



漢坤律師事務所

# 汉坤法律评述



融贯中西·务实创新

2018年8月17日

## 私募基金法律

### 市场化 GP —— 如何与政府引导基金和谐共舞

王勇 | 董双 | 丁笑

近年来，政府引导基金如雨后春笋般喷涌而出。截至 2018 年 6 月，全国共设立 1171 支政府引导基金，总规模达 58,546 亿元。仅 2012 年至 2017 年间，政府引导基金数量即猛增 987 支，复合年平均增长率为 45.47%，目标设立总规模增加 51,364 亿元，年平均增长率 97.64%<sup>1</sup>。

就政府引导基金的自身设立目的的角度而言，其肩负着引导社会资本促进产业升级和发展的使命，需甄选优质的市场化 GP 团队合作；而对广大市场化 GP 团队而言，引入政府引导基金不仅能缓解募资压力，这在当前“募资难”的行业大环境下显得尤其珍贵，也对市场化 GP 团队的管理能力提供了“增信”，便于市场化 GP 后续募资工作的开展。但在接受政府引导基金资金的同时，市场化 GP 亦应当接受政府引导基金诸多要求的掣肘。

本文基于与全国各地众多政府引导基金合作的实操经验，通过梳理政府引导基金的内涵、类型及对设立子基金的核心要求，以期降低市场化 GP 团队寻求与政府引导基金合作时的交易成本。

#### 一、 政府引导基金的内涵

对“政府引导基金”这一概念，并未在法律法规中以定义的方式出现，但与其相关联的“创业投资引导基金”、“政府投资基金”、“政府出资产业投资基金”等相关概念曾相继在相关法律法规、政府文件中出现。在实践中，我们在使用“政府引导基金”这一概念时，通常泛指由政府出资，通过引导社会资本，扶持相关领域发展的投资基金，组织形式为创业投资基金或股权投资基金，并且其内涵随着中国基金业的发展和监管规则的出台而不断调整变化。

政府引导基金在法律文件中的首次出现，可以追溯至 2005 年 11 月国务院十部委联合发布的《创业投资企业管理暂行办法》(发展改革委第 39 号令)中出现的“创业投资引导基金”，但对“创业投资引导基金”的定义，则是在 2008 年 10 月由国家发展改革委、财政部、商务部联合制定的《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》(国办发[2008]116 号)(以下简称“《指导意见》”)中才得以明确，即指代“由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企

<sup>1</sup> 详见投中研究院《2018 年政府引导基金专题研究报告》。

业发展，引导社会资金进入创业投资领域”。在该阶段，政府引导基金引导社会资本投资的主要是创业投资企业，并通过鼓励创业投资企业投资处于种子期、起步期等创业早期的企业，弥补一般创业投资企业主要投资于成长期、成熟期和重建企业的不足。

此后，政府引导基金扶持的领域渐渐向各战略新兴产业全面铺开。2011年8月，财政部、国家发展改革委又出台了《新兴产业创投计划参股创业投资基金管理暂行办法》（财建[2011]668号），对中央财政“参股创业投资基金”的投资范围进行了划定。2015年11月，财政部出台的《政府投资基金暂行管理办法》（财预[2015]210号）（以下简称“《暂行办法》”）又指出，各级财政部门一般应在早期创业企业、中小企业、产业转型升级与发展及基础设施和公共服务领域设立投资基金。在2015年度和2016年度，人民币400亿规模的国家新兴产业创业投资引导基金和人民币600亿规模的国家中小企业发展基金相继成立。此后发展改革委出台的《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规[2016]2800号）（以下简称“《暂行办法》”）又对政府出资产业投资基金具体规定了七个领域，进一步拓宽了政府引导基金的投资范围。

由此可见，随着国家对引导基金新监管规则的出台，政府引导基金的概念内涵在基金投资方向、政策价值导向等方面均有了扩大。

概念	含义	法源
创业投资引导基金	由政府设立并按市场化方式运作的政策性基金，主要通过扶持创业投资企业发展，引导社会资金进入创业投资领域。	《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》（国办发[2008]116号）
参股创业投资基金	中央财政从产业技术与开发资金等专项资金中安排资金与地方政府资金、社会资本共同发起设立的创业投资基金或通过增资方式参与的现有创业投资基金（简称参股基金）。	《新兴产业创投计划参股创业投资基金管理暂行办法》（财建[2011]668号）
政府投资基金	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。	《政府投资基金暂行管理办法》（财预[2015]210号）
政府出资产业投资基金	有政府出资，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。	《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规[2016]2800号）

## 二、 政府引导基金的类型

政府引导基金按其资金来源、设立形式、设立层级、管理模式等方面的不同，可分为若干类型，各有其特点。

### （一） 资金来源

《指导意见》明确，引导基金的资金来源包括支持创业投资企业发展的财政性专项资金等；

《暂行管理办法》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；《暂行办法》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。实践中，大部分政府引导基金的出资都来源于国家或地方政府财政，其中有的政府引导基金由政府财政单独出资设立，有的由国有企业出资设立，有的则由政府财政或国有企业与政策性金融机构或社会资本合作设立。

## (二) 设立形式

《指导意见》指出，引导基金应以独立事业法人的形式设立；《暂行管理办法》第八条规定，设立政府投资基金，可采用公司制、有限合伙制和契约制等不同组织形式；《暂行办法》第四条规定，政府出资产业投资基金可以采用公司制、合伙制、契约制等组织形式。因此从理论上，事业法人、公司、有限合伙、契约均可以是政府引导基金的组织形式，也都较为常见。

## (三) 行政层级

各级政府均有权设立相应层级的政府引导基金。因此，按行政层级不同，政府引导基金可分为国家级政府引导基金、省级政府引导基金、地市级政府引导基金及区县级政府引导基金。

## (四) 管理模式

《指导意见》要求，引导基金可以专设管理机构负责引导基金的日常管理与运作事务，也可委托符合资质条件的管理机构负责引导基金的日常管理与运作事务。根据该要求，政府引导基金的管理大体上可分为专设机构管理及委托机构管理，其中专设机构可以是专设独立的事业法人，也可以是专设的引导基金管理公司，或者引导基金本身即为公司制，通过公司治理自行管理。委托模式又可以分为委托地方国有资产经营公司或政府投资平台管理、委托地方国有创投企业管理或委托专业的外部投资管理机构管理。

*就政府引导基金的类型，我们制作了下图以便参考，亦列举了我们从公开渠道了解到的实践案例：*



### 三、 政府引导基金的非市场化要求及对市场化子基金的影响

政府引导基金与一般母基金或其他机构投资者最显著的不同，一在于其政府背景，二在于其“引导”使命。其对接受其出资的子基金来说不同于一般母基金或其他机构投资者的非市场化要求，也源于此。很多政府引导基金的管理办法或实施细则中，都在以下几方面有特殊要求。

#### （一） 注册地点及名称

除了国家级政府引导基金外，由地方财政主导的政府引导基金往往要求接受其资金的子基金在当地落地。如《湖北省长江经济带产业基金管理办法实施细则（暂行）》第二十三条要求“母基金”、“子基金”及其管理机构应注册在湖北省境内，且名称中原则上应包含“湖北”、“长江”字样；《天津市海河产业基金管理暂行办法》第十九条要求“母基金”、“子基金”均注册设立在天津。通常情况下，这一要求对子基金而言并不难接受，能够落地在对其投资的政府引导基金所在地，往往还有利于今后该子基金在当地的政府关系。但是，如果某子基金拟同时引入两个或两个以上同时具有注册地要求的政府引导基金投资人，问题就将变得棘手。子基金管理团队可能需要通过重新设计基金架构如搭建平行基金结构、母子基金结构等方式，以同时满足多个政府引导基金的要求。

#### （二） 投资地域

除了对注册地有要求，地方财政主导的政府引导基金通常还对子基金有在当地返投的要求，这一要求直接体现了政府引导基金对本地相关产业的引导作用。一般情况下，省级引导基金对返投规模的要求较高，如《天津市海河产业基金管理暂行办法》规定接受引导基金出资的“母基金”撬动的各类社会资本在天津的投资总额，应累计不低于引导基金出资规模的5倍；《湖

北省长江经济带产业基金管理办法实施细则（暂行）》也规定长江产业基金及其出资子基金在湖北的投资总额，累计应不低于引导基金出资规模的 5 倍。而随着行政层级的下降，当地返投的规模要求可能也会相应下降，如《闵行区创新创业投资引导基金管理暂行办法》规定投资于上海市闵行区内企业的资金比例不低于引导基金投资额的 1.3 倍；《深圳前海深港现代服务业合作区产业投资引导基金管理暂行办法实施细则》要求子基金投资于前海蛇口自贸片区内企业的资金原则上不低于引导基金出资额的 1.5 倍。因此，子基金在引入政府引导基金前，应慎重考察该级政府辖区内的投资机会，而不应因一时的募资困难而盲目同意返投要求，从而影响基金的整体投资情况。

### **(三) 投资策略**

投资策略一般指投资阶段及投资领域。不同政府引导基金可能有不同的政策目的，对其子基金的投资策略也相应有不同要求。如《上海市创业投资引导基金管理办法》要求引导基金引导民间资金投向上海重点发展的产业领域特别是战略性新兴产业，并主要投资于处于种子期、成长期等创业早中期的创业企业；《北京经济技术开发区科技创新投资引导基金实施细则》要求子基金重点投资于符合开发区定位和相关产业政策、产业投资导向的创业期科技型、创新型中小企业。子基金应根据自身的投资定位，申请与其投资策略相吻合的政府引导基金。

就我们的实操经验而言，政府引导基金对于子基金的投资地域和投资策略的要求，反映到法律文本中通常会以两种方式解决：（1）要求在投资决策委员会中拥有席位，对于不符合其投资方向要求的项目拥有一票否决权；（2）若无投资决策委员会席位，则会要求子基金定期披露已投资项目信息是否满足投资方向的情况，在无法满足的情况下，有权拒绝缴付后续出资并要求转让合伙企业份额。

### **(四) 投资限制**

《暂行管理办法》第十二条规定，政府投资基金不得从事融资担保以外的担保、抵押、委托贷款等业务；不得投资二级市场股票、期货、房地产、证券投资基金、评级 AAA 以下的企业债、信托产品、非保本型理财产品、保险计划及其他金融衍生品；不得向任何第三方提供赞助、捐赠（经批准的公益性捐赠除外）；不得吸收或变相吸收存款，或向第三方提供贷款和资金拆借；不得进行承担无限连带责任的对外投资；不得发行信托或集合理财产品募集资金；以及不得从事其他国家法律法规禁止从事的业务。大部分政府引导基金的管理办法或实施细则中都会重申此项要求，如《厦门市产业引导基金管理办法》的第二十六条、《苏州市产业引导基金管理办法实施细则》第二十五条等。也有部分政府引导基金根据其投资策略，在上述基础上规定了更多投资限制事项，如《湖北省长江经济带产业基金投资负面清单》中还包括：不得投资于国家及湖北省制定的发展规划、产业政策、用地政策、环保政策总量控制目标、准入标准的项目，不得投资于各类基础设施建设项目或房地产开发项目等。对于市场化子基金而言，其中大部分投资限制要求并不影响其正常运作，但对第三方提供贷款和资金拆借的限制等要求有可能影响到子基金对被投资企业提供过桥融资、可转债等准股权投资形式的投资安排。

### **(五) 投资决策**

政府引导基金的参与还有可能影响子基金的投资决策。虽然《暂行管理办法》第十一条规定，政府投资基金一般不参与基金日常管理事务，但仍有部分政府引导基金可能要求子基金的

投资委员会席位，甚至就部分事项要求一票否决权。《天津市海河产业基金管理暂行办法》第十条规定，引导基金的主要职责包括通过参股“母基金”管理机构、派员参与投资决策委员会、章程（协议）约定等方式确保“母、子基金”在设定轨道运行；《上海市创业投资引导基金管理办法》要求引导基金对所扶持企业存在违法、违规和偏离政策导向的情况下，可按照合同约定，行使一票否决权。对于市场化子基金而言，市场惯例是由管理团队组建投资委员会（在普通合伙人层面或管理人层面），决定基金所有实质性的投资决策事项。从投资人的角度来说，如果有限合伙人参与投资决策，也可能违反《合伙企业法》关于有限合伙人不得执行合伙事务的规定，从而产生失去有限责任保护的风险。因此，对政府引导基金不同程度的参与投资决策的要求，市场化子基金通常较难同意，需要双方在政府引导基金管理办法允许的限度内找到平衡点，例如同意政府引导基金以委派投资决策委员会观察员的身份参加会议，保障政府引导基金更大程度对于投资项目的知情权。

## **(六) 出资顺序**

不少政府引导基金还要求不早于其他社会出资人出资，如《苏州市产业引导基金管理办法实施细则》明确规定，引导基金的出资顺序原则上不先于其他社会资本出资人。在实践中，有的政府引导基金虽然未必在其管理办法或实施细则中对出资顺序有明确要求，甚至有的虽然在管理办法中规定引导基金与其他出资人同步出资，但在实际与市场化子基金团队洽谈时，会提出在每一期出资时，须向其提供至少三分之二甚至全部其他出资人均已完成实缴的出资证明。我们理解，这可能是政府引导基金为避免因其他社会出资人出资违约而导致子基金募集失败或延迟对外投资时间，或利用政府资金为社会出资人垫资，出于提高资金利用率、减少资金闲置成本、尽可能减少国有资产受损的考虑。这需要子基金团队根据投资或其他资金使用需求合理安排好各投资人的出资时间，尤其是在面向多个对于出资顺序有要求的政府引导基金时，如何协调政府引导基金之间的缴付出资顺序，对于基金的募资和招款而言至关重要。

## **(七) 违约豁免**

政府引导基金的出资因涉及其中国家出资人的财政拨款问题，不排除会出现因财政拨款程序的关系而导致迟延出资的情况，同时也不乏因前述要求最后出资的原因，直到收到其他出资人的实缴出资证明后才提请内部拨款，从而导致迟延出资的情况。而无论在何种情况下，国家出资人一般都不会承担违约责任。虽然直接在政府引导基金管理文件中明确规定国家出资人不承担出资违约责任的情况比较少，但根据我们的项目实践，大多数政府引导基金都会要求至少就国家出资部分给予其额外的出资宽限期，并豁免其出资违约责任。因此，对市场化子基金团队而言，在接受政府引导基金投资的同时，也需要准备好出现政府引导基金延迟出资甚至难以出资的情形。

## **(八) 信息披露**

政府引导基金受发展改革委、财政部等部门或其下属机构监管，较之一般的母基金或专业投资机构，往往有更多的强制性信息报告义务。同时，出于监管子基金以确保其未违反相关投资约定的需要，也会相应要求子基金向其披露更多信息。根据中国证券投资基金业协会发布的《私募投资基金信息披露内容与格式指引 2 号》，对 PE/VC 基金而言季报并非必选项，但政府引导基金大多要求子基金同时提供季报、半年报和年报。而如果涉及多层母子基金结构（如由

政府引导基金出资参与设立母基金，再由母基金出资参与设立子基金)，对信息披露的时间要求也会相应提高。如《湖北省长江经济带产业基金管理办法实施细则（暂行）》第二十六条要求母基金管理机构应在每季度结束后 10 个工作日内，向产业基金管理公司报告母基金及子基金运行情况；产业基金管理公司须在每季度结束后 20 个工作日内，向基金管委会办公室和省财政厅报送长江产业基金运行情况报告，并与会计年度结束后 3 个月内报送长江产业基金年度总体运行情况报告和经注册会计师审计的引导基金及产业基金管理公司年度会计报告。上层母基金的信息披露报告时间要求已经较严，而其信息披露报告的内容须建立在下层子基金的信息披露报告基础上，这对于不少市场化子基金团队，尤其是一些刚起步的团队来说，是对其后台运营能力的巨大考验。另外，出于对国资监管的需要，政府引导基金通常还会额外要求对其较为灵活的查账权。但对于市场化子基金团队而言，难免会顾虑该等查账权是否会对其正常运营造成负面影响。

### **(九) 收益分配**

在收益分配方面，政府引导基金主要有两方面特殊要求。首先，政府引导基金从子基金取得收益分配后，通常难以再向子基金返还分配。虽然这是符合《合伙企业法》规定且市场较为通行的操作模式，但鉴于政府引导基金的国家出资人背景，在政府引导基金从子基金取得收益分配后，会在一定期限内将一定金额上缴国库。而在资金上缴国库后，政府引导基金客观上确实难以再从国库调拨回属于从某子基金获得的收益分配部分。实践中，一种可行的解决方案是子基金在对政府引导基金进行后续分配时，从后续分配中相应扣减需要政府引导基金返还的收益部分。此外，同样由于政府引导基金的国家出资人背景，市场化基金惯常的非现金分配模式对其客观上不甚可行，因此，政府引导基金通常要求子基金一律进行现金分配或至少就政府引导基金的分配部分变现。

### **(十) 提前退出**

政府引导基金往往会要求获得提前退出的权利，这主要有以下几方面的原因。首先，政府引导基金的存续期限往往已在其管理办法或实施细则中明确，如《湖北省长江经济带产业基金管理办法》规定引导基金的存续期限为 10 年，因此在子基金的存续期长于政府引导基金的存续期时，政府引导基金通常会要求允许其提前退出的权利。其次，政府引导基金对子基金的成立、投资通常有期限要求，如子基金超出一定期限尚未成功设立或开始投资，政府引导基金需要提前退出。例如，《闵行区创新创业投资引导基金管理暂行办法》规定，如与基金管理团队签订合作协议超过 1 年，子基金管理团队未按约定程序和时间要求完成设立手续的，或子基金设立 1 年以后未开展投资业务的，引导基金的理事会办公室可以选择中止合作。此外，政府引导基金的整个存续期中可能会经历引导基金主要负责人和相关政府主管领导的更迭，政府引导基金也可能会为保留因人员变动带来投资理念变动的操作空间之目的，要求提前退出的权利。

政府引导基金虽有诸多要求，但由于其核心功能在于“引导”发展，因此在通常情况下，政府引导基金不像市场化投资者一般强调盈利性，甚至会给予市场化子基金团队或社会投资人一定的让利措施。例如，《厦门市产业引导基金管理办法》第七章和《厦门市产业引导基金参股产业子基金设立及运营管理操作指引》第（十二）项明确规定，引导基金参股的产业子基金在清算时，就产业子基金投资于厦门市企业的总退出收益中归属于引导基金的收益部分，可约定投厦金额部分对应的收益可让利 50% 给产业子基金的其他投资人或产业子基金管理团队，超额投厦部分对应的收益可让利

80%给产业子基金的其他投资人或产业子基金管理团队，让利后引导基金的总退出收益不低于引导基金本金加让利时人民银行公布的同期存款基准利率收益之和。政府引导基金的这类让利措施是除了投资款和声誉外能给市场化子基金带来的最实质性的益处之一。

#### 四、 结语

政府引导基金基于其政府背景和“引导”的功能定位，的确有不少非市场化的要求，给市场化GP带来资金和声誉的同时，也带来了不少困扰。但随着越来越多的政府引导基金开始采用市场化管理模式，政府引导基金开始往市场化方向发展。市场化GP也在与政府引导基金的不断磨合中逐渐提高投资运作的水平，真正起到助力创业投资、发展新兴产业、促进产业升级的作用，与政府引导基金一起和谐共舞，达成双赢。

## 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。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤投资基金组王勇先生（+86-10-8525 5553/185 1188 0418; [james.wang@hankunlaw.com](mailto:james.wang@hankunlaw.com)）联系。