格孰高者为准；
  - 拖售权和整体出售：在国企私募基金作为被拖售义务人或被动参与标的公司整体出售的情形下，如前述，虽然国企私募基金可在与国资监管机构沟通时基于交易对象特定等原则要求豁免进场交易，但该等协议约定能否对抗 32 号令的强制规定存在一定不确定性，且如果拖售或整体出售价格低于评估价格的 90%，亦不符合资产评估程序及价格要求，因此，可考虑约定如投资人被拖售或被动参与整体出售的股权转让程序、价格等违反相关法律法规、部门规章关于资产评估、进场交易规定的，国企私募基金可被豁免拖售或参与整体出售。

附件 1 政府投资基金退出部分地方性法律法规、部门规章

序号	地区	时间	文件名称	规定内容
1.	宁夏回族自治区	2020年1月1日	《宁夏回族自治区政府投资基金管理办法（试行）》（宁政办发〔2019〕70号）	第二十三条规定“政府投资基金可通过社会出资人回购、股权转让、到期清算或者协议约定的其他市场化方式退出。出资人根据投资基金具体情况在基金章程、合伙协议或投资协议中约定退出条件和方式。”
2.	广州市	2017年6月6日	《广州市政府投资基金管理办法》（穗财规字〔2017〕2号）	第二十二条规定“政府出资从投资基金退出时，应当按照章程约定的条件退出；章程中没有约定的，应聘请具备资质的资产评估机构对出资权益进行评估，作为确定投资基金退出价格的依据。退出工作由业务主管部门组织实施。”
3.	山西省	2017年5月5日	《山西省政府投资基金管理暂行办法》（晋政办发〔2017〕49号）	第三十一条规定“政府投资基金按照市场化方式独立运作，依据章程或合伙协议约定进行投资、管理和退出。政府投资基金的投资存续期原则上不得超过10年，一般通过到期清算、社会股东回购、股权转让等方式实施退出。”
4.	上海市	2017年2月16日	《上海产业转型升级投资基金管理办法》（沪经信法〔2017〕82号）	第二十条规定“政府投资基金形成的股权，投资时在投资协议及相关合同中载明退出条件和退出方式的，可以按照合同约定退出。”
5.	四川省	2017年2月6日	《四川省省级产业发展投资引导基金管理办法》（川财建〔2017〕8号）	第十七条规定“投资基金存续期一般不超过10年，投资形成的股权可通过社会股东回购、股权转让（上市或非上市）或协议约定的其他方式退出。”
6.	福建省	2016年6月29日	《福建省产业股权投资基金暂行管理办法》（闽政办〔2016〕102号）	第二十四条规定“政府出资从投资基金退出时，应当按照章程约定的条件退出；章程中没有约定的，应聘请具备资质的资产评估机构对出资权益进行评估，作为确定投资基金退出价格的依据。本章节有关基金的终止和退出的规定，同样适用于子基金。”
7.	北京市	2012年5月12日	《北京创造 战略性新兴产业创业投资引导基金管理办法》（京发改〔2012〕694号）	第二十六条规定“引导基金投资形成的股权应兼顾公共财政原则和市场化运作要求，确定退出方式及退出价格。对投资于天使期和初创期项目，在退出时予以适当让利。”

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 李胜

电话： +86 10 8525 4691

Email: [sheng.li@hankunlaw.com](mailto:sheng.li@hankunlaw.com)