



漢坤律師事務所

汉坤法律评述



融贯中西·务实创新

2012年1月16日

私募基金法律

国有股减持/转持制度对私募基金的影响及其对策

汉坤基金设立与管理部 王勇 | 谭逸 | 林深 律师

一、背景

为了多渠道地充实全国社会保障基金，国务院于2001年6月12日颁布了《关于减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》（以下简称“《减持办法》”），要求国家拥有股份的股份有限公司（无论境内A股或境外H股上市）在首次公开发行和增发股票时，均按融资额的10%通过上缴股份出售收入或划转代售的方式进行减持（以下简称“减持”）。由于减持对股市造成的负面冲击，2002年，国务院决定停止通过境内证券市场减持，但境外H股首次公开发行或增发仍然需要按照《减持办法》的规定进行减持。

2009年6月19日，国务院颁布了《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（以下简称“《转持办法》”）决定在境内证券市场实行国有股转持（以下简称“转持”）制度。根据《转持办法》，凡是股权分置改革新老划断后在境内证券市场进行首次公开发行的、含国有股的股份有限公司的国有股东，除国务院另有规定，均应按首次公开发行时实际发行股份数量的10%（但不高于国有股东的实际持股数量）将股份有限公司国有股转由全国社会保障基金理事会（以下简称“社保基金”）持有。

近年来，越来越多的国有企业参与了私募股权投资基金（以下简称“基金”）的发起与募集，如果因为基金募集国有资本而导致基金被认定为国有股东，则基金通过被投资企业境内A股及/或境外H股上市实现投资退出时，可能被要求按照《转持办法》及/或《减持办法》的规定，进行国有股转持/减持，这会直接影响到基金的非国有投资人和基金管理人/普通合伙人在相关被投资企业中（进而影响其在整个基金中）的权益。以下针对国有转持/减持对基金的影响以及可行的纾缓机制做相应分析。

二、H股上市的国有股减持及其纾缓机制

根据《减持办法》，H股上市公司进行首次公开发行或增发股份时，其国有股东应按融资额的10%，通过上缴股份出售收入或划转代售的方式进行减持。实践中，H股上市公司的国有股东也可以按上市

公司进行首次公开发行或增发股份的 10%，将其持有的国有股权转换为相应的 H 股后，转由社保基金持有¹。H 股上市公司国有股东向社保基金转持 H 股，仅仅是减持的变体，仍按照《减持办法》执行，不受《转持办法》的约束。

如果基金由于国有企业参股将来可能需要履行 H 股上市的减持义务，则在基金设立时，应当在基金的组织架构文件（包括但不限于有限合伙协议、章程等）中预先设计并确立相应补偿机制或授权普通合伙人在发生减持的情况下有要求基金国有出资人进行相应补偿的权力，尽可能确保基金的非国有出资人和基金管理人/普通合伙人的权益和应获得的收益分配不会受到减持的影响。

三、国有股转持

1. 转持的主体的界定：

国有股转持的主体为“国有股东”。根据《转持办法》的要求，国有股东指经国务院和省级以上（含计划单列市）人民政府履行出资人职责、负责监督管理企业国有资产的特设机构和负责监督管理金融类企业国有资产的各级财政部门（以下简称“国资监管机构”）确认的国有股东。《转持办法》并未明确国资监管机构判定国有股东的标准。

根据已经公布的国有股转持案例，实践中，国有资产监管机构认定国有股东主要依据为《国务院国有资产监督管理委员会关于施行〈上市公司国有股东标识管理暂行规定〉有关问题的函》（以下简称“80 号文”）。根据 80 号文，下述单位应确认为国有股东：（1）政府机构、部门、事业单位、国有独资企业或出资人全部为国有独资企业的公司（以下简称“国有独资单位”）；（2）某一国有独资单位单独持股比例超过（含本数）50%、或数个国有独资单位共同持股比例超过（含本数）50%且第一大股东为国有独资单位的公司（以下简称“国有控股公司”）；（3）国有控股公司连续保持绝对控股的各级子企业；（4）（1）-（3）所列单位或企业的所属单位或全资子公司。

根据上述，公司制基金中来自国有独资单位的总持股比例一旦超过 50%，且其第一大股东也为国有独资单位，则该公司制基金很可能被国有资产监管机构认定为国有股东，从而需就其在拟 A 股上市企业中持有的股份履行国有股转持义务。而针对目前广泛运用的合伙制基金，在适用 80 号文的判定标准时存在争议，各个国资监管机构在把握上可能松紧不一。根据我们与有关部门的沟通，如果有限合伙制中的国有出资比例超过 50%，则可能被认定为国有股东。²目前已经存在合伙制基金转持的实际案例。³

2. 转持股数的计算与转持方式

根据《转持办法》的要求，上市公司的国有股东须按照首次公开发行时实际发行股份数量的 10%（但不超过国有股东实际持股数量）履行转持义务。具体而言，上市公司的每一国有股东应按照如下公式计算转持股份数：

¹以 A+H 股上市为例，境内公司以 A+H 股的方式分别在境内 A 股市场和香港 H 股市场上市。A+H 股上市公司的国有股东有可能仅持有上市公司的 A 股，不持有 H 股。在这种情况下，目前通常的做法是，A+H 股上市公司的国有股东将其持有的与 H 股首次公开发行或增发股份的 10%数量相等的 A 股以一比一的比例转换为 H 股，再将转换得来的 H 股转由社保基金持有。

²该意见是我们咨询有关部门的结果，实践中不同的国资监管机构对不同案件的判断标准可能不同，仅供参考。

³在通源石油 A 股上市的案例中，其股东上海联新投资中心（有限合伙）就被认定为国有股东，履行了国有股转持义务。根据招股说明书披露的信息，上海联新投资中心（有限合伙）中的国有出资比例超过 50%。

每一国有股东转持股份数 = 上市公司首次公开发行时实际发行股份数 x G% x (该国有股东上市前在上市公司的持股比例/所有国有股东上市前在上市公司的持股比例) x 国资主体在国有股东中的总出资比例

上述公式中，如果上市前所有国有股东在上市公司中的持股比例大于或等于 10%，则 G%=10%；如果上市前所有国有股东在上市公司中的持股比例小于 10%，G%=所有国有股东上市前在上市公司的合计持股比例。⁴

一般而言，国有股东应当直接将根据上述计算的股份数转持给社保基金。但根据《转持办法》，混合所有制的国有股东⁵既可以直接转持股份，也可以由其国有出资人以包括但不限于分红或自有资金一次或分次上缴中央金库。实践中，由于基金募集资金来源的多元化，如被认定为国有股东，基金很可能被认定为混合所有制的国有股东。

3. 转持的程序

在《转持办法》发布后上市的股份有限公司的国有股转持程序如下：

- (1) 第一大国股股东向国资监管机构申请确认国有股东身份和转持股份数量，国资监管机构出具批复并抄送社保基金和中国结算公司；
- (2) 国有股东应转持批复要求，向社保基金会作出转持承诺，并载明各国有股东转持股份数量或上缴资金数量等内容；
- (3) 中国结算公司在收到国有股转持批复后、首次公开发行股票上市前，将各国有股东应转持股份，变更登记到社保基金会转持股票账户。对于以上缴资金方式履行转持义务的，其国有出资人须按国有股转持批复的要求，及时足额就地上缴到中央金库；
- (4) 国有股东在转持股份后将转持情况报国资监管机构备案，并抄送财政部和社保基金。

四、针对转持的解决或纾缓机制

1. 与国资主管部门沟通

目前国有股东身份的认定（尤其是对于合伙制基金）仍没有明确的标准，由国有出资人的国资主管部门根据个案进行认定，所以基金设立时，应尽可能在其组织性文件（包括但不限于章程、有限合伙协议等）中规定国有出资人应尽其最大努力与其所属国资主管部门沟通，尽量避免基金被认定为负有转持义务的国有股东。

⁴举例说明：假设 A 为股权分置改革新老划断后拟境内上市的股份有限公司，上市前所有股份为 10,000 股，其中中国有独资企业股东 B 持有 20%（2,000 股），股东 C 基金持有 5%（500 股），C 基金中的国有投资人出资超过 50%（假设为 60%），因而为转持之目的被认定为国有股东。除 B 与 C 外，A 无其他国有股东。A 拟发行 10,000 股，则 C 须转持的股份数量 = 10,000 x 10% x (5%/25%) x 60%=120 股。假设上市前股东 B 持有 3%而非 20%，则上市前国有股东合计持有 8%（少于 10%），则 C 须转持的股份数量 = 10,000 x 8% x (5%/8%) x 60%=300 股。

⁵即既含有国有成分，也含有非国有成分的国有股东。

2. 转持豁免机制

2010年10月国务院颁布了《关于豁免国有创业投资机构和国有创业投资引导基金国有股转持义务有关问题的通知》(下称“《豁免通知》”)。根据《豁免通知》的规定,经发改委备案、且投资运作符合创投企业办法的国有创业投资机构和由财政部会同发改委核定为按照《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》规范设立的国有创业投资引导基金,在投资于未上市中小企业时(截止投资行为发生时点职工人数不超过500人,年销售不超过2亿元,资产总额不超过2亿元)形成的国有股,可申请豁免国有股转持义务。

3. 混合所有制国有股东的内部补偿机制

根据《转持办法》的规定,混合所有制国有股东如直接转持国有股,其国有出资人须给予非国有出资人相应补偿。基金可以在其组织性文件(包括但不限于章程、有限合伙协议等)中设计并确立相应补偿机制,尽可能确保基金的非国有出资人的权益和应获得的收益分配不受到转持的影响。

4. 国有出资人层面的解决机制

根据《转持办法》的规定,混合所有制国有股东也可选择由其国有出资人以分红或自有资金上缴中央金库的方式履行转持义务。对于基金而言,以上缴资金的方式履行转持义务,是在国有出资人层面进行转持,不影响基金层面的收益分配,因而可以减少转持对基金运营的影响。

五、结语

国有股转持的政策已经实施了两年,为社保基金的资金来源提供了源头活水。然而,现行的转持制度仍然存在许多不明确的地方,制度上的不确定性导致了资本市场上对国资的恐慌,甚至有一些国资背景的基金已经开始了“去国有化”。因此,出台转持实施细则,明确转持标准,减少不确定因素,已经迫在眉睫。我们将继续关注减持/转持制度中尚待澄清的问题以及将来可能出台的相关实施细则,及时为您作跟进汇报。

汉坤基金设立与管理部律师分布在北京、上海和深圳,拥有为基金客户设立含国资成份基金项目的丰富经验。如果您有任何相关问题,敬请不吝垂询。

● 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法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与**基金设立与管理部主管王勇律师**（+86-10-8525 5553；james.wang@hankunlaw.com）或汉坤律师事务所的下列人员联系：

联络我们

北京总部

电话：+86-10-8525 5500

地址：中国北京市东长安街1号东方广场办公楼C1座906室

邮编：100738

陈容 律师：

电话：+86-10-8525 5541

Email: estella.chen@hankunlaw.com

上海分所

电话：+86-21-6080 0909

地址：中国上海市静安区南京西路1266号恒隆广场5709室

邮编：200040

孙敏煜 律师：

电话：+86-21-6080 0907

Email: anita.sun@hankunlaw.com

深圳分所

电话：+86-755-3680 6500

地址：中国深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场4709室

邮编：518048

王哲 律师：

电话：+86-755-3680 6518

Email: jason.wang@hankunlaw.com