



环球律师事务所
GLOBAL LAW OFFICE

36th
ANNIVERSARY
1984-2020
GLOBAL LAW OFFICE

环球律师事务所 私募基金专题分析

2020 年 4 月

前言

私募股权投资要经历“募投管退”四个阶段。每一个阶段，私募基金都面临着各种各样的法律问题。在募资阶段，该如何与热门的金主沟通？特殊行业的资金，比如政府引导基金、保险资金，面临着哪些监管规则，又有哪些偏好和要求？在投资阶段，该如何平衡谈判桌两端的投资方和融资方？全球疫情之下，实体医疗和互联网医疗行业的法律问题和关注点如何？投资完成后，投资方在行使投资协议中的优先权利和业绩补偿条款时，会遇到哪些现实问题？被投资企业为境外融资进行重组时，投资方应关注哪些环节？被投资企业登陆资本市场后，投资方如何将手中的股票变现？本报告拟从私募股权投资经历的“募投管退”每一环节中抽取部分时常困扰着投资方的题目进行论述分析，以期给私募股权投资从业者以启发，为私募股权投资行业向着专业化、机构化的方向发展贡献微薄之力。

联系我们

如您欲进一步了解本报告所涉及的内容，您可以联系本所如下合伙人（按本报告文章章节顺序排序），您也可以联系您知悉的本所其他合伙人和律师：



代广颖
amydai@glo.com.cn



刘宪来
liuxianlai@glo.com.cn



赵博嘉
zhaobojia@glo.com.cn



黄旭春
xuchunhuang@glo.com.cn



郁雷
stevenyu@glo.com.cn



金旭
jinxu@glo.com.cn



钱俊
qianjun@glo.com.cn



罗岚
lan.luo@glo.com.cn

环球私募基金专题分析

2020 年 04 月

目录

➤ A: 募资端：特殊资金来源	2
➤ 第一章：保险资金投资私募股权投资基金要点分析	2
➤ 第二章：私募基金引入政府引导基金作为出资人的若干问题解析	20
➤ B: 投资端：医疗健康产业	27
➤ 第三章：浅析互联网+医疗行业发展的新趋势及相关法律问题	27
➤ 第四章：实体医院投资实务评述	32
➤ C: 基金投资条款分析	52
➤ 第五章：投资协议核心条款设计——从投资方和融资方的各自立场出发	52
➤ 第六章：私募基金管理环节之投资人优先权利行使中的常见问题	65
➤ 第七章：“业绩补偿”和“股权回购”行权过程中的若干法律问题解析	73
➤ D: 项目退出：资本市场	79
➤ 第八章：人民币基金红筹重组结构路径分析	79
➤ 第九章：私募基金退出环节之资本市场退出的相关问题研究	85
环球简介	98
版权与免责	99

➤ A：募资端：特殊资金来源

➤ 第一章：保险资金投资私募股权投资基金要点分析

作者：代广颖 | 王天时

一、前言

根据中国证券投资基金业协会（“**基金业协会**”）发布的《私募基金管理人登记及私募基金产品备案月报（2020 年第 1 期）》显示，截至 2020 年 1 月底，基金业协会存续登记私募基金管理人 24488 家，环比增长 0.07%；存续备案私募基金 82597 只，环比增长 1.05%；管理基金规模 13.82 万亿元，环比增长 0.59%¹。由于受到经济下行、政策收紧等因素的影响，自 2019 年开始，人民币私募基金的资金募集速度放缓，特别是 2020 年年初新型冠状病毒肺炎疫情的全球爆发，给私募基金的投融资环境笼罩了一层阴霾，私募基金的资金募集也遭遇了前所未有的困境。

保险资金由于其成本的确定性、资金的长期性及规模性，近年来成为私募基金资金募集的一股不可忽视的力量。保险资金平均久期较长，资金稳定性好，这与周期较长、流动性较差的权益类资产对长期资金的需求不谋而合，因此私募股权投资与保险资金具有高度的契合性。在当前疫情影响下，保险资金也可能成为私募基金募资的主力军之一。

由于中国银行保险监督管理委员会（“**银保监会**”）对保险资金的运用有诸多要求，因此本文将主要从银保监会对保险资金投资私募股权投资基金（“**私募基金**”）的参与主体的要求及保险资金通过私募基金进行境外投资等几个方面，对保险资金投资私募基金的要点进行梳理和分析。

二、保险资金投资私募基金的模式

1. 保险资金的定义及运用要求

根据《保险资金运用管理办法》（“**《险资运用办法》**”）第三条：“本办法所称保险资金，是指保险集团（控股）公司、保险机构以本外币计价的资本金、公积金、未分配利润、各项

¹ 中国证券投资基金业协会官网：中国私募基金行业数据报告
http://www.amac.org.cn/researchstatistics/report/zgsmjjhysjbg/202002/t20200207_6639.html

准备金以及其他资金。”其中，资本金、公积金和未分配利润属于自有资金，基于其长期性和稳定性，本身即适合进行长期投资；各项准备金是由于保险机构的保费收取在前、赔付在后而由保险机构为未来履行保险赔偿或给付义务准备的资金，属于负债资金；由于其负债性，保险机构不能把这些资金作为业务盈余在股东之间分配或作为经营利润缴纳所得税，只能进行投资运作并使之不断增值，以履行未来的赔付责任。此外，《险资运用办法》第三条中使用了“其他资金”的兜底表述，即保险机构除资本金、公积金、未分配利润、各项准备金外的其他资金也可能被认定为保险资金，如保险机构发行的次级债、养老保险投资账户资金、万能险万能账户资金、同业拆借资金、融资融券资金等。

根据《险资运用办法》第六条：保险资金运用限于下列形式：（一）银行存款；（二）买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券；（三）投资不动产；（四）投资股权；（五）国务院规定的其他资金运用形式。第十八条规定：“除中国保监会另有规定以外，保险集团（控股）公司、保险机构从事保险资金运用，不得有下列行为：（一）存款于非银行金融机构；（二）买入被交易所实行“特别处理”“警示存在终止上市风险的特别处理”的股票；（三）投资不符合国家产业政策的企业股权和不动产；（四）直接从事房地产开发建设；（五）将保险资金运用形成的投资资产用于向他人提供担保或者发放贷款，个人保单质押贷款除外；（六）中国保监会禁止的其他投资行为。”由此可见，《险资运用办法》对保险资金的运用设定了正、负面清单，明确了保险资金被允许和被禁止投资的领域。

在正面清单中，除《中华人民共和国保险法》（“**《保险法》**”）第一百零六条第二款规定的银行存款、债券、股票、基金等有价证券及投资不动产外，《险资运用办法》还明确了“投资股权”，这也是修订后的《险资运用办法》相较《保险资金运用管理暂行办法》中的新增事项。需要特别注意的是，若股权投资使保险机构在被投企业中控股，则被投企业仅限于如下企业：（1）保险类企业，包括保险机构、保险资产管理机构以及保险专业代理机构、保险经纪机构、保险公估机构；（2）非保险类金融企业；（3）与保险业务相关的企业。在负面清单中，修订后的《险资运用办法》相较于《保险资金运用管理暂行办法》第十五条，主要的调整有两处：（1）将“投资不具有稳定现金流回报预期或者资产增值价值、高污染等不符合国家产业政策项目的企业股权和不动产”调整为“投资不符合国家产业政策的企业股权和不动产”，将“不具有稳定现金流回报预期或者资产增值价值、高污染”等表述删除；以及（2）将“从事创业风险投资”删除。笔者认为，上述两点的修订均和于 2018 年 10 月 26 日由银保监会发布的《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》（“**《征求意见稿》**”）相呼应。一方面，《征求意见稿》第十七条规定，对于“保险资金投资市场化、法治化债转股项目的”，不要求股权投资的被投企业具有“稳定现金流回报预期或者资产增值价值”；另一方面，对于“保险资金投资市场化、法治化债转股项目的”，也允许了被投企业人才流失、涉诉、违约和重大处罚的

存在，而存在该等情况的被投企业在创业企业中并不少见。因此，笔者理解，《险资运用办法》中对于保险资金运用的要求的变化，也体现了保险资金投资股权中对被投企业的要求的变化，保险资金的投资要求似乎得到了一定的放宽。但是，保险资金的运用仍要符合《保险法》第一百零六条第一款规定的“稳健及遵循安全性原则”，这也是保险资金运用的基本底线，这是由保险资金的属性决定的。此外，对于中国银保监会禁止的其他投资行为，根据 2017 年底由原保监会出台的《中国保监会关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》²，也明确禁止了“明股实债”的情形，要求股权投资计划取得的投资收益，应当与被投资未上市企业的经营业绩或私募基金的投资收益挂钩，不得承诺保障本金和投资收益。

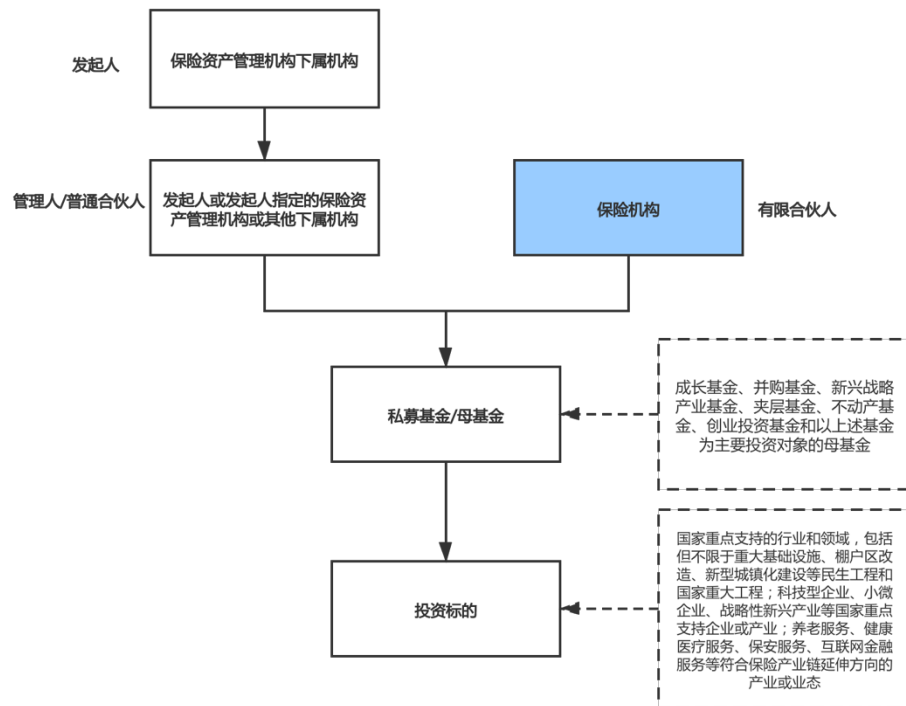
2. 保险机构投资私募基金的方式

保险资金投资私募基金可以根据《中国保监会关于设立保险私募基金有关事项的通知》（“《通知》”）的有关规定由保险机构设立保险私募基金，也可以根据《保险资金投资股权投资暂行办法》（“《暂行办法》”）的有关规定，通过投资私募基金的方式实现间接股权投资。

（1）保险机构设立保险私募基金

《通知》第一条和第二条规定了保险资金可以设立的私募基金的形式和投资方向（详见下图）。此外，《通知》中还对保险机构设立的保险私募基金的私募基金管理人和私募基金做出规定。其中，私募基金管理人由保险资产管理机构担任的，应当具备相应的投资管理能力，且实际投资的项目不少于 3 个；保险资金设立私募基金，私募基金管理人由保险资产管理机构下属机构担任的，保险资产管理机构及其关联的保险机构在下属机构的股权占比合计应当高于 30%、具有稳定的管理团队及独立的、市场化的管理运作机制。保险资金设立的私募基金也需要满足一定的条件，如已完成立项的储备项目预期投资规模应当至少覆盖拟募集规模的 20%、发起人及其关联的保险机构出资或认缴金额不低于拟募集规模的 30%、配备专属的投资管理团队、建立投资顾问委员会、建立托管机制等。保险机构设立保险私募基金的示意图如下：

² 根据我们的了解，近日，银保监会就保险资管产品三项配套规则征求意见，包括《关于规范开展组合类保险资产管理产品业务有关事项的通知》、《关于规范开展债券投资计划业务有关事项的通知》及《关于规范开展股权投资计划业务有关事项的通知》。其中，《关于规范开展股权投资计划业务有关事项的通知》目前正在行业内征求意见，通过后其将取代《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》。

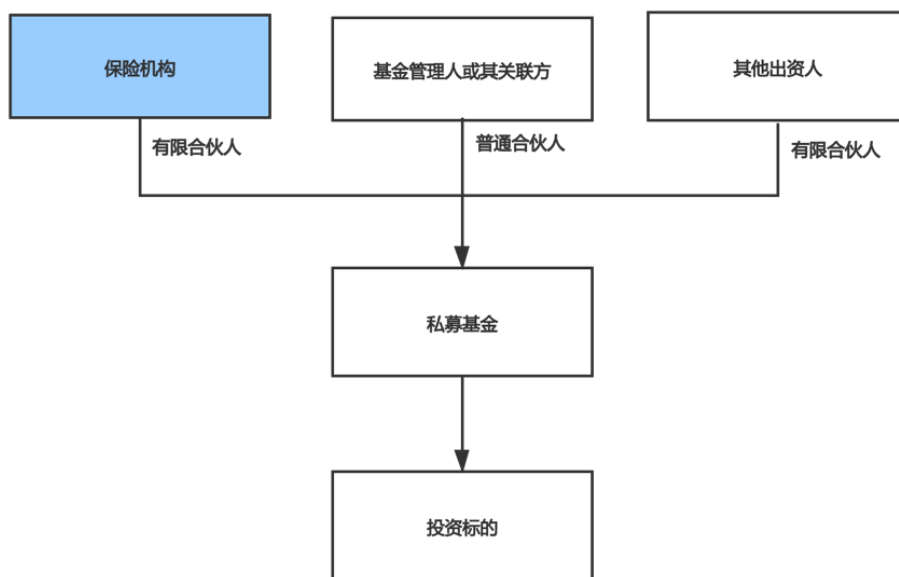


特别需要注意的是, 银保监会于 2020 年 3 月 18 日发布并拟于 2020 年 5 月 1 日生效的《保险资产管理产品管理暂行办法》(“《保险资管产品暂行办法》”) 对在中国境内设立的保险资产管理机构开展保险资管产品的相关业务活动进行了规制。根据《保险资管产品暂行办法》第三条, 保险资管产品包括债权投资计划、股权投资计划、组合类产品和银保监会规定的其他产品。因此, 若保险私募基金属于《保险资管产品暂行办法》中规定的“银保监会规定的其他产品”, 则保险资产管理机构、保险私募基金还应该满足《保险资管产品暂行办法》的相关规定。

(2) 保险机构以投资私募基金的形式实现间接股权投资

根据《暂行办法》第三条第二款, 间接投资股权, 是指保险机构投资股权投资管理机构发起设立的股权投资基金等相关金融产品的行为。根据《暂行办法》的规定, 保险机构也可以通过投资私募基金的形式实现间接股权投资。保险机构投资私募基金的示意图如下³:

³ 由于本文主要以私募基金的视角出发, 讨论私募基金募集保险资金中的要点, 因此下文中将主要讨论保险资金以间接股权投资的形式投资私募基金。



三、保险资金投资私募基金对保险机构的要求

在实践中，如代表保险机构作为有限合伙人投资私募基金，保险机构的代表律师需要根据《暂行办法》的规定核实保险机构是否具有股权投资的资质，并出具法律意见书；如作为私募基金管理人的基金律师，为避免保险机构不符合相关条件而可能对基金造成的潜在不利影响，私募基金管理人的基金律师亦需要对保险机构的资质进行核查。

1. 间接股权投资能力备案

根据《中国保监会关于加强和改进保险机构投资管理能力建设有关事项的通知》第一条，保险机构投资管理能力的七类：股票投资能力、无担保债券投资能力、股权投资能力、不动产投资能力、基础设施投资计划产品创新能力、不动产投资计划产品创新能力和衍生品运用能力。而其中，股权投资能力又可以按照《暂行办法》的规定，分为直接股权投资能力和间接股权投资能力。根据《关于保险机构投资股权和不动产能力备案事项的说明》第五条的规定，“保险机构投资股权或不动产能力备案后，可按照《股权办法》、《不动产办法》及有关规定，开展股权或不动产投资，并依规履行报告义务。保险机构投资能力下降，不再符合监管要求的，不得开展新的投资，并及时向中国保监会报告；整改达到监管要求后，可重新开展股权或不动产投资。”因此，根据前述法律法规可知，在保险机构进行间接股权投资之前，保险机构应该首先确保已经根据《暂行办法》的规定，取得《中国保监会关于加强和改

进保险机构投资管理能力建设有关事项的通知》列明的间接股权投资能力备案，取得间接股权投资能力的备案是保险机构开展间接股权投资的前置条件。

2. 保险机构间接股权投资的基本要求

需要注意的是，在保险机构取得保监局出具的投资能力备案后，并不代表保险机构即可开展相应的投资活动，在保险机构投资时，保险机构还需要满足《暂行办法》对保险机构设定的基本要求。根据《暂行办法》第九条的规定，保险机构通过私募基金进行间接股权投资的，需要满足的条件汇总如下：

- (1) 具有完善的公司治理、管理制度、决策流程和内控机制；
- (2) 建立资产托管机制，资产运作规范透明；
- (3) 资产管理部门还应当配备不少于 2 名具有 3 年以上股权投资和相关经验的专业人员；
- (4) 上一会计年度末偿付能力充足率不低于 150%，且投资时上季度末偿付能力充足率不低于 150%；
- (5) 最近三年未发现重大违法违规行为；
- (6) 中国保监会规定的其他审慎性条件。

在上述需满足的条件中，对于具有完善的公司治理、股权制度、决策流程和内控机制，保险机构可以提供其工商内档文件、决议文件、内控制度等材料进行证明；专业人员名单、偿付能力充足率、最近三年无重大违法违规等一般也由保险机构出具资质说明及承诺函等的方式进行证明。

3. 保险机构间接股权投资的其他要求

- (1) 资金来源和集中度要求

首先，对于保险机构投资的资金来源，根据《暂行办法》第十四条第一款规定，实现控股的股权投资，应当运用资本金；间接投资股权，可以运用资本金和保险产品的责任准备金。人寿保险公司运用万能、分红和投资连结保险产品的资金，财产保险公司运用非寿险非预定收益投资型保险产品的资金，应当满足产品特性和投资方案的要求。由此可见，该资金来源的范围要小于前述《险资运用办法》中规定的保险资金的来源。

而对于保险机构投资的集中度而言，根据《暂行办法》第十五条及《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（“59 号文”）第一部分第八条的规定，保险机构投资股权，应当符合下列比例规定：（1）投资未上市企业股权的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 5%；投资股权投资基金等未上市企业股权相关金融产品的账面余额，不高于本公司上季末总资产的 4%，两项合计不高于本公司上季末总资产的 10%（账面余额不包含保险机构以自有资金直接投资的保险类企业股权）；（2）投资同一投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的 20%⁴；（3）保险集团（控股）公司及其保险子公司，投资同一股权投资基金的账面余额，合计不高于该基金发行规模的 60%，保险机构及其投资控股的保险机构比照执行。由此可见，《暂行办法》及 59 号文对险资间接投资企业股权的集中度要求较为繁琐，可以概括为“5% - 4% - 10% - 20% - 60%”五个考核指标。

因此，除前述《暂行办法》中规定的保险机构应满足的基本要求外，保险机构还应该逐项核对该等投资是否满足资金比例及资金来源的要求。值得关注的是，在《征求意见稿》中，银保监会对资金来源和集中度的要求均有所放宽。其中，在资金来源方面，《征求意见稿》整合了 59 号文的规定，将其扩大为“自有资金或者与投资资产相匹配的责任准备金”（但保险机构与被投企业及其股东存在关联关系的，应当运用自有资金）；在投资集中度方面，将上述投资集中度的监管指标简化为“30% - 30% - 60%”（即，除重大股权投资⁵外，投资同一企业股权的账面余额不超过本公司净资产的 30%；投资同一股权投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的 30%；保险集团（控股）及其保险子公司投资同一股权投资基金的账面余额，不超过该基金发行规模的 60%）三个考核指标。

（2）报告义务

⁴ 根据《中国银保监会关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》最后一段，“本通知自发布之日起施行，原有保险资金运用监管比例以及创新试点业务适用的投资比例取消。”一种声音认为该比例已经取消，且实践中也存在保险机构的投资规模远超 20%的情况。此外，尽管有前述规定，部分保险机构同时需要遵循内部的投资政策，其内部的投资政策的要求相较于前述比例可能更加严格。

⁵ 根据《暂行办法》第九条第四款，重大股权投资，是指对拟投资非保险类金融企业或者与保险业务相关企业实施控制的投资行为。

根据《暂行办法》的规定，保险机构进行重大股权投资，应当向银保监会申请核准；进行非重大股权投资和股权投资基金投资的，应当在签署投资协议后 5 个工作日内，向银保监会报告。由于银保监会要求保险机构需要履行报告义务，因此实践中保险机构会要求将履行向银保监会的报告且银保监会对保险机构的投资无异议作为基金合同的生效条件，而不以各方签署作为基金合同的生效条件；如果各方签署作为基金合同的生效条件，则保险机构可以要求：银保监会的异议可作为无责解除合同的依据。

同样值得注意的是，《征求意见稿》中对重大股权投资和一般股权投资的申报机构进行了区分，重大股权投资延续了《暂行办法》的规定，仍由银保监会审批，但一般股权投资及股权投资基金的投资，改为向中国保险资产管理业协会（“**保险资产管理业协会**”）股权投资信息报告系统进行报告。保险资产管理业协会如发现上报资料不合规、股权投资行为违法违规的，应上报银保监会，由银保监会给予保险机构行政处罚。此外，根据《暂行办法》的规定，保险机构及托管机构均应在每季度结束后 30 个工作日内和每年 4 月 30 日前，分别向银保监会和保险资产管理业协会提交季度报告和年度报告，而私募基金管理人⁶仅需要在每年 4 月 30 日前向中国银保监会和中国保险资产管理业协会提交年度报告，无需提交季度报告。

四、保险资金投资私募基金对私募基金管理人的要求

除对进行间接股权投资的保险机构提出要求外，《暂行办法》中也对管理私募基金的私募基金管理人提出了相应要求。其中，包括注册资本、资产管理余额在内的诸多要求也是代表保险机构的律师尽职调查过程中核查的重点。

1. 基本要求

根据《暂行办法》第十条的规定，保险机构投资股权投资基金，发起设立并管理该基金的私募基金管理人，应当符合下列条件⁷：

- （1） 具有完善的公司治理、管理制度、决策流程和内控机制；
- （2） 注册资本不低于 1 亿元，已建立风险准备金制度；

⁶ 《暂行办法》中将保险公司投资股权投资管理机构定义为“投资机构”。由于本文主要讨论保险资金投资私募基金，因此为行文便利，以下统称为“私募基金管理人”。

⁷ 《征求意见稿》中第十一条规定，保险公司投资股权投资基金，还要求投资机构完成私募基金管理人登记。

(3) 投资管理适用中国法律法规及有关政策规定；

(4) 具有稳定的管理团队，拥有不少于 10 名具有股权投资和相关经验的专业人员，已完成退出项目不少于 3 个，其中具有 5 年以上相关经验的不少于 2 名，具有 3 年以上相关经验的不少于 3 名，且高级管理人员中，具有 8 年以上相关经验的不少于 1 名；拥有不少于 3 名熟悉企业运营、财务管理、项目融资的专业人员；

(5) 具有丰富的股权投资经验，管理资产余额不低于 30 亿元，且历史业绩优秀，商业信誉良好；

(6) 具有健全的项目储备制度、资产托管和风险隔离机制；

(7) 建立科学的激励约束机制和跟进投资机制，并得到有效执行；

(8) 接受中国保监会涉及保险资金投资的质询，并报告有关情况；

(9) 最近三年未发现私募基金管理人及主要人员存在重大违法违规行为；

(10) 中国保监会规定的其他审慎性条件。

在上述需满足的条件中，具有完善的公司治理、股权制度、决策流程和内控机制和上述对保险机构的要求较为相似，私募基金管理人同样可以提供其工商内档文件、决议文件、内控制度等材料进行证明；稳定的管理团队名单一般由私募基金管理人在其资质说明中列明。项目储备制度、资产托管和风险隔离机制、科学的激励约束机制和跟进投资机制、接受银保监会的质询、最近三年无重大违法违规等要求一般也由私募基金管理人出具相关制度文件、资质说明及承诺函的方式进行证明。在上述要求中，笔者重点对注册资本缴纳要求、管理资产余额的要求进行相应分析。

2. 私募基金管理人注册资本的缴纳要求

首先，发起设立并管理保险机构投资的私募基金的私募基金管理人的认缴出资应至不低于人民币一亿元。由于该认缴出资的金额较高，在实践中经常可以看到，在基金业协会的私募基金管理人公示信息界面的“诚信信息”中会特别提示私募基金管理人“实缴资本低于 100 万或实缴资本低于 25%”。根据《私募基金登记备案常见问题解答》，“针对私募基金管理人的实收资本/实缴资本不足 100 万元或实收/实缴比例未达到注册资本/认缴资本的 25%的情况，

协会将在私募基金管理人公示信息中予以特别提示，并在私募基金管理人分类公示中予以公示。”

对于私募基金管理人在公示信息中受到该特别提示的后果，根据我们向基金业协会人员的咨询，协会人员表示目前没有针对该情形的处罚措施。但鉴于基金业协会对私募基金管理人的要求日益严格、监管口径日益收紧，我们仍建议私募基金管理人的实缴出资应尽可能达到 2500 万元人民币，以满足协会要求的实缴比例不低于注册资本/认缴资本 25% 的最低要求。

3. 对私募基金管理人管理的资产余额和投资经验的要求

《暂行办法》第十条第一款第五项规定私募基金管理人应“具有丰富的股权投资经验，管理资产余额不低于 30 亿元，且历史业绩优秀，商业信誉良好”。笔者认为，可以将该条款拆分为两个层面进行理解。首先，私募基金管理人应具有丰富的股权投资经验，而对于股权投资经验是否丰富的判断标准，笔者理解管理的资产余额大于 30 亿元可以提供初步的证明。一般而言，私募基金管理人管理的资产余额可以根据其管理的私募基金的注册资本总额进行粗略的计算。若私募基金管理人管理的私募基金的注册资本总额相加大于 30 亿元，则通常可以理解私募基金管理人基本符合管理的资产余额大于 30 亿元的要求。另外需要注意的是，《暂行办法》中强调了“股权投资经验”，因此笔者认为，除其管理的私募基金注册资本总额的认定标准外，还需要关注私募基金管理人管理的私募基金已经实际投到被投资企业中的总金额。如私募基金管理人管理的基金对被投资企业的股权投资已经达到了一定的规模，结合管理的资产余额不低于 30 亿元，则基本可以证明私募基金管理人满足股权投资经验和管理资产余额的要求。

其次，除需要资产管理余额大于 30 亿元、具有比较丰富的股权投资经验外，私募基金管理人还需要股权投资满足“历史业绩优秀，商业信誉良好”的要求。笔者理解，对于该要求，可以从两个方面进行判断。首先，可以根据私募基金管理人此前管理的已经退出的基金的内部收益率的情况，判断基金的投资人是否享有不错的收益，是否顺利退出以及该基金是否存在被投资企业成功上市或被并购的情形；其次，可以公开查询基私募基金管理人的诉讼仲裁、行政处罚及基金业协会的处罚情况等，查看私募基金管理人在历史上是否存在受到重大处罚或涉讼情况。若私募基金管理人历史管理的基金退出和收益情况良好，且私募基金管理人并没有受到重大处罚的，则可以认为满足相应的条件。

需要注意的是，在《征求意见稿》中，若保险资金投资市场化、法治化债转股类投资基金的，则不对私募基金管理人设定资产管理余额大于 30 亿元的要求。

五、保险资金投资私募基金对私募基金及被投企业的要求

1. 基本要求

根据《暂行办法》第十三条规定，保险资金投资的投资基金，应当符合下列条件：

- （1） 私募基金管理人符合本办法第十条规定；
- （2） 投资方向或者投资标的符合本办法第十二条规定及其他金融监管机构的规定；
- （3） 具有确定的投资目标、投资方案、投资策略、投资标准、投资流程、后续管理、收益分配和基金清算安排；
- （4） 交易结构清晰，风险提示充分，信息披露真实完整；
- （5） 已经实行投资基金托管机制，募集或者认缴资金规模不低于 5 亿元，具有预期可行的退出安排和健全有效的风控措施，且在监管机构规定的市场交易；
- （6） 中国保监会规定的其他审慎性条件。

在上述要求中，私募基金管理人的要求已在本文第四章进行了详细的论述，在此不再赘述；具有确定的投资目标、方案、策略及具有清晰的交易结构、信息披露等要求也可以要求私募基金提供相关材料进行判断。笔者主要对私募基金投资的被投企业的要求和私募基金的认缴出资规模进行分析。

2. 私募基金投资的被投企业的要求

《暂行办法》第十二条第一款及第二款对私募基金的投资方向或者投资标的，即私募基金投资的被投企业设定了很多要求。在这些要求中，“股东、高级管理人员诚信记录和商业信誉良好、具有确定的分红制度、未涉及重大法律纠纷、不存在关联关系”等要求不难进行举证，但“产业处于成长期、成熟期或者是战略新型产业，或者具有明确的上市意向及较高的并购价值”、“具有市场、技术、资源、竞争优势和价值提升空间，预期能够产生良好的现金回报”并没有较为明确的认定标准，存在一定的举证难度。

笔者发现,《征求意见稿》第十四条第三款规定,保险资金投资市场化、法治化债转股类投资基金,可不受“符合国家产业政策,具备国家有关部门规定的资质条件”、“产业处于成长期、成熟期或者是战略新型产业,或者具有明确的上市意向及较高的并购价值”、“具有市场、技术、资源、竞争优势和价值提升空间,预期能够产生良好的现金回报”的限制。因此,笔者理解,在《保险资金投资股权管理办法》正式发布后,若保险资金投资的是市场化、法治化债转股类投资基金的条件下,可以适当放宽对被投企业的要求,这也可以为以保险机构作为募资对象的私募基金管理人未来设立私募基金的类型提供一定的借鉴思路。

3. 认缴出资的要求

基金业协会 2019 年 12 月 23 日发布的《私募投资基金备案须知(2019 版)》(“《**备案新规**》”)第十一条第一款规定,“私募基金(含创业投资基金,下同)和私募资产配置基金应当封闭运作,备案完成后不得开放认/申购(认缴)和赎回(退出),基金封闭运作期间的分红、退出投资项目减资、对违约投资者除名或替换以及基金份额转让不在此列。”本条是《备案新规》中的重要新增条款,明确了股权类基金和资产配置类基金封闭运作的要求,这也是和《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中要求的“资产管理产品直接或者间接投资于未上市企业股权及其受(收)益权的,应当为封闭式资产管理产品”的规定保持一致。

由于《暂行办法》第十三条第一款第(五)项要求“募集或者认缴资金规模不低于 5 亿元”,因此,在《备案新规》出台前,实践中通常采用的方式是私募基金管理人在首次募集中先设定一个相对较低的认缴金额(如 1000 万)并进行基金备案,并在后续募集期内进行后续募集并最终募集到基金总认缴的出资规模。因此,在《备案新规》出台后,此类资金募集的操作将受到影响。

尽管有前述规定,基金业协会也给封闭式运作留了一个口子。《备案新规》第十一条第二款规定:“已备案通过的私募基金或私募资产配置基金,若同时满足以下条件,可以新增投资者或增加既存投资者的认缴出资,但增加的认缴出资额不得超过备案时认缴出资额的 3 倍:

(1) 基金的组织形式为公司型或合伙型;(2) 基金由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管;(3) 基金处在合同约定的投资期内;(4) 基金进行组合投资,投资于单一标的的资金不超过基金最终认缴出资总额的 50%;(5) 经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过。”

针对该规定,笔者认为需要特别注意两点:(1) 组合投资的要求,即私募基金管理人管理的基金投资的标的大于一个,且单一标的的资金不超过基金最终认缴出资总额的 50%。而

对于投资单一标的的私募基金而言，仍需要进行绝对化的封闭运作；（2）投资者决策机制的设置，因为增加认缴出资需要“经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过”，因此建议私募基金管理人在基金合同中对增加认缴出资的决策方式进行明确约定；为提高决策效率，建议采用合伙人/股东过半数表决，且不给予个别投资人一票否决权的方式。另外，需要注意的是，即便私募基金满足《备案新规》第十一条第二款的要求，备案后可以新增投资者或增加既存投资者的认缴出资，但是增加的认缴出资额不得超过备案时认缴出资额的 3 倍。因此，对于保险资金投资的私募基金而言，由于规定了募集或者认缴资金规模不低于 5 亿元的要求，因此首次募集的基金规模至少应不低于 1.25 亿元。

六、保险资金通过私募基金进行海外投资

除在境内投资外，保险资金投资境外同样具有较高的规模。截止 2019 年上半年，中国有超过五十家保险机构开展了境外投资业务，投资余额超 770 亿美元⁸。因此，保险资金境外投资的监管要求，保险资金通过投资私募基金的方式进行境外投资的选择方式也是笔者关注的重点。

1. 保险资金境外投资的主要监管要求

目前，保险资金若需要进行境外投资，需要根据《保险资金境外投资管理暂行办法》（“《险资境外投资办法》”）、《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》（“《险资境外投资办法实施细则》”）及《关于调整保险资金境外投资有关政策的通知》等有关规定受到银保监会的监管。保险机构需要满足《险资境外投资办法》第九条规定的基本要求（包括取得外汇业务许可证、具有较强的投资管理能力、有明确的资产配置政策和策略、财务稳健等）及资金托管、投资比例、资产配置、风控管理等其他要求，并向银保监会提出申请，经过银保监会批准后方可委托投资机构或基金管理机构进行境外投资。即保险资金进行境外投资，需要取得相应的境外投资资质。

2. 保险资金通过私募基金进行境外投资的方式

⁸ 《曹德云：50 多家保险机构境外投资余额超 770 亿美元，呈现四个特点》<http://www.zqrb.cn/jrjg/insurance/2019-11-19/A1574129935737.html>

目前保险机构主要通过 QDII 额度开展境外投资，并辅之以内保外贷、境外发债、境外上市融资、ODI 额度、外币保费等渠道。由于通过私募基金进行境外投资的方式常见于 QDLP/QDIE 结构或 ODI 结构，本文主要对保险资金投资 QDLP/QDIE 结构、ODI 结构进行简要分析⁹。

（1）通过 QDLP/QDIE 向境外投资

境内合格有限合伙人（Qualified Domestic Limited Partnership, “QDLP”）及境内合格投资企业（Qualified Domestic Investment Enterprise, “QDIE”）是指保险资金作为境内合格有限合伙人及境内合格投资企业，通过符合条件的试点基金产品，跨境运用保险资金完成境外投资。

	QDLP	QDIE
基金管理企业注册资本	外商基金管理企业的注册资本（或认缴出资）应不低于 200 万美元或等值货币。	外资基金管理企业注册资本（或认缴出资）不应低于 200 万美元（或等值货币）；内资基金管理企业注册资本（或认缴出资）不应低于 1000 万元人民币（适用于机构投资者）或“金融资产不低于 300 万元”（适用于自然人）。
投资范围	境外证券投资（境外一级市场、二级市场）、大宗商品交易，主要指向是交易所场内现货和衍生品交易。	境外证券投资，境外非上市公司股权、债权、对冲基金以及不动产、实物资产等经联席会议办公室备案通过的其他标的资产。
试点基金要求	境外证券投资（境外一级市场、二级市场）、大宗商品交	试点基金的规模不低于人民币 3000 万元（或等值外币）。

⁹ 对于更多保险资金境外投资方式的介绍，可以参见我所刘广睿律师此前发表的文章：《险资合规出海》
http://www.glo.com.cn/content/details_13_938.html

	易，主要指向是交易所场内现货和衍生品交易。	
合格投资者要求	除普通合伙人外，其他每个有限合伙人的出资应不低于 100 万美元。	合格境内投资者应满足“净资产不低于 1000 万元人民币”（适用于机构投资者）或“金融资产不低于 300 万元”（适用于自然人）、“单个合格境内投资者认缴出资不低于人民币 200 万元（或等值外币）”等要求。

在 QDLP/QDIE 的模式下，保险机构可通过认购 QDLP/QDIE 的份额成为 QDLP 或 QDIE，再通过 QDLP/QDIE 的对外投资，实现保险资金的跨境运用。《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》及《关于开展合格境内投资者境外投资试点工作的暂行办法》对 QDLP 和 QDIE 项下基金管理企业和试点基金的主要要求如下¹⁰：

当保险资金通过其他非保险机构申请的 QDLP 和 QDIE 额度参与境外投资时，QDLP 和 QDIE 的发起人、管理人除应符合其申请或设立相关法律法规的规定外，还应符合《险资境外投资办法》中对相关主体设定的要求。根据《险资境外投资办法》第七条规定，保险资金投资股权投资基金，发起并管理该基金的股权投资机构，应当符合下列条件：（一）实收（缴）资本或者净资产不低于 1500 万美元或者等值可自由兑换货币；（二）累计管理资产规模不低于 10 亿美元或者等值可自由兑换货币，且过往业绩优秀，商业信誉良好。”因此在保险资金通过 QDLP 和 QDIE 进行投资时，还需要关注《险资境外投资办法》的相关要求。

（2）保险资金通过 ODI 进行境外投资

境外直接投资（Offshore Direct Investment, “ODI”）是指境内企业根据《企业境外投资管理办法》及《境外投资管理办法》的有关规定，在商务主管部门和发改委部门履行和审批和

¹⁰ 对于更多 QDLP/QDIE 的比较和监管要求，可以参见我所刘成伟律师发表的文章：《跨境投资 QD 产品介绍》
https://mp.weixin.qq.com/s?src=11×tamp=1582795690&ver=2184&signature=hZm2T*Yg63r98Or5iUQ3dko4FJtEDSgjCjo9-wlaOOXCpKiFU9vfzU6Ex1z-005zxd90HBvCuTpdVwAR9TFSdGItNqNpYbcN3eyoyHaWIX0xIgqJBc2gWuaNVeNYyhD&new=1

备案后并办理外汇登记后，进行的直接境外投资。保险机构通过 ODI 结构运用保险资金进行境外投资，也应当依据《险资境外投资办法》及其相关规定进行监管并符合相关要求。

除保险机构通过 ODI 直接对境外企业进行投资外，保险资金也可以认购已通过 ODI 法律程序持有境外企业的股权的境内私募基金份额，即保险资金实际上借由其投资的私募基金间接实现了 ODI 的法律结构并投资境外企业股权。在此情况下，管理该基金的私募基金管理人应符合《险资境外投资办法》第七条规定的对私募基金管理人实收资本和管理资产规模的要求。

除保险机构通过境内私募基金进行境外投资外，保险机构可以办理完成 ODI 手续后，将保险资金投资到境外设立的私募基金，并委托境外设立的私募基金进行境外投资。根据《险资境外投资办法实施细则》，保险机构运用保险资金投资的境外股权投资基金，应满足：（1）投资标的处于成长期、成熟期或者具有较高并购价值；认缴资金规模不低于 3 亿美元或者等值可自由兑换货币，且实缴资本按认缴规模配比到位；（2）拥有 10 名以上具有股权投资和相关经验的专业人员、具有完善的治理结构、有效的激励约束机制和利益保护机制等。除前述规定外，保险资金也可以投资符合前款规定的股权投资基金为标的的母基金，并通过境外母基金项下的子基金投资境外被投资企业。

七、结语

2019 年新型冠状病毒肺炎疫情的爆发，不仅对诸多行业造成了严重的影响，同时也导致投资该等行业的私募基金受到了极大的冲击。在这样的情况下，保险资金作为一种重要的募资来源，其在私募基金募资过程中发挥的作用可能会受到前所未有的重视。一方面，《征求意见稿》中已经作出了包括扩大投资标的范围、扩大资金运用来源等积极政策，随着《保险资金投资股权管理办法》的正式出台，保险资金的投资环境会更加广阔；另一方面，在当前的困难之际，有关部门也可能出台积极政策促进私募基金的发展，我们也将密切关注保险资金投资私募基金的最新动向。谁无暴风劲雨时，守得云开见月明，期待保险资金在中国的私募基金投资领域中扮演着更加重要的角色。

保险公司法务 Q&A:

除上述文章外，我们也有幸邀请到某知名中外合资保险公司的法务总监姚洁就保险资金投资私募基金的有关问题进行了一段采访。采访内容如下：

Q：贵司如何筛选私募基金？能否从私募基金的筛选到私募基金的投资的流程进行简要介绍？

A：根据公司的管理规定，标的基金的筛选工作由投资部门负责。投资部门建立投资项目储备库，对潜在投资项目进行统一的储备管理。项目入库标准参照银保监会相关监管规定和公司相关投资要求。对符合银保监会监管规定、公司投资要求，并已得到基金管理人明确投资意向确认的项目，投资部门组织召开项目立项会议。

Q：在保险公司投资私募基金过程中，作为公司内部法务主要参与哪些环节？对于在投资项目中委托的律师事务所，您作为公司法务有哪些要求？

A：就基金投资而言，内部法务的工作从立项会议确定立项之后开始，包括外部律师的选聘、沟通，项目交易结构的确立、交易文件的审核等。同时，我们也依赖外部律师的专业服务，对基金管理人、基金及底层资产进行法律尽调出具法律意见书。

Q：作为保险公司的内部法务，如何确保在投资过程中符合银保监会对保险公司、基金管理人的相关要求？

A：从我司已投项目来看，相关基金的管理团队都有接受保险资金投资的经验。在基金设立之初，已经考虑了银保监会对于股权投资的规定与要求。例如：采取合伙型的，需要合伙型基金建立投资顾问委员会；需要配合保险机构投资人完成季度报告和年度报告；需要根据银保监会的要求出具资质说明、承诺函等文件；在交易文件生效日期问题上考虑保险机构投资人的报备需求；通过平行投资载体等投资工具解决外资保险机构的投资限制问题。

Q：银保监会、中基协陆续出台了很多与保险资金投资相关的法律规定，这些法律规定的出台是否对贵司的保险资金投资产生影响？您对于未来贵司的保险资金投资是否有什么展望？

A: 2019 年底至今，随着私募基金备案新规等文件的出台，保险机构与私募基金的合作也出现了新的机遇和挑战。例如，如何在遵守投资比例限制的情况下，满足关于“募集完毕”的要求。如何通过 QFLP 基金的形式开展更灵活的投资。这些也是整个行业在共同探索的方向。

➤ 第二章：私募基金引入政府引导基金作为出资人的若干问题解析

作者：刘宪来

近年来政府引导基金如雨后春笋般涌入市场，当之无愧的成为私募创投基金募集领域最重要的金主。2020年2月24日，财政部出台《关于加强政府投资基金管理 提高财政出资效益的通知》（财预〔2020〕7号），直指政府投资基金当前存在的各类问题。部分市场人士解读，政府引导基金的资金可能也会越来越难拿。当私募基金管理人经过被严格的尽调、考评和筛选，终于可以和政府引导基金谈到基金合同的时候，又将面临怎样的挑战，让我们逐一解析。

一、政府引导基金的概念

在开始本文的探讨前，我们有必要先明确下政府引导基金的定义。根据财政部2015年出台的《政府投资基金暂行管理办法》（财预〔2015〕210号）的规定，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。发改委2016年的《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规〔2016〕2800号）规定，政府出资产业投资基金，是指有政府出资，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。前述中央部委的规范性文件均未直接使用政府引导基金的概念，但为了更符合市场的通常叫法，本文探讨的政府引导基金，指由国有背景管理人管理，以各级政府财政预算内投资、中央和地方各类专项建设基金及其它财政性资金作为主要出资来源的母基金。

二、对子基金的返投要求

1. 返投比例

政府引导基金的运作主要为实现政策性目标，而非经济性目标；因此，营利并非政府引导基金的主要关注点，能否促进和拉动政府引导基金所属行政区域的产业和经济发展、加大

招商引资，才是主要目标。于是各级地方政府引导基金的管理办法中，将返投比例或倍数作为投资子基金的重要前提条件。目前市场惯常的实践中，以 2 倍左右的返投倍数为主；也就意味着，如政府引导基金向子基金出资 1 亿元，子基金需完成在政府引导基金所属政府所在地不低于 2 亿元的投资额。我们也遇到一些地方要求子基金 70% 的资金投向政府引导基金所在地或者 5 倍的返投要求。目前中国所有省市中，本身具有良好投资项目储备，具备完成返投客观条件的区域屈指可数，其余区域完成返投目标的难度极大。

2. 返投方式的界定

在实践中，我们注意到，有一些子基金为了完成投资入政府引导基金的返投目标，会要求拟投资企业将注册地址迁往政府引导基金所在地作为投资的先决条件。为了实现返投的目标，无论是政府引导基金管理人还是子基金管理人，可谓都是操碎了心。返投标准的界定，就变得格外重要。早期政府引导基金的管理办法都没有规定的如此细致，即如何符合返投标准，一定程度上取决于政府引导基金管理人的认定，以及政府引导基金与子基金讨价还价后的结果。

新兴政府引导基金在制定返投标准时，也充分考虑了市场的情况，将返投标准尽量明确且不失灵活，比如《青岛市新旧动能转换引导基金管理办法》（青政办发〔2018〕10 号）（“**青岛新旧动能基金管理办法**”）中规定的返投标准认定方式包括：（1）母（子）基金直接投资于青岛市内（注册）企业的资金；（2）母（子）基金投资于青岛市外企业，再由青岛市外企业将资金投入至青岛市子公司的，可置换为市内投资额；（3）母（子）基金投资于青岛市外企业，将青岛市外企业优质项目引入青岛市注册经营，视同投资于市内企业；（4）为支持青岛市企业走出去开展全产业链投资，对母（子）基金投资到青岛市企业在市外控股子公司的，按照控股比例折算为市内投资额。又如厦门市，在 2019 年 11 月出台的《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》补充通知发布中规定，若产业子基金承诺投资于厦门市企业的投资总额不低于厦门各级政府引导基金合计对该产业子基金出资额的 1.5 倍，产业子基金投资于厦门市企业的投资金额计算标准可在原有标准基础上，增加以下四种情形：（1）产业子基金的关联基金或产业子基金的产业投资人受产业子基金引荐，投资于注册地在厦门市的企业，且该企业在厦实际经营、产生纳税，可按照该关联基金或产业投资人对该厦门企业投资额的 50% 计入产业子基金投资厦门企业的金额。（2）产业子基金的关联基金或产业子基金的产业投资人受产业子基金引荐，其投资的外地企业将注册地迁移至厦门市且符合在厦实际经营、产生纳税的，可按照该关联基金或产业投资人对该企业的投资金额计入产业子基金投资于厦门市企业的投资总额；也可按照落地厦门实体所缴纳税收地方

留成部分的 2 倍计入产业子基金投资于厦门市企业的投资总额。（3）产业子基金的关联基金或产业子基金的产业投资人受产业子基金引荐，其投资的外地企业在厦门投资设立子公司或增资现有厦门公司，且该公司在厦实际经营、产生纳税的，可按该外地企业对厦门市子公司以股权投资方式投入或新增的投资金额的 50%计入产业子基金投资于厦门市企业的投资总额；其中在厦门投资设立子公司的，还可按照落地厦门实体所缴纳税收地方留成部分的 2 倍计入产业子基金投资于厦门市企业的投资总额。（4）产业子基金投资于厦门以外企业被引导在厦门设立 SPV 公司（即特殊目的公司，指：为资金出境设立的特殊目的公司）办理资金出境，或者在厦门返程设置 WFOE（外商独资企业，主要用于搭建海外架构实现 IPO、或者进行海外兼并收购或者海外业务拓展等）的，按照 SPV 公司或 WFOE 实际在厦门缴纳税收的地方留成部分的 2 倍，计入产业子基金投资于厦门市企业的投资总额。

厦门近日还非常人性化的提高了疫情期间的返投认定金额，即：增加疫情期间投厦项目的返投认定金额，即参股基金自身通过《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》（厦产业投资基金理事会办〔2019〕2 号）第（八）条第 2 款认可的 3 种投资方式投资支持厦门企业发展的，即投资厦门企业的以投资款全部到资为准、投资厦门市以外企业后迁址厦门的以完成外地企业迁址为准、在厦设立子公司或增资现有厦门公司的以完成子公司注资为准，该项目的投厦认定金额可在第（八）条第 2 款规定的计算标准基础上增加 20%。厦门市的以上举措既能减轻子基金的返投压力，也营造了良好的营商环境，值得其他区域的政府引导基金学习。

3. 返投的执行和不能实现的后果

早期政府引导基金投资时，只要子基金管理人在相关协议中承诺完成返投指标即可；对于完成的进度、未能完成的后果通常不会有明确约定。但随着政府引导基金管理人经验的逐步积累，一些政府引导基金对子基金返投的要求也越来越精细化。比如会要求明确子基金在投资期内每年需要完成的返投比例，最终未能完成返投的，通过要求管理人承担返还管理费、降低绩效收益的分配比例等方式来约束子基金管理人。

应该说返投是考验子基金管理人最重要的课题之一，特别是同时引入不同地域的政府引导基金时，完成返投目标成为非常重要的挑战，这也要求在相关法律文件中对返投的标准能有相对完善的认定。

三、政府引导基金对子基金的出资

1. 出资比例

受限于发改委对政府引导基金单一项目投资比例不超 20% 的规定，同时满足政府引导基金对子基金规模“放杠杆”的政策目标，一般情况下政府引导基金在单一子基金中的出资比例不会超过 20%，部分地区也会针对特定类型的子基金，给予更高的比例限制。比如青岛新旧动能基金管理办法规定，对主投农业领域的母（子）基金，引导基金出资比例不高于 50%。现在基本上在省级、市级和区县一级政府均有各自级别的政府引导基金，如果实现省市两层或市区两级政府引导基金的出资，也能扩大政府引导基金在子基金中的出资比例。鉴于目前一般私募创投基金均有 6-18 个月不等的募集期完成预定募集规模目标，如政府引导基金认缴承诺出资在首次交割完成时，子基金尚未完成相应的募集规模目标，政府引导基金一般会按照交割时的认缴规模以及相应的限制比例，确定政府引导基金的认缴出资额。后续子基金经多次交割后达到募集目标后，政府引导基金也会通过增资的方式将持有份额比例达到子基金总募集规模的相应比例（如 20%）。这也是对前期经验教训的总结，过往政府引导基金率先承诺认缴一定金额后，部分子基金管理人并不能按期完成社会出资人部分的资金募集，导致政府引导基金在子基金中的出资比例超限。2019 年深圳政府引导基金即因此清理和缩减了一批子基金的出资规模。

2. 出资时间

过往政府引导基金曾一度作为子基金的基石投资者，子基金管理人在确定了政府引导基金的投资意向后，再面向社会出资人进行募集，但往往出现子基金管理人承诺募集社会出资人的资金不能达到预期规模或实缴出资出现延误。政府引导基金在对子基金进行实缴出资时，目前普遍要求社会出资人先完成该相应阶段的实缴出资后，政府引导基金最后进行实缴。如有社会出资人不能按期进行实缴，也会影响政府引导基金的正常实缴出资；引发的连锁反应可能是不得不缩减违约投资人在子基金中的认缴出资金额，进而引发政府引导基金也为控制在子基金中的出资比例，不得不同时缩减对子基金的认缴出资额，导致子基金规模进一步缩减。

四、对子基金投资的约束

1. 投资方向

各地政府引导基金都会结合当地产业特点，在政府引导基金管理办法中，规定子基金的主要投资产业和领域。部分政府引导基金活跃的地区，比如苏州，已经可以有针对不同产业的政府引导基金，比如针对医药健康、文化等不同产业类别的政府引导基金。目前市场中专注某一或某些特定领域的私募基金越来越多，比如医药产业基金。对于该类专注某一特定产业的子基金管理人更应特别关注相关政府引导基金投资的子基金产业方向限制；以免因不属于该政府引导基金支持的产业投资方向，而浪费不必要的募集时间。

目前政府引导基金投资的子基金，要求以直投资基金为主，即子基金应直接投资产业项目、而不应再进行母基金形式的子基金份额投资；但部分政府引导基金希望尽量做大资金杠杆，政府引导基金作为第一层的母基金出资，投资的第一层子基金仍为母基金形式，再由第一层母基金投资直投子基金。“资管新规”对多层嵌套的限制，曾一度让该类结构面临合规风险。2019年10月，六部委通过相关通知¹¹，明确豁免了政府出资产业投资基金和创业投资基金作为资管嵌套一层的限制，算是对多层嵌套的一次及时雨般的松绑。

2. 投资阶段

实践中，有相当部分的政府引导基金是以鼓励创业投资为主的，因此要求子基金投资中小企业的比例不能低于子基金规模的60%及以上。关于何为中小企业，《科技部财政部国家税务总局关于印发<科技型中小企业评价办法>的通知》（国科发政〔2017〕115号）规定：科技型中小企业须同时满足若干条件，最重要的一点标准为职工总数不超过500人、年销售收入不超过2亿元、资产总额不超过2亿元。发达地区也有专门针对投资PE阶段子基金的政府引导基金。因此，子基金管理人在向政府引导基金进行募资时，有必要了解清楚，该政府引导基金对子基金投资阶段的要求。

3. 投资限制

¹¹ 《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》。

政府引导基金对子基金投资限制主要集中在产业、投资方向和单一投资比例等方面。如前文所述，要求子基金投资的产业限于相关政府引导基金办法规定的产业中。通常禁止子基金从事担保、贷款、股票、期货、房地产、金融衍生品等投资，以及国家法律法规禁止从事的业务。不得对外赞助、捐赠。实践中，经常出现的争议点在于私募基金使用的为股权投资目的进行的过桥贷款投资方式是否允许。各地政府引导基金对此也有不同认识。有的地方政府引导基金将过桥贷款严格限定为贷款的范畴，不允许操作。也有政府引导基金允许通过合理的条款设计保留一定比例的过桥投资安排。另一类是对上市公司定增业务的限制。部分 PE 子基金的管理人希望能对定增业务留有一定灵活度，但政府引导基金从中央到地方各级管理办法都明确，子基金应进行非上市企业的股权投资，所以也对定增方式的投资方式提出了限制。

关于对单一被投资企业投资金额的限制，通常要求单一项目的投资金额不能超过基金总规模的 20%。投资组合也是监管机关鼓励的投资方式，对于单一项目投资金额的限制，一般子基金管理人不会有太多顾虑。

4. 投资管理

除在相关法律文件中，明确对子基金做出前述各项投资限制外，政府引导基金通常也会通过设定投资项目事先、事后审查程序，委任对不符合政府引导基金管理办法规定的投资项目拥有一票否决权的投委会观察员等方式，监督子基金的投资活动。

五、政府引导基金的提前退出要求

政府引导基金对子基金投资的退出，主要涉及两个方面：一方面，政府引导基金希望发挥引导作用，在子基金投资运作稳定后，按照投资本金或投资本金加一定利息的对价向子基金管理人或社会出资人出让子基金的份额，实现提前退出。目前市场中，即使子基金有良好的账面回报时，迫于受让资金的体量，子基金管理人也较难承接政府引导基金退出的份额；且国内二级市场基金（S 基金）虽然经过多年培育，仍未形成规模效应，私募基金份额交易市场并不活跃；所以导致政府引导基金希望提前退出的预期容易落空。另一方面，是因为子基金管理人或子基金违约导致的政府引导基金提前退出，例如发生子基金未按规定程序完成设立手续超过一年的，或引导基金拨付投资产业子基金账户一年以上，产业子基金未开展投资业务的情形等，政府引导基金通常在相关法律文件中要求有提前退出的权利。

政府引导基金通过财产份额转让、回购、份额缩减等方式进行退出的，面临的一个主要问题即是否涉及国有产权交易的问题。本文讨论的政府引导基金，通常由各自政府的财政或国有企业出资设立，政府引导基金本身的国有企业身份特征鲜明，但由于合伙企业的国有身份认定等问题一直没有得到有效解决，实践中涉及政府引导基金退出是否履行国有产权交易的流程也做法不一。期待监管机构能够考虑私募行业的特点，对该部分合伙企业国有权益的交易给予差异化的监管安排。

六、信息披露

政府引导基金目前面临基金业协会、发改委、财政部的多头信息披露要求，同时近期出台的国资委《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》，也对国有出资企业出资的子基金的信息披露提出了一定要求。

政府引导基金对外投资的信息披露依赖子基金的信息披露，因此政府引导基金通常对子基金管理人均有严格的信息披露要求。

私募创投基金能够获得政府引导基金的亲睐和投资，可以很大程度缓解管理人募资的压力；但政府引导基金的各项特别要求，也时刻考验着私募创业投资基金管理人能力。经过近年的发展，尽管政府引导基金的管理仍存在一定的问題，但政府引导基金对活跃私募投资基金募资市场，无疑起到了不可替代的作用。

➤ B：投资端：医疗健康产业

➤ 第三章：浅析互联网+医疗行业发展的新趋势及相关法律问题

作者：赵博嘉

在新冠肺炎疫情期间，互联网+医疗迎来了发展的新契机。

2020 年 2 月，国家卫生健康委员会（“国家卫健委”）办公厅连续下发《关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》（国卫办规划函〔2020〕100 号）、《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》（国卫办医函〔2020〕112 号）、《关于加强疫情期间医疗服务管理满足群众基本就医需求的通知》（国卫办医函〔2020〕141 号）等规范性文件，强调充分发挥互联网医院、互联网诊疗的独特优势，鼓励在线开展部分常见病、慢性病复诊及药品配送服务，降低患者线下就诊交叉感染风险。

互联网医院在疫情期间为患者提供在线问诊服务，引导患者有序就医，缓解线下门诊压力，避免患者到医院就诊可能带来的交叉感染；互联网医院与医药电商的协同，可实现患者在互联网医院获得电子处方之后，由医药电商送药到家，解决了患者购药需出门去医院、药店的问题；因受此次疫情影响，众多公立医院也在国家卫健委的政策鼓励下，开始尝试发展网上问诊，甚至参与到售药环节，这也为医药配送服务、医疗信息化服务提供商带来发展的机会。

上述领域，可能会成为投资人关注的热点领域。本文仅从法律层面对互联网医院相关领域中涉及的法律问题，略作分析。

一、互联网医院存在的合法化

互联网诊疗平台作为医疗新业态，在早期缺乏相应的法规对之进行规范。银川市凭借其内陆开放型经济试验区的政策优势，从 2016 年 4 月起，针对互联网医院的设立和监管，率先出台了《银川互联网医院管理办法（试行）》、《银川互联网医疗机构监督管理制度（试行）》等地方性规定，在当地开展互联网医院的“先试先行”。

2018 年 7 月 17 日，国家卫健委、中医药管理局下发《国家卫生健康委员会、国家中医药管理局关于印发互联网诊疗管理办法（试行）等 3 个文件的通知》（国卫医发〔2018〕25

号），通知中 3 个文件之一的《互联网医院管理办法（试行）》，从国家层面上正式确认了互联网医院存在的合法性。

互联网医院其实质是，在满足法规规定的设置条件的前提下（例如须依托一家实体医疗机构），一家互联网公司可申请持有《医疗机构执业许可证》。在互联网医院注册的医师，可通过互联网开展限定范围内的诊疗活动，并可在限定范围内开具电子处方。

互联网医院的合法存在，解决了医师通过互联网为患者提供诊疗服务的合法性问题，电子处方的合法流转也为部分特定类型的医药电商向患者销售处方药提供了合法路径。

二、互联网诊疗纳入医保报销体系

2019 年 08 月 17 日，国家医疗保障局（“国家医保局”）下发《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》（医保发〔2019〕47 号），在国家层面上，支持将互联网诊疗费用纳入医保报销体系。

在此之后，银川市人民政府下发《关于印发银川市医疗保险门诊大病互联网医院管理服务办法（试行）的通知》，该通知规定互联网医院为银川市参保职工和居民提供医疗保险门诊大病服务，可适用办法纳入地方医保支付体系。

疫情期间，江苏省、辽宁省、北京市、上海市、武汉市等多地政府主管部门，也接连出台政策，将互联网诊疗纳入医保体系。

2020 年 2 月 28 日，国家医保局、国家卫健委下发《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，再次重申，将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，同时鼓励定点医药机构在保障患者用药安全的前提下，创新配送方式，减少人群聚集和交叉感染风险。

三、相关法律关注点

1. 医师通过互联网开具电子处方的限制

《互联网医院管理办法（试行）》中，对医师通过互联网医院诊疗，并开具处方有较明确的规定，具体如下：

（1） 出具对象须为复诊患者

在线开具处方前，医师应当掌握患者病历资料，确定患者在实体医疗机构明确诊断为某种或某几种常见病、慢性病后，可以针对相同诊断的疾病在线开具处方。

需关注的是，国家发展改革委、中央网信办于 2020 年 4 月 7 日发布《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》（发改高技〔2020〕552 号，以下简称“**上云用数赋智实施方案**”），其中规定，以国家数字经济创新发展试验区¹²为载体，在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制。该实施方案并未详细阐述“互联网医疗医保首诊制”的具体内容。该实施方案提及的“首诊制”是否突破了《互联网医院管理办法（试行）》中规定的互联网诊疗对象仅可为复诊患者，还待主管部门进一步出台实施细则加以解释。

（2） 须有医师电子签名，经药师复核后生效

所有在线诊断、处方必须有医师电子签名。处方经药师审核合格后方可生效。

（3） 处方药品种限制

不得在互联网上开具麻醉药品、精神类药品处方以及其他用药风险较高、有其他特殊管理规定的药品处方。

2. 互联网医院是否被要求办理 ICP 许可证

互联网医院开展线上诊疗业务，其是否被认定为开展增值电信业务，而需要办理增值电信业务经营许可证（“**ICP 许可证**”），各地方主管部门持不同意见。

¹² 根据 2019 年 11 月国家发改委网站发布的《发展改革委就国家数字经济创新发展试验区有关情况答记者问》，截至 2019 年 11 月，已获授牌的国家数字经济创新发展试验区包括浙江省、河北省（雄安新区）、福建省、广东省、重庆市、四川省等 6 个省或地区。

根据《中华人民共和国电信条例》、《互联网信息服务管理办法》，互联网信息服务分为经营性和非经营性两类。国家对经营性互联网信息服务实行许可制度，对非经营性互联网信息服务实行备案制度。

根据我们咨询相关主管部门的意见，大部分地区的主管部门认为，互联网医院其本身持有《医疗机构执业许可证》，因此是医疗机构的一种。其开展线上问诊业务，实质是在其医疗机构注册的执业医师，依托其搭建的网络平台向患者提供诊疗服务。此种“问诊”服务与普通医疗机构提供的医师问诊服务相同，互联网医院仅为依托工具。据此，互联网医院并非从事信息提供业务的电信企业，不需要办理 ICP 许可证，仅需按照提供非经营性互联网信息服务办理 ICP 备案手续。但须关注的是，实践中也有部分地区的主管部门对此持不同态度。

3. 电子处方合法流转下的处方药销售、配送

正式颁布的《药品管理法（2019 年修订）》中，删除了之前送审稿中规定的“药品上市许可持有人、药品经营企业不得通过网络销售处方药”的规定，且其中第六十一条明确规定，药品上市许可持有人、药品经营企业可以通过网络销售药品，且并未区分对待处方药和非处方药。仅规定疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、药品类易制毒化学品等国家实行特殊管理的药品不得在网络上销售。

截至目前，主管部门尚未就上述规定出台实施细则，而在实践中，多数企业选择按照《互联网医院管理办法（试行）》、《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022 年）》等现有规定，通过“网订（药）店送”等方式，完成处方药的销售、配送。

需关注的是，两部委最新发布的《上云用数赋智实施方案》中，除了上述提及的对“互联网医疗医保首诊制”的突破，还规定以国家数字经济创新发展试验区为载体，在卫生健康领域探索推进药品网售。上述药品网售是否会再次突破网售处方药的相关模式，还待在未来的实践中加以验证。

《互联网医院管理办法（试行）》中明确规定，在电子处方生效后，**医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。**

（1）网订（药）店送

在实践中，互联网医院因其本身并不设置药房，亦可能并未申请药品零售资质，在药品销售配送方面较多与具备药品零售资质的药店开展药品销售、配送合作。

2019年8月28日，国家发改委等二十余家主管部门联合下发《促进健康产业高质量发展行动纲要（2019-2022年）》，其中明确鼓励积极发展“互联网+药品流通”。鼓励的方向之一，即为建立互联网诊疗处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享的渠道，支持在线开具处方药品的第三方配送。加快医药电商发展，向患者提供“网订（药）店取”、“网订（药）店送”等服务。

（2） 医疗机构药房委托第三方配送

在本次疫情中，众多公立医院也开始尝试建立自己的互联网诊疗平台。部分公立医院根据各地方政策的规定，实现了通过互联网诊疗平台开具有效电子处方后，从公立医院药房售药，并通过第三方物流配送药品至患者家中。公立医院参与到互联网医疗市场，给第三方医药物流公司也带来了一定的商业机会。

据新闻报道，上海市徐汇区中心医院（复旦大学附属中山医院徐汇医院）贯众互联网医院于2月26日获得上海首张公立互联网医院资质。在上海市医保局支持下，该院已实现医保患者在线就诊、在线医保脱卡付费，药品直接由第三方专业药品配送公司（国药物流）到医院药房取药，并配送到患者家中。

4. 数据合规

互联网医院在数据合规方面，须满足“双重”要求。即作为医疗机构，其须符合《医疗机构病历管理规定（2013年版）》等法规关于病例保存、患者隐私保护方面的规定；同时就从事互联网相关业务，还需要符合《网络安全法》等法律、法规对于网络信息安全、用户权利保护等方面的规定。

须特别关注的是，互联网信息服务商在为医疗机构提供信息化服务时，也须遵守上述法规的规定，原则上不得从医疗机构处获得患者的病例信息。即，应当确保“病例信息不出院”。

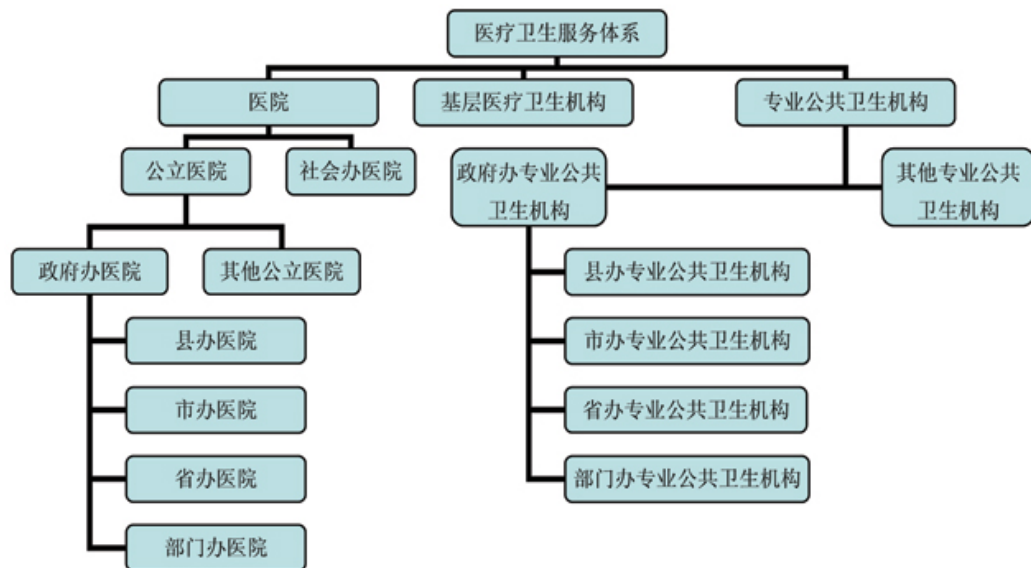
第四章：实体医院投资实务评述

作者：黄旭春 | 何璇

一、医疗服务行业概述

1. 我国医疗服务行业现状

医疗服务，包括检查、诊断、治疗、体检、康复、预防保健、分娩、生育规划等，在整个生命科学行业中，因其属于服务业而有别于药品、医疗器械等以提供有形产品为主的业务。经过长期发展，我国已经建立了由医院、基层医疗卫生机构、专业公共卫生机构等组成的覆盖城乡的医疗卫生服务体系¹³：



近五年以来，我国医疗卫生的总费用均呈持续上升趋势，截至 2018 年底，我国有医疗卫生机构 99.74 万个，其中医院约 3.3 万个，基层医疗卫生机构约 94.36 万个，专业公共卫生机构约 1.8 万个；卫生人员约 1,230 万名，其中卫生技术人员约 952.92 万名；床位 840.41 万张¹⁴。

医疗行业的投资热度在 2015 至 2018 年达到峰值，在 2018 年之后，实体医疗卫生机构的并购趋于缓和或降温。但总体而言，我国医疗卫生资源的供需关系依然处于紧张状态。从长期来说，调整目前医疗卫生资源的结构与布局、社办与公立医院的功能互补及密切协作仍是

¹³ 参见：《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020）》第三章第一节；

¹⁴ 数据均来源于国家卫健委编纂的《2019 中国卫生健康统计年鉴》；

政策基调。

因此，未来投资人的关注点可从跑马圈地的数量扩张转而以布局优化为考量。作为参考，国务院在《健康中国 2030》的规划概要中提出以下几点布局目标：

（1）重大疾病防控：建立专业公共卫生机构、综合和专科医院、基层医疗卫生机构“三位一体”的重大疾病防控机制；引导三级公立医院逐步减少普通门诊，重点发展危急重症、疑难病症诊疗；

（2）分工明确的协作机制。建立不同层级、不同类别、不同举办主体医疗卫生机构间目标明确、权责清晰的分工协作机制。完善医疗联合体、医院集团等多种分工协作模式，提高服务体系整体绩效；

（3）成熟的分级诊疗机制。完善家庭医生签约服务，全面建立成熟完善的分级诊疗制度，形成基层首诊、双向转诊、上下联动、急慢分治的合理就医秩序，健全治疗—康复—长期护理服务链。

基于以上，我们理解，医疗行业投资人除了关注政策鼓励的专科类别外，还需就特定省甚至市级地区的医疗行业布局细化考量，比如目标机构在特定地域内的服务定位是否与其他医疗卫生机构的功能互补，目标机构是否与其他医疗卫生机构的互联互通机制，或是否可成为或加入医联体或医院集团等。

2. 医疗卫生机构分类

近年来，在各类政府文件中常见的医疗卫生机构的分类方式则是按照机构类别进行大类区分，具体分为医院、基层医疗卫生机构和专业公共卫生机构等，该等分类也同样体现在 2020 年 6 月 1 日即将生效实施的《基本医疗卫生与健康促进法》（“《基本医疗法》”）中。

然而，从投资人的角度来说，以下医疗卫生机构的分类或更为常见：

（1）按资金来源分：公立 Vs 民营

公立医疗卫生机构，包括登记注册类型为国有和集体办的医疗卫生机构，是政府或国有企业以国有资产举办的，经营性质为非营利性，组织形式为事业单位。

民营医疗卫生机构，则是以社会资本（包括境外资本）设立的医疗卫生机构，包括联营、股份合作、私营、台港澳投资和外国投资等医疗卫生机构。民营医疗卫生机构可自行选择设立为营利性或非营利性医疗卫生机构。

（2）按经营目的分：营利性 Vs 非营利性

营利性医疗卫生机构，是指医疗服务所得收益可用于投资者经济回报的医疗卫生机构。非营利性医疗卫生机构，是以公益性为目的设立的医疗机构，其收入将用于医疗卫生机构的维持运营或再发展，不能用于投资者回报。针对营利性和非营利性的不同经营目的，我们国家针对这两类不同经营目的的医疗卫生机构，具体可见如下对比表：

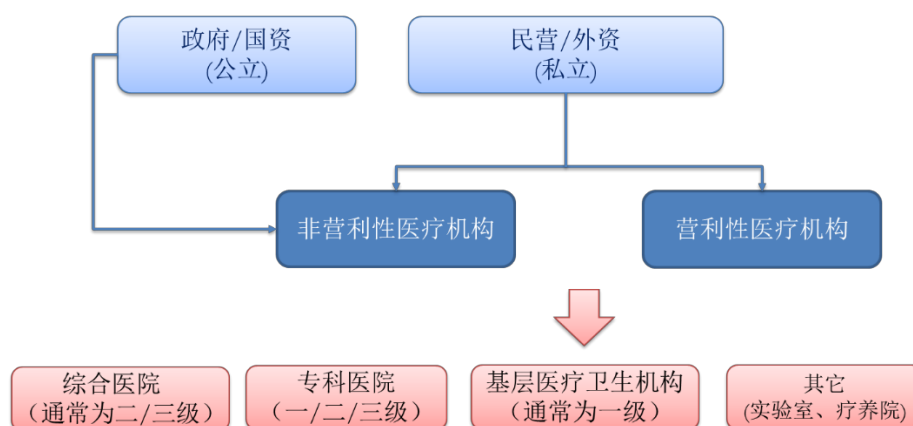
	非营利性	营利性
组织结构	民办非企业单位/事业单位	企业
土地	可划拨可出让	必须出让
抵押贷款	以公益为目的医疗设施 不可抵押	可以资产抵押
利润	用于机构运营或发展	可分红至投资人
医疗服务	政府指导定价	自主决定
税	● 按照国家规定的价格提供医疗服务的收入免缴企业所得税 ● 免缴医疗服务的增值税；	● 25% 企业所得税； ● 取得的收入直接用于改善医疗卫生条件的，其取得执业登记之日起 3 年自产自用制剂免征增值税 ● 免缴医疗服务的增值税

	● 自产自用制剂的增值税 ● 免征房产税、城镇土地使用税和车船税	¹⁵ ; ● 取得的收入直接用于改善医疗卫生条件的，自取得执业登记之日起 3 年免征房产税、城镇土地使用税和车船税 ● 符合条件的可享受小微企业税收优惠政策
政府态度	鼓励，可能有财政支持	支持举办

(3) 按评定等级分

此外，凡以“医院”命名的医疗卫生机构在取得执业许可证 3 年¹⁶后方可申请等级评审。等级评审依据机构规模与功能、管理水平和技术水平，分为三级（一级、二级、三级）；二级与三级医院进一步按等次分为甲、乙，一级医院原则上不等等。实践中，地方规划对于三级甲等、三级乙等、二级甲等医疗卫生机构都有一定比例及数量上的限制，且定级对于大型设备购置、医保定点及回款等运营层面都可能产生影响。

综上，从投资人的角度，我国的医疗卫生机构体系又可概括为如下图表：



¹⁵ 根据 2017 年 5 月 16 日发布的《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》，各地要严格按照有关规定全面落实社会办医疗机构各项税收优惠政策，对社会办医疗机构提供的医疗服务按规定免征增值税。截止至本文撰写之日，尚未有统一的国家细则出台，因此我们理解各地落实情况可能有所不同。

¹⁶ 需注意的是，各地落实情况可能有所不同，部分地区的登记评审时间可能更长。根据《中医医院评审暂行办法》第 22 条，新建中医医院和综合医院新变更为中医类别医院的，在取得《医疗机构执业许可证》并执业满 1 年后方可申请首次评审；

受限于篇幅，笔者将在本文中与读者共同探讨作为实体医疗卫生机构中最重要的组成部分——医院投资中的一些实务要点。为方便读者阅读，我们将把医院分为公立和民营，并结合营利性与非营利性的特点进行分析。

二、医院投资的常见关注点

1. 公立医院

公立医院在医疗体系内占主导甚至垄断地位，相较于民营医院，公立医院在市场占有率、客户群稳定、设备资产、专家团队等因素上都有着明显的优势。自 2009 年起，公立医院改制潮一直处于上升阶段，公立医院的改制一定程度上促使一批大型医疗集团的崛起，包括华润医疗、中信医疗、北大医疗、复星医疗等。然而，在投资公立医院项目时，由于公立医院的公益性与私募基金的逐利性有着较大的矛盾，投资人需在对于医疗行业及标的项目有充分了解后谨慎决定。通常来说，投资公立医院需关注：

（1）政策以强调公益性为趋势

公立医院的改制政策本质是在保证基本医疗和公共医疗服务的基础上，平衡公立与民营、营利与非营利医院的布局 and 占比。而在不同时期，政策的倾向性有所不同：

● 2010-2015 鼓励社会资本参与

从 2010 年至 2015 年，政策以鼓励社会资本参与公立医院改制为主，以实现各类医院合理布局，形成多元化办医格局为主要目标。《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020 年）》中就“每千常住人口医疗卫生机构床位数（张）”列出了主要指标：公立医院 2013 年为 3.04，2020 年维持在 3.3；而社办医院需要从 2013 年的 0.52 提升至 1.5。

为此，国务院多次发文¹⁷，提出要引导社会资本参与公立医院改制重组，将部分公立医院

¹⁷ 参见：2010 年 11 月 26 日发布的《国务院办公厅转发发展改革委卫生部等部门关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》；2012 年 3 月 14 日发布的《国务院关于印发“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》；2012 年 10 月 8 日发布的《关于印发卫生事业发展“十二五”规划的通知》；

转制为非公立医院，适度降低公立医院的比重。从结果上来看，社会资本参与公立医院改制在 2013 年至 2018 年达到了高峰。根据国家卫生健康委员会（“**国家卫健委**”）的统计数据，公立医院在 2013 年数量为 13,396 家，而截至 2018 年底，我国公立医院数量缩减至 12,032 家，平均每年减少 270 多家。

● 2015-2020 部分专科医院收回

2015 年起，社会资本参与公立医院改制的政策开始逐渐变化及收紧。政策环境的调整必然也会给投资带来影响。例如，儿童医院和妇产医院一直是资本青睐的投资项目。然而，随着 2016 年发布的《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》进一步明确，原则上政府举办的传染病院、精神病院、职业病防治院、妇幼保健院和妇产医院、儿童医院、中医医院（民族医院）等不进行改制。至此，此类公立医院的通路已被关闭。

● 2020 《基本医疗法》

自 2020 年起，一个更为重大且可能对未来投资发生重大影响的政策趋势则是政府对公立医院公益性的重申和强调。这一强调以法律形式直接体现在了《基本医疗法》中。

2020 年 6 月 1 日即将实施的《基本医疗法》明确了三项“不得”和一个“鼓励”，即：

- 以政府资金、捐赠资产举办或者参与举办的医疗卫生机构不得设立为营利性医疗卫生机构；
- 医疗卫生机构不得对外出租、承包医疗科室，非营利性医疗卫生机构不得向出资人、举办者分配或者变相分配收益；
- 政府举办的医疗卫生机构不得与其他组织投资设立非独立法人资格的医疗卫生机构，不得与社会资本合作举办营利性医疗卫生机构；
- 国家鼓励政府举办的医疗卫生机构与社会力量合作举办非营利性医疗卫生机构。

在《基本医疗法》颁布之前，与地方政府合资将公立医院转变为营利性机构是较为常见的投资方式。一些投资机构参与公立医院改制的入资收购要求，通常为由非营利性机构转变为营利性机构，此要求也是基于该投资机构有逐利和利润回报要求。在《基本医疗法》颁布之后，政府资金不得用于设立营利性医院，且政府举办的医院也不得与社会资本合办营利性

医院。因此，我们理解，未来社会资本直接入股公立医院，或与政府合资重组公立医院的，均需以保持医院非营利性为基础。

对于已经改制为营利性机构的医院，《基本医疗法》并未给出任何意见。尽管法不溯及既往，但由于此类医院与《基本医疗法》的立法精神相冲突，目前无法排除政府资金将逐步退出此类医院的可能性。然而，如何和政府及公立医院继续稳定合作以确保项目价值，采用何种投资或合作方式，建议投资人予以关注。

（2）国有资产保护

投资公立医院不仅面临多头政府管理（包括作为行业主管部门的卫健委，以及国有资产管理的财政部和/或国资委），同时，由于其国有资产属性，对于国有资产的保护将体现在多个方面：

- 流程及方案由政府主导

在公立医院项目中，交易双方的地位无法参考一般投资项目，地方政府既是项目的融资方，同时又履行项目审批及管控的行政职能。因此，在项目的可行性、流程和方案设计均以地方政府为主导。

- 项目尽调和估值

通常，公立医院的尽调相比于民营医院较为困难，一是公立医院通常历史较久且情况复杂，尽调所需时间较长；二是公立医院的资料涉及多个政府部门配合方可取得，而政府通常接受或配合尽调的程度有限。

在此情况下，对于项目的估值通常以政府为主导。由于公立医院的经营不以营利为目的，公立医院的核心资产无法以账面价值评估，更多体现在专科优势、品牌建设等无形资产上。为避免国有资产流失，通常来说，对于医疗卫生机构无形资产的估值可能存在较高溢价。

- 投资人的选择

在各类公立医院的投资方案中，政府对于投资人的选择也有其偏好性。根据我们的经验，通常国有企业、产业类上市公司等均是地方政府青睐的投资人。普遍认为，这也是私募基金投资公立医院板块的玻璃门。

（3）员工问题

公立医院作为事业单位，均建立了职工代表大会制度。2012 年，卫生部发文《关于加强公立医疗机构廉洁风险防控的指导意见》，明确“凡事关医疗机构改革发展全局的重大问题和涉及职工切身利益的重要事项，都要经职代会审议通过。”因此，投资人能否顺利开展项目，不仅获得地方政府的支持，如何处理好职工安置也是关键问题。投资人因不能取得职工认可而导致投资受阻的案例比比皆是。如部分投资机构拟改制公立医院，就因职工反对而受阻。

体制内职工抵触改制的主要原因，既有担心医院因改制后不再享有财政拨款及设备配置等优势，也有担心医院私有化后对其学术职称、体制福利及退休安排等多重影响。因此，投资人在开展项目前，还需完全测算职工安置所带来的成本及风险。如上文所述，由于《基本医疗法》的出台，倘若投资人拟将医院转型为营利性机构，则面临政府资金的撤离，在职工安置问题上，可能将面临更大的阻碍。

公立医院投资项目由于其公益性和国有资产属性相对复杂，投资人需作好战略投资和产业投资的准备，并在公益性和逐利需求间找到一个平衡的投资方案。本文将在第 5 节介绍常见的投资方案。

2. 民营医院

由于我国的医疗服务供给端在长久以来是以公立医疗卫生机构、三级医院、发达地区为主、供应并不充分平衡，为了增加供给、促进公立医院改革，国家鼓励和引导社会资本举办医疗卫生机构，形成多元办医的格局。为了鼓励和引导社会资本举办医疗卫生机构，国家先后出台了多项政策及规定予以支持，并明确确立了坚持公立医疗卫生机构为主导、鼓励社会资本举办非营利性医疗卫生机构，支持举办营利性医疗卫生机构的整体格局¹⁸。在《基本医疗法》中，亦明确了对社会力量举办的医疗卫生机构的鼓励态度。

¹⁸ 参见：2010 年 11 月 26 日发布的《国务院办公厅转发发展改革委卫生部等部门关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》；

至 2018 年底，全国民营医院总数达到了 20,977 家，数量上超过公立医院 8,000 余家。从数量上看，民营医院远超公立医院，但因其起步晚、底子薄，整体上还是呈现多而不强的特点。尽管政府多次发文重申扶持政策，由于各地的落地政策往往存在差异，使得社会资本在投资民营医院时仍然面临诸多挑战。通常来说，投资民营医院主要需考虑以下方面：

（1）规划限制

无论公立医院或民营医院，医院的规划与设置均是由政府引导和统筹。尽管政府出台政策要求对社会办医区域总量和空间布局不作规划限制¹⁹，但在医疗资源相对充足甚至饱和的城市中（例如北京和上海），仍可能事实上存在针对新设医院进行规划限制的情况。此外，投资何种类型的民营医院往往也会受到政府政策的较大影响。例如，2017 年政府出台政策支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构²⁰。受到政策影响，在此期间的专科医院的并购活动主要集中于妇幼、口腔、肿瘤及眼科等领域。虽然法律法规不会对投资者拟投资医院的类别做出明确限制，但由于医院投资往往涉及多项政府审批，如果拟投资医院属于政策所支持或鼓励的类别，可能会获得当地政府更多的支持。

（2）医院经营性质转变

国家明确出台政策要求完善非公立医院变更经营性质的相关政策。原则上，社会资本举办的非营利性医院不得转变为营利性医院，确需转变的，需经原审批部门批准并依法办理相关手续；社会资本举办的营利性医疗卫生机构转换为非营利性医院，可提出申请并依法办理变更手续，变更后，按规定分别执行国家有关价格和税收政策²¹。目前，我们尚未看到全国性的民营医院性质转变的统一规定，具体执行依据往往散见于各地政策。例如，2017 年北京市就制定了关于非营利性医疗卫生机构在信息公示、资产管理、非营利性转为营利性操作等方面的详细制度²²。但需要注意，各地对于医院经营性质转变的落地政策存在差异，投资者应当关注当地实施政策，并积极与主管机构进行沟通。

¹⁹ 参见：2019 年 6 月 10 发布的《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》；

²⁰ 参见：2017 年 5 月 16 日发布的《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》；

²¹ 参见：2010 年 11 月 26 日发布的《国务院办公厅转发发展改革委卫生部等部门关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》；

²² 参见：2017 年 4 月 11 日发布的《北京市促进社会办医健康发展若干政策措施》；

（3）土地取得

土地取得问题是民营医院投资中最为棘手的问题之一。政府在进行土地总体规划时，往往会保留一定比例的土地作为医疗事业用地，并以土地划拨形式优先分配给公立医院使用。对比之下，民营医院获得医疗用地则显得颇费周折。实践中有很多民营医院因无法取得土地使用权而采取“租赁已建房屋+后续改造”的方式取得相关场地。由于租赁方式或面临产权瑕疵、租赁期限短且存在不稳定因素、无法办出医疗机构许可证等问题，给民营医院的申办和运营造成了阻碍。

为了解决上述问题，政府出台了一系列的政策完善和保障民营医院的土地政策，例如（1）社会资本举办的非营利性医院享受与公立医院相同的土地使用政策，但非营利性医院不得擅自改变土地用途，如需改变，应依法办理用地手续²³；在《基本医疗法》中，也进一步明确了民营非营利性医院机构按照规定享受与政府举办的医疗卫生机构同等的用地政策²⁴；（2）从“有序适度扩大医疗卫生用地供给”²⁵到“扩大用地供给”²⁶，并规定各地在安排国有建设用地年度供应计划时，本地区医疗设施不足的，要在供地计划中落实并优先保障医疗卫生用地；社会力量可以通过政府划拨、协议出让、租赁等方式取得医疗卫生用地使用权；（3）允许使用其他用途的存量房屋用于办医²⁷等等。以上政策的出台，无疑是社会资本投资民营医院的利好消息，但是该政策往往高度依赖于各地的地方细化政策，存在一定的不确定性。根据公开数据查询，例如华润医疗、爱尔眼科、康华医疗等已上市的民营医院仍多采用租赁形式开展运营。

（4）税收优惠

在政策层面，国家要求各地政府要严格按照有关规定全面落实社会办医疗卫生机构各项税收优惠政策。对社会办医院提供的医疗服务按规定免征增值税，并可按规定申请认定高新技术企业，享受相应税收优惠；此外，需要落实和完善对社会办非营利性医院企业所得税支持政策，并且准许营利性社会办医按规定享受小微企业税收优惠政策²⁸。在《基本医疗法》中，也进一步明确了民营非营利性医院机构按照规定享受与政府举办的医疗卫生机构同等的税收

²³ 参见：2010年11月26日发布的《国务院办公厅转发发展改革委卫生部等部门关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》；

²⁴ 参见：《基本医疗法》第41条；

²⁵ 参见：2017年5月16日发布的《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》；

²⁶ 参见：2019年6月10日发布的《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》；

²⁷ 参见：2019年1月2日发布的《关于优化社会办医疗机构跨部门审批工作的通知》；

²⁸ 参见：2017年5月16日发布的《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》、2019年6月10日发布的《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》；

和财政补助政策²⁹。投资方在早期投资规划时，亦应当评估税收对于投资回报的相关影响，并就民营医院可能享受的税收政策与当地政府取得沟通。

（5）纳入医保定点范围

如何纳入医保定点范围，是民营医院运营中需要解决的重要问题之一。由于民营医院往往面临“门槛高、流程长”的实际问题，国家已在政策层面多次要求将符合条件的社会办医院纳入医保定点范围，在程序、时限、标准等方面与公立医院同等对待；而不得将医院所有制性质作为医保定点的前置性条件，不得以医保定点机构数量已满等非医疗服务能力方面的因素为由，拒绝将社会办医纳入医保定点³⁰。特别是，在 2019 年提出“社会办医正式运营 3 个月后即可提出定点申请”、“定点评估完成时限不得超过 3 个月时间”等具体政策³¹，方便民营医院纳入医保定点范围。是否能够纳入定点医保范围，将直接影响民营医院日后运营的开展，我们建议投资方在投资前与当地医保部门进行沟通，仔细了解当地政策。

（6）医师的多点执业

2017 年 4 月 1 日生效的《医师执业注册管理办法》明确提出医师可以跨省增加执业机构，这为民营医院吸引公立医院医生来本机构进行多点执业提供了法律依据。需要注意，公立医院医生如果构成事业单位工作人员，其将受到《事业单位工作人员处分暂行规定》的约束；如果医师与第一执业机构建立的是适用《劳动合同法》的劳动合同关系，还有可能受到第 39 条“劳动者同时与其他用人单位建立劳动关系，对完成本单位的工作任务造成严重影响，或者经用人单位提出，拒不改正的，用人单位可解除劳动合同”的规制。此外，通常情况下，拟多点执业的医师通常需获得第一执业医院的同意；尽管有部分地区开展试点仅要求医师履行知情报备手续，医院仍可在事实上对医师的多点执业行为进行管理和限制。因此，在邀请外院医师来本机构进行多点执业前，应当与医师沟通其所在机构的多点执业实操情况，避免产生纠纷。

此外，护士尚无法开展多点执业。但在近期的相关政策中，我们看到国家除要求全面实

²⁹ 参见：《基本医疗法》第 41 条；

³⁰ 参见：2013 年 12 月 30 日发布的《关于加快发展社会办医的若干意见》、2017 年 5 月 16 日发布的《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》；

³¹ 参见：2019 年 6 月 10 日发布的《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》；

施医师区域注册制度，还要求推进护士区域注册管理³²，这或将为护士的多点执业打开路径。

三、医院投资的尽职调查要点

在第2节中，我们就医院投资可能面临的一些共性风险进行了梳理。在具体项目中，针对于个体投资标的法律尽职调查是投资环节中必不可少的。基于过往经验，我们整理了如下风险关键词供参考（须提请注意的是，此表并非穷尽列举，仅列举常见尽调要点供参考）：

	关键词	常见风险/瑕疵
股东/举办人	● 医院设置及变更的登记资料 ● 涉及医院运营或管理相关的合作协议	- 医院股权/资产的权属是否存在不清晰问题 - 是否存在科室承包或出租
经营资质	● 医疗机构执业许可证 ● 特殊诊疗科室或医疗服务的资质，如放射、辐射、母婴等	- 与科室实际设置及运营情况判断是否有超范围执业
	● 定点医保资格	- 医保期限及回款条款 - 进一步判断对改制的影响
	● 大型医用设备、特种设备、制剂等相关配置或使用证照	- 特殊设备及制剂的使用资质是否齐全
	● 医疗广告审查证明	- 非法医疗广告
土地及房屋	● 土地划拨及土地性质	- 是否存在违法用地的问题 - 改制后的土地改性问题

³² 参见：2019年6月10日发布的《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》；

	关键词	常见风险/瑕疵
	● 竣工验收证明、房屋所有权证	- 是否存在违章建筑等情况
	● 租赁合同	- 执业地点外非法行医
固定资产	● 设备融资租赁或租赁情况	- 进一步判断对投后经营的影响
知识产权	● 商标等品牌保护 ● 专利保护 ● 商业秘密保护体系	- 帮助判断无形资产的权属及状态
药械供应商	● 集采及二次议价 ● 院方三产供应商	- 了解药械供应情况 - 是否存在上下游依赖院方管理层的情况
专业团队	● 医师、护士、药师的注册登记	- 是否存在非法行医情况
	● 特殊人员的资质（如放射工作人员、医用设备使用人员、特种设备使用人员等）	- 是否存在不合规使用设备的瑕疵
	● 医护人员的多点执业情况	- 进一步判断对投后经营的影响
医疗纠纷	● 诉讼、调解协议、赔偿协议等	- 判断医疗纠纷带来的责任风险
合规	● 统方情况 ● 捐赠制度、账外资金情况 ● 患者信息保护	- 从商业贿赂、数据安全等多角度判断合规状态

	关键词	常见风险/瑕疵
	● 医疗大数据保护	

四、投资主体的选择

在医院投资项目中，如果投资人拟采用境内实体进行投资，总体上来说并未存在特殊的法律限制。但是，如果投资人拟采用境外实体投资医院，则需要密切关注外资准入、投资人主体资质等法律规定。

1. 外资医院投资比例限制

近年来，我国相关法律法规对于外商投资医院的政策变化较大，大体上经历了限制（仅限合资、合作且外方不得高于 70%）、放开（允许外商试点、港澳台服务提供者独资设立医院）到再次限制（外商独资窗口关闭、港澳台服务提供者仍可独资）的三个阶段。目前，外商投资医院仍属于限制类行业，仅限于合资或合作³³。针对外商投资医院，原卫生部及商务部制定了《中外合资、合作医疗机构管理暂行办法》，其中规定外商投资的股权比例不得高于 70%（含）。

针对港澳台投资者，原则上其可以根据 CEPA 或 ECFA 协议独资设立医院外，但是实操中，港澳台独资医院的批准设立仍高度依赖于当地政府的审批态度。

考虑到外商投资比例的限制，部分外资投资者亦考虑采用 VIE 架构或托管模式进行投资（详见第 5.2.2、5.2.3 节）。

2. 外资医院投资者的主体要求

除了上述外商投资比例要求外，外方投资人还应符合相应的主体及背景要求。例如，《中外合资、合作医疗机构管理暂行办法》要求投资人应同时具备主体要求（能够独立承担民事责任的法人）及背景要求（具有直接或间接从事医疗卫生投资与管理的经验）³⁴。需要注意的

³³ 参见：《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019 年版）》第 30 项、《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019 年版）》第 33 项；

³⁴ 参见：《中外合资、合作医疗机构管理暂行办法》第 7 条；

是，外方是否具有“直接”或“间接”经验，审批机构往往拥有较大的自由裁量权，故不同地区的主管机构或持有不同观点。而对于境外具有医院管理经验的投资者或医院能否通过设立离岸公司间接持股境内医院，部分审批机构持否定意见，并坚持要求具有医院投资和管理经验的投资者直接持股拟投资医院。

此外，如果是合资、合作医院，《中外合资、合作医疗机构管理暂行办法》下的主体要求及背景同样适用于中方投资人³⁵。严格从法规要求来看，中方投资人亦需要有相关医疗卫生投资与管理的经验。但考虑到设置中外合资医院多以引入海外先进技术及管理经验为政策引导，因而在实践中卫健委对于中方投资人的背景要求可能酌情放宽。就医院投资项目中的投资者主体资质和背景问题，我们建议在项目初期与主管机构进行充分沟通，以免在后期影响项目进展。

五、投资医院的常见方案

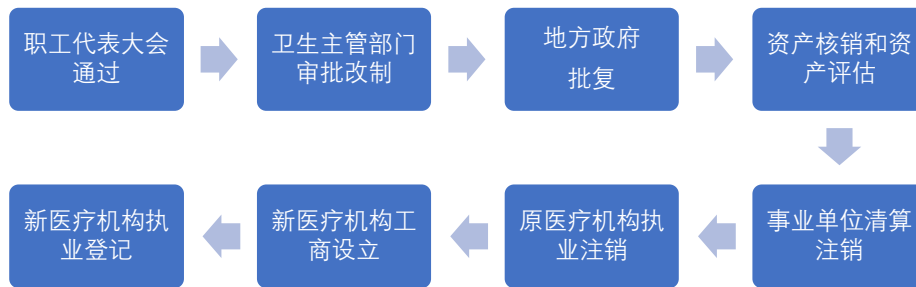
1. 公立医院

投资人需根据收购后的机构性质、利润回报方案、退出机制等综合考虑，确定公立医院的投资方案。就已有存量医院资源而言，股份制改造遇到的阻力和挑战最大，但成功后收益也相对最大；IOT 托管模式阻力更小，适合轻资产扩张。如果投资者选择新建医院，PPP 的合建模式一般会受政府欢迎，但对于投资者资本和供应链整合能力的要求较高；全资新建往往投资风险高，投资者考虑时更为谨慎。综上，通过并购改制或 IOT 合作获取公立医疗资源，是大部分投资者投资公立院所选择的方案：

（1）股份制改造

投资人拟将公立医院转为营利性机构则需采用此种方案。公立医院作为事业单位法人，需通过产权收购方式完成改制。地方政府将公立医院的资产进行资产评估，由投资人收购，流程可简述如下：

³⁵ 参见：《中外合资、合作医疗机构管理暂行办法》第 7 条；



需注意的是，在《基本医疗法》颁布之前，通常地方政府或会通过以医院资产入股新设主体的方式，与投资人开展新设医院的合资合作。在《基本医疗法》颁布之后，倘若新设医院为营利性机构，则政府资金或公立医院无法成为股东，投资人将面临更高的收购成本。

（2）IOT 模式

IOT 模式指的是投资-运营-转让。在保持公立机构非营利性不变的情况下，由投资人与地方政府共同设立的医院管理公司与公立医院签署委托管理协议。基于委托管理协议，医院管理公司享有对被托管医院的人事任免权、经营权等权利，对被托管医院进行管理，并按照委托管理协议的规定收取托管费用。

以凤凰医疗（现更名为华润医疗）为例，在 IOT 模式下，凤凰医疗托管了门头沟区医院、门头沟区中医院、京煤医院集团。凤凰医疗承诺作出固定投资，改善医院的医疗设施和诊疗服务水平，以换取 19 至 48 年的期限内医院管理和营运的权利，并基于医院的表现收取提成式的管理费。而在管理期间，凤凰医疗一般有权任命 IOT 医院的主要高级管理人员（如营运总监及财务总监），并有权推荐或任命院长。

与股份制改造相比，IOT 模式的优势有如下几点：

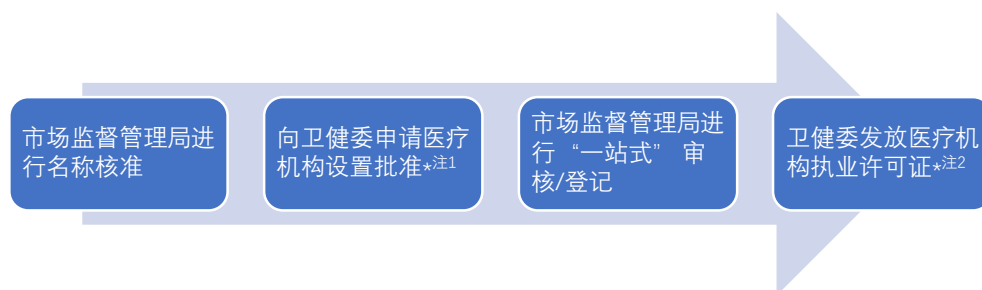
- 其并未改变公立医院的性质，因而无需经过改制等繁琐流程；
- IOT 模式可以通过管理费用使得投资人获得利润回报；
- 并不属于《基本医疗法》明确的“不得”事项。公立医院的 IOT 模式是以不改变公立医院举办人为基础的，社会资本与政府资金通过入股管理公司而实现，因此，我们理解并不被《基本医疗法》所禁止；
- 科室承包/出租是历年卫生主管部门所明确禁止的事项。《基本医疗法》更进一步在法

律层面明确“医疗卫生机构不得对外出租、承包医疗科室。非营利性医疗卫生机构不得向出资人、举办者分配或者变相分配收益。”然而，公立医院的 IOT 开展更类似于政府-社会资金的 PPP 合作模式，其是对整个公立医院管办分开的模式，被认定为属于科室承包的风险较低。不少民营医院也借鉴 IOT 模式，则需注意此点风险，具体见下文第 5.2.3 节的风险。

2. 民营医院

(1) 直接投资

投资人可以通过股权投资形式直接投资民营医院或新设民营医院。新设医院的流程简介如下：



（注 1：除三级医院、三级妇幼保健院、急救中心、急救站、临床检验中心、中外合资合作医疗机构、港澳台独资医疗机构外，举办其他医疗机构的实行设置审批、执业登记“两证合一”³⁶，即无需申请医疗机构设置批准；注 2：获得医疗机构执业登记证前仍需取得前置批准文件（视实际情况确定），例如场地选址及规划批准、房屋竣工验收文件、土地及房产文件、引入大型设备的批准文件等）

需要注意，《医疗机构管理条例》仅就包括医院在内的医疗机构改变名称、场所、主要负责人、诊疗科目、床位的变更，规定了变更登记流程³⁷。但是，前述内容并未包括医院投资人变更这一事项，故在实操中，投资者入股民营医院无法简单进行变更登记，而部分地方需要重新申请医疗机构执业许可证并变更市场监督管理局等的相关登记信息。实践中，医疗机构执业许可证的相关申请材料经主管部门同意或能简化，具体操作需与主管部门进行充分沟通。

³⁶ 参见：2018 年 6 月 15 日发布的《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》；

³⁷ 参见：《医疗机构管理条例》第 20 条。

（2）间接收购

对于人民币投资人而言，收购医院的母公司股权是更为便利且成熟的做法。在这类投资下，仅需在医院的母公司层面进行股权变动登记，而不会影响医院的执业许可证。

然而，倘若有境外投资成分，则此种模式仍然会面临穿透式的外资限制。然而，鉴于在《中华人民共和国外商投资法》体系下，商务部门已不再承担事前审批的职能，对于限制行业内的审批由行业主管部门负责。因此，未来外资限制的穿透审查程度和范围将依赖于地方卫健委的政策口径。

（3）VIE 模式

鉴于外资投资医院的准入限制，外方投资者亦可考虑通过一系列协议安排，实际控制一家内资民营医院的全部或部分股权。该内资医院可以是第三方现有的内资医院或由中方新设的内资医院。VIE 搭建过程中，通常会涉及《股权代持协议》、《股权质押协议》、《管理服务协议》、《附条件的股权转让协议》等交易文件。在搭建 VIE 架构下，还应做长远计，同时考虑未来拆除结构时的相关问题：

- 内资医院转换为中外合资医院：倘若医院的医疗项目及床位等规模未发生变化，中外合资医院可继承原内资医院的执业资质。但客户仍然需要面临较为繁琐的审批手续，包括名称变更、卫健委的审批、市场监督管理局的变更审批及登记等。
- 股权转让对价：对于股权转让的对价，在中国法律体系下，由于外商投资医院行业受制于卫健委等的审批，换股模式会导致股权架构的披露，因而并不推荐。此外，股权转让可能导致额外的税负问题，投资人应谨慎考量。

（4）医院管理模式

在这种模式下，外方投资人可在中国境内设立一家医疗管理公司，通过与内资医院签署管理协议以管理运营医院，并以收取管理费获得收益。对外方投资者而言，医院管理模式与 VIE 模式不同之处在于并不存在股权代持及拆除的行为，同时在中国法律下并无合规问题。外方投资者在中国设立一家全资医疗管理公司，通过与医院签署长期合作协议以明确其管理范

围（包括提供专业医师、确定运营流程、日常管理等），并收取管理费实现收益。在合作协议项下，双方亦可约定满足一定条件后，双方应签署合资协议以建立合资医院。在实践中，多家上市公司均采用此等模式。

在公立医院 IOT 模式中（见第 5.1.2 节），我们提到了科室承包/出租是历年卫生主管部门所明确禁止的事项。公立医院的 IOT 开展更类似于政府-社会资金的 PPP 合作模式，被认定为属于科室承包的风险较低。而民营医院委托管理模式下，由于缺少了政府的隐性背书，更应关注以下事项以避免构成科室承包/出租：

- 被托管的科室的定位以及在对外宣传、介绍中，仍应系所属医院的一个组成部分，而非自成体系构成“院中院”；
- 被托管的科室的财务不应独立于其所属医院的财务，而应构成所属医院的“一本账”；
- 除执业医师经注册可多点执业外，科室内的其他医务及工作人员应当与所属医院订立雇佣关系，受医院统一管理；
- 委托协议中应当明确委托方和受托方的责任分配，但医院仍应当根据法律要求作为医疗事故/纠纷的独立责任方；
- 明确托管模式下的受托方收取的是服务费，并有相应的计算方式。科室承包的本质是借用场地或证照，因此，倘若管理公司以“场地租赁”或“证照租赁”等形式向医院支付租赁费，则有极大风险被认定为科室承包。而托管模式本质是管理公司向医院提供服务，因此由医院向管理公司支付服务费。通常我们建议对服务事项及收费标准进行详细列支与约定。

六、结语

2020 年开启了新的 10 年窗口，尽管政府尚未完成其医疗卫生十四五规划，我们相信，行业整合及结构调整式的投资将成为医疗健康服务行业并购交易的主线。此次新冠疫情的冲击下，不难看出我国医疗卫生行业的主力军仍是头部公立医院，而基层及社办医疗机构的作用有限。尽管公立医院改制及国企医院的剥离窗口期告一段落，但这或许意味着在新的阶段开启公民合作非营利性机构、公民医疗机构多类型合作的新模式。我们相信，从长期来看，医院发展仍然充满机会，在了解产业特性、尊重产业成长模式且符合行业融合的大政策下，投

资者仍可在医院投资中找到符合自身布局需求的投资点。

➤ C：基金投资条款分析

➤ 第五章：投资协议核心条款设计——从投资方和融资方的各自立场出发

作者：郁雷

草拟投资协议并就其核心条款达成一致是私募股权投资过程中最重要的环节之一，也是投资方和融资方（这里包括融资企业及其创始股东或管理股东）协议谈判中的焦点，甚至形象地比喻为双方各自攻守的阵地和堡垒。尽管投资方与融资方在其拟定投资意向条款（Term Sheet）阶段已经就绝大部分商业条款初步达成共识，但由于投资意向条款通常所具有的软约束性以及从投资意向条款转化为真正对双方有法律约束力的最终协议仍留有大量的法律条款细节有待磋商，双方及其聘请的专业法律顾问均会利用投资协议的谈判机会开展进一步的博弈以保障或扩大己方或己方客户的权益。本文将遴选九项私募股权投资中最重要的核心条款，从投资方和融资方不同的角度和立场出发分析、总结各自可以提出和争取的有利条款或可能避免的不利条款，并根据笔者多年的律师执业经验给出实践中争议条款的沟通和问题解决思路，供从业者参考。

一、优先认购权及优先购买权

在优先认购权及优先购买权条款谈判中，融资方对投资方根据其在被投资公司的一定持股比例（绝对持股比例或与其他优先权人之间相对持股比例）享有优先认购权及优先购买权通常没有异议，但有时一些强势的投资方（包括领投资方、战略投资人或产业投资人）可能会出于保持对被投资企业的影响力或逐步实现控股等商业目的提出获得顺位优先于其他投资人股东的超级优先认购权或超级优先购买权，针对此情形，融资方可以提出一些“反制”措施以限制强势投资方的权利扩展，此外，根据项目具体情况，融资企业的创始股东或管理股东也会提出增持股权的权利，具体体现如下：

投资方立场	融资方立场
要求获得超级优先认购权/超级优先购买权（优先于其他投资人股东认购公司全部或部分增发股权/购买公司现有股东拟转让股权），待其行使完毕权利后其他投	限制超级优先认购权/超级优先购买权人的主体条件：例如当前轮次融资的领投资方或唯一投资方或持股一定比例以上的投资人股东

资人股东方可行使普通优先认购权/普通优先购买权	限制超级优先认购权/超级优先购买权人的时间、次数：例如仅限于一定期限届满前行使或在下轮融资/下一次转股中行使
	设定超级优先认购权/超级优先购买权适用条件：例如未达到一定持股比例前可持续行使
	设定超级优先认购权/超级优先购买权终止条件：例如若在某轮融资/某次转股中能够行使任何优先认购权或优先购买权（无论超级或普通）而放弃行使，则即终止未来享有超级优先认购权/超级优先购买权
要求以约定方式明确排除创始股东或管理股东依照中国公司法享有优先认购权或优先购买权	设定创始股东或管理股东增持权的行使顺位：在现有投资人股东行使完毕优先认购权/优先购买权（包括对一次未行使权利的剩余股权二次行使超额优先认购权/优先购买权）后，优先于潜在第三方认购人/受让人行使优先认购权/优先购买权；或排除现有投资人股东的二次超额优先认购权/优先购买权，对于一次未行使权利的剩余股权，直接行使上述优先认购权/优先购买权
	设定创始股东或管理股东增持权的行使条件：例如当创始股东或管理股东（及其一致行动人）的持股比例或投票权比例低于特定比例导致其可能丧失股东会层面对公司的控制权
	因特殊情况对投资人股东转股的限制：例如当投资人股东拟向融资企业的竞争者转让股权（包括行使拖售权），对投资

	人股东拟转让或拟拖售的股权行使优先购买权
--	----------------------

二、共售权

就共售权条款谈判而言，投资方要求在创始股东或管理股东出售、转让融资企业股权予第三方时要求按照一定比例（即，可行使共售权的股权数量（上限）= 基础拟出售股权数量 × [共售权人持股数量/共售权人与拟出售股权的创始股东或管理股东的持股数量之和]）参与交易以出售己方持有的股权实现提前部分退出融资企业，融资方原则上接受这一安排，但双方往往在共售份额如何确定方面会展开进一步谈判，具体体现如下：

投资方立场	融资方立场
要求“基础拟出售股权数量”为创始股东或管理股东拟向第三方出售股权的总数，理由是：只要创始股东或管理股东与共售权人最终向第三方出售的股权总数不超过第三方初始拟购买股权总数，创始股东或管理股东应保障共售权人可以卖出更多的股权	希望“基础拟出售股权数量”扣除优先购买权人已经行使优先购买权购买的创始股东或管理股东拟向第三方出售股权的数量，理由是：相比不扣除方案，在第三方不提高拟购买股权数量的前提下，共售权人可向第三方出售的股权数量越多，则创始股东或管理股东拟向第三方出售股权的数量越少
在融资企业发生创始股东或管理股东控制权转让的股权出售时，投资方有权优先于创始股东或管理股东向第三方出售其全部股权，或投资方有权按照创始股东或管理股东的减持比例同比例向第三方出售部分股权	增加限制条件：投资方优先退出权以第三方拟收购的最大股权数为限；在同等比例减持的情况下，若第三方拟收购的最大股权超过投资方和创始股东或管理股东拟出售的股权总数，则以前述最大股权数为上限，投资方与创始股东或管理股东按照其届时在融资企业持股的相对比例分配最终向第三方出售的股权数量

三、拖售权

拖售权是保障投资方退出被投资项目的主要渠道之一，在公司无法满足合格上市的商业条件下，通过行使拖售权将融资企业整体出售给第三方符合投资方、现有投资人股东、创始

股东或管理股东的共同利益，但在具体的行使条件及法律后果方面，投资方和初始股东或管理股东存在诉求上的差异，具体体现如下：

投资方立场	融资方立场
将一定期限内未能依照回购条款获得全部回购价款作为行使拖售权的触发事件之一	回购条款和拖售权条款下的投资方权利相互独立，回购价款的清偿可由公司和/或初始股东或管理股东另行提供保证或财产担保
无论拖售事件或拖售交易是初始股东或管理股东或其他投资人股东发起或提议，拖售权的行使须经过其同意（即对拖售交易有单独的否决权）	如果对行使拖售权相关的交易未约定明确的商业条件（例如：出售估值，或投资后一定期限届满后方可行使），则需增加其他方的同意（例如董事会/代表一定比例以上表决权股东的批准或初始股东或管理股东的批准或其他轮次投资人股东的批准）以防止投资方任意行使拖售权发起拖售交易；同时，尽可能取消投资方的单独否决权（将其否决权与其他投资人股东的否决权合并），以防止投资方单方阻碍商业上可行的出售交易或合并交易
拖售交易的全部所得（包括股权出售收益和资产出售收益）应按照投资方优先清算权下的分配方式进行分配	若拖售交易为股权出售，则股权出售所得应为出售股东所有，不纳入融资企业资产池按照优先清算权下的分配方式进行分配；或者，若投资方通过拖售交易获得的所得未能弥补其按照优先清算权下的分配方式进行分配所获得的退出所得，则就差额部分应由初始股东或管理股东从其股权出售所得中予以补偿
若初始股东或管理股东反对拖售交易可能导致收购方因无法满足最低收购股权数量而放弃交易，初始股东或管理股东	若初始股东或管理股东有权（但无义务）按照与收购方相同的商业条款及条件优先于收购方收购拖售权人拟在拖售

有义务按照与收购方相同的商业条款及条件收购拖售权人拟在拖售交易中出售的全部股权	交易中出售的全部股权，若创始股东或管理股东不行使前述优先收购权，即视为其同意拖售交易且须配合出售己方股权
拖售交易不受制于“不得向融资企业竞争者转让股权”的限制	需要具体情况具体对待，若收购方是融资企业竞争者，须获董事会单独决议通过

四、优先分红权

优先分红权分为消极优先分红权和积极优先分红权，前者指在投资方按持股比例获得分红前融资企业其他股东不得提前宣告或分配股息红利，后者指融资企业的年度利润（如有）须全部用于向投资方进行分配使其获得固定投资回报（例如投资金额的一定年化回报率），如有剩余利润方可向融资企业其他股东进行分配。在优先分红权条款的拟定过程中，投资方和融资方有如下谈判焦点：

投资方立场	融资方立场
对于积极优先分红权而言，其适用是累计的，即若某一会计年度融资企业可分配利润低于约定的优先分红回报金额，则不足部分可转入下一会计年度优先分红回报金额累计计算	对于积极优先分红权而言，其适用是非累计的，即若某一会计年度融资企业可分配利润低于约定的优先分红回报金额，则不足部分清零，投资方在下一会计年度无权要求从该年利润中通过优先分红方式回补
在发生约定回购和清算事件时，投资方获得的回购价款和清算金额应不考虑其持股期间已经从融资企业获得的股息或红利分配	投资方获得的回购价款和清算金额应扣除其持股期间已经从融资企业获得的股息或红利分配

五、回购权

回购权同拖售权一样是保障投资方退出被投资项目的主要渠道之一，投资方和融资方基于各自的立场，对回购触发事项、回购主体、回购期限、回购完成前投资方股东权利、回购支付保障机制等存在诉求上的差异，具体体现如下：

投资方立场	融资方立场
除融资企业到期未能完成合格上市这一商业条件外，将融资方严重违反投资交易文件项下的义务作为回购触发事件之一或者发生特定的不利事项或违约事项（例如创始股东或管理股东违反非竞争义务、创始股东或管理股东离职、融资企业未能按时提供财务报表等信息、发生可能影响融资企业上市的障碍、运营证照丧失或未能取得影响融资企业持续经营、其他股东行使回购权等）	要求将整体出售或符合一定估值金额标准的合格整体出售与合格上市并列作为阻断投资方行使回购权的条件，即满足两者之一投资方无权提起回购；要求针对违约事项回购或特定不利事项回购设定一定的纠正期或宽限期，在纠正期或宽限期过后违约行为未能纠正或不利情形仍未能消除的，投资方方可提起回购
回购主体包括融资企业和创始股东或管理股东，投资方有权向其任何一个或多个回购主体提起回购，各回购主体之间就回购价款支付承担连带责任	回购主体为融资企业，创始股东或管理股东以其持有的融资企业股权为融资企业承担回购义务提供股权质押担保；或者，回购主体为融资企业和创始股东或管理股东，但创始股东或管理股东仅以其持有的融资企业股权为限承担回购义务（即以回购股权折抵回购价款支付债务或以回购股权拍卖变卖所得清偿回购价款），投资人无权要求执行创始股东或管理股东所持融资企业股权之外的任何个人资产
约定回购价款到期支付日（例如提起回购后 90 日）及最长支付期限（例如回购价款到期支付日届满后 12 个月），到期支付日次日起以回购价款为本金按日计收预期罚息，最长支付期限届满后若投资方仍未能获得回购价款，则可以提出其他权利请求（例如提出清算融资企业或拖售融资企业）	于回购届时订立单独的回购协议，在回购协议里约定回购价款支付期限，回购价款组成中的年化回报率可一直计算至回购价款实际支付之日

投资方在收到全部回购价款后配合办理转让或注销其拟回售的融资企业股权有关的工商手续，若回购主体届时资产不足以支付全部回购价款的，可约定回购交易分批次完成，投资方仅在收到对应批次的回购价款后配合办理转让或注销其拟回售该批次的融资企业股权有关的工商手续；若投资方办理工商变更手续在先，之后未能按照约定期限收到回购价款，投资方有权要求融资方配合完成与股权回转相关的工商手续；在收回全部回购价款前，投资方就其持有的融资企业股权仍享有法定及投资协议约定股东权利（包括董事委派权，如投资方在回购前有董事委派权）	在回购主体按约定一次性或分批次支付回购价款的情况下，投资方应配合办理转让或注销其拟回售的融资企业股权有关的工商手续；一旦回购协议签署，即使与股权转让或注销相关的工商手续尚未办理完毕，则投资方不再就已经达成回购约定的股权享有任何股东权利或不得行使任何股东权利（或至少不再享有或不得行使分红权等经济回报相关的股东权利），在全部股权回购价款支付完毕前，投资方仅对回购主体享有要求其约支付回购价款的债权
考虑到直接要求融资企业回购在中国公司法下可能遇到的操作障碍或司法不予支持的风险，要求各股东同意融资企业采取一切其他合法方式实现回购（包括但不限于融资企业向创始股东或管理股东提供借款促使后者实施回购、融资企业为创始股东或管理股东回购提供保证或财产担保）	融资企业承担第一位的回购义务，在融资企业因中国法律限制无法实现回购的情况下，由创始股东或管理股东承担第二位的回购义务，但支付回购价款所需资金应由融资企业向创始股东或管理股东提供，创始股东或管理股东无需以其个人资产支付回购价款

六、清算优先权

清算优先权是保障投资方退出被投资项目的最后渠道，即在融资企业和创始股东或管理股东不具备回购的商业可行性或融资企业发生非正常经营事件时，投资方有权提出清算融资企业（包括将构成清算事件的交易所得纳入融资企业清算资产）并从清算资产中优先于创始股东或管理股东收回投资成本并获得固定回报，在融资企业清算资产有限的情况下，清算优先权条款的设计主要围绕投资方和融资方之间的利益平衡展开，具体体现如下：

投资方立场	融资方立场
-------	-------

除融资企业被并购、整体出售外，将创始股东或管理股东丧失控制权、投资方提出回购后在约定期限内未能获得回购价款、因客观因素导致企业经营目标无法实现、或连续若干年度发生亏损等非正常经营事件作为“视为清算事件”，发生该等事件后，投资方可单方面要求强制清算融资企业并按照清算优先权条款进行剩余资产分配，以达到及时止损的效果	发生这些非正常经营事件，通常是由于企业经营本身的困难或问题造成的，是否进入清算应受制于融资企业董事会或股东会的表决机制；或者，若投资方能够收回全部或部分投资本金（通过回购或其他方式），则投资方无权单方面要求强制清算融资企业
除优先于创始股东或管理股东获得优先清算额分配外，有权进一步按照其在融资企业的持股比例参与剩余资产的二次分配	若优先清算额限于投资方投资本金部分，则投资方可按其持股比例参与融资企业剩余资产的二次分配；或者，对投资方参与二次分配的条件进行设定，当投资方通过优先清算额分配已经获得的投资回报达到或超过投资本金的一定倍数（例如 300%），其不再享有二次分配权；或者对投资方通过优先清算额分配及二次分配可获得的投资回报之和进行封顶设置，投资方对高于封顶投资回报金额的部分无权要求获得分配
若在清算操作过程中融资企业清算资产须按届时股东持股比例进行分配导致投资方无法按照优先清算权条款的约定获得清算分配额，则创始股东或管理股东以及其他投资人股东应将其多分得的清算分配所得返还给投资方	须明确“多分得的部分”指创始股东或管理股东以及其他投资人股东按照其持股比例获得的清算分配所得高于模拟按照优先清算权条款进行分配创始股东或管理股东以及其他投资人股东可获得的清算分配所得之间的差额
在融资企业资产无法足额向投资方支付全部约定的优先清算额时，就不足部分	创始股东或管理股东仅以其从融资企业分得的清算分配所得为限向投资方承担补偿责任

要求创始股东或管理股东以其个人资产 承担补充支付责任	
-------------------------------	--

七、保护性事项条款

保护性事项条款旨在从股东会层面或董事会层面赋予投资方就融资企业重大经营及非经营事项的单独否决权或联合其他投资人股东的共同否决权，其本质是从公司治理结构角度对作为少数股权股东的投资方参与公司经营管理权的保障，是对融资企业的“反向控制”，若该种反向控制过于严密，则不利于发挥创始股东或管理股东的创业积极性甚至束缚融资企业迅速发展，反之，若该种反向控制存在疏漏也可能导致融资企业的发展偏离既定的商业轨迹或目标甚至为创始股东或管理股东发生某些道德风险问题提供制度漏洞，因此，保护性事项条款是投资方和融资方之间最关键的谈判内容之一，双方的交锋具体体现如下：

投资方立场	融资方立场
将尽可能多的融资企业经营行为或交易行为纳入投资方保护性事项	区分资本事项、交易事项和经营事项，尽可能减少列入保护性事项范围的经营事项；区分融资企业集团内的核心企业 and 非核心企业（例如净资产比例标准、营收贡献度标准、是否持有核心知识产权等标准），尽量将非核心企业排除在保护性事项适用的范围之外
对保护性事项的描述尽可能宽泛	对保护性事项的描述尽可能细化，尤其是对交易事项和经营事项需设定具体的金额门槛
对保护性事项享有单独否决权	尽量减少投资方的单独否决权而赋予某一融资轮次持股达到一定相对比例（例如 1/2 或 2/3）的投资人股东共同否决权，同理，尽量减少某一融资轮次投资人股东的单独否决权而赋予全体投资人股东中持股达到一定相对比例（例如 1/2 或 2/3）的投资人股东共同否决权；区分主要投资人（持股达到一定比例门槛的

	投资人股东) 和非主要投资人, 仅赋予主要投资人单独否决权, 或赋予主要投资人相对于非主要投资人更多保护性事项的否决权; 区分同一融资轮次中的领投方和跟投方, 仅赋予领投方单独否决权, 或赋予领投方相对于跟投方更多保护性事项的否决权; 区分不同融资轮次的投资人, 可赋予早期投资人股东相对于中后期投资人股东更多保护性事项的否决权
尽可能将保护性事项放在股东会层面 (尤其是对于无董事委派权的投资人股东而言); 若未来投资方丧失董事委派权, 可要求将董事会保护性事项全部或部分移入股东会保护性事项范围, 以保证投资方不因丧失董事席位而减少可行使否决权的事项; 若投资方拥有董事席位, 可要求将全部或部分其在股东会层面拥有单独否决权的事项同时列入董事会保护性事项, 以董事会审批通过作为股东会审议的前置程序	尽可能将保护性事项放在董事会层面, 随投资人股东的董事席位取得或丧失而调整其可行使否决权的事项
通过其他方式增加创始股东或管理股东对融资企业的管控力 (包括扩大 CEO 或董事长的授权事项范围、减少投资人股东的保护性事项、有条件地设置创始股东或管理股东股权上的多倍投票权等)	在创始股东或管理股东对融资企业管控力明显不足的情况下 (例如股权比例较低或在董事会不占多数席位), 要求创始股东或管理股东对融资企业重大经营事项拥有否决权

八、反稀释保护

反稀释保护机制的本质是因后续轮次融资股权/股份发行单位价格下调而导致的对投资方本轮投资前融资企业估值的回调, 是一种特殊的估值调整机制, 除了采取加权平均反稀释公

式（Weighted Average Anti-dilution Provision）较完全棘轮反稀释公式（Full Ratchet Provision）对创始股东或管理股东更为有利外，投资方和融资方之间还会就反稀释保护的方式、适用条件、终止条件进一步展开谈判，具体见下：

投资方立场	融资方立场
反稀释保护机制下的补偿方式应包括创始股东或管理股东的现金补偿或股份补偿或现金及股份的组合补偿，具体方式由投资方选择	根据融资企业的资金情况和创始股东或管理股东的股权稀释情况，由创始股东或管理股东限定或选择补偿方式
反稀释保护机制下的补偿主体为融资企业及创始股东或管理股东个人	创始股东或管理股东个人不承担现金补偿义务
反稀释保护机制适用的惯常例外包括： （1）公司期权池为员工预留的期权行权时发行的股权/股份； （2）董事会批准的公司兼并、合并、收购或其他类似的业务事件而发行的用于代替现金支付的融资企业股权/股份； （3）任何根据投资方投资前已存在的债券、认股权、期权或其他可转换证券在转换和执行时所发行的股权/股份； （4）在股份分拆、股份分红或任何其他股份类似事件发生时所发行的股权/股份；	还应增加：可获得反稀释保护的投资人股东中持股比例达 1/2 的股东表示放弃反稀释权
一般不接受对反稀释保护机制设定适用条件	对反稀释保护机制设定适用条件，例如： （1）设置明确的适用阶段：只在后续第一次融资或只能在本轮投资后的某个时间期限内（比如 1 年）融资时才适用；

	(2) 设置一个“保底价格”：只有在融资企业进行后续融资时发行股份的单位价格低于保底价格时，投资方才能启动反稀释保护机制； (3) 争取“继续参与”（pay-to-play）”条款：即投资方须参与后续融资才能享有反稀释保护的权利
股改基准日后反稀释保护机制可自动失效，此外不接受其他终止条件	对反稀释保护机制设定终止条件，例如：约定融资企业在达到一定的经营目标或资产净利润时，反稀释条款自动失效
若存在业绩对赌条款，因业绩对赌失败导致的估值调整和因后续融资发行价格降低导致的反稀释保护可以同时适用，因为触发条件不同	若存在业绩对赌条款，因业绩对赌失败导致的估值调整和因后续融资发行价格降低导致的反稀释保护只能择一适用，因为本质均是估值下调，否则会造成对投资方重复补偿

九、创始股东的股权归属机制

对创始股东或管理股东已登记发行的股权进行归属期限（Vesting Schedule）的约定使该等股权在归属期限内按照约定周期（月度、季度、年度）分期归属创始股东或管理股东所有是投资协议下的惯常安排。创始股东或管理股东所持融资企业股权未来的增值和变现空间（无论通过融资企业上市还是整体出售）是创始股东或管理股东创业的最大的激励和动力来源，因此，股权归属机制对创始股东或管理股东意义重大，关乎其直接利益，对投资方而言，股权归属机制也是确保创始股东或管理股东持续、稳定创业筹码和约束工具。以下是股权归属机制谈判中投资方和融资方关注的焦点：

投资方立场	融资方立场
以投资方本轮投资完成之日作为股权归属期限的起算点	对于运作时间较长或已经获得天使轮或种子轮融资的项目而言，争取股权归属期限的起算点适当前移，或在投资方投资时解锁部分股权的归属期限（常见在

	投资方完成本轮投资时解锁创始股东或管理股东所持股权的 25%)
若在归属期限内发生创始股东或管理股东离职，就其未解锁部分的股权由融资企业或投资方无偿或以名义对价回购	投资方若在归属期限内发生创始股东或管理股东离职，就其未解锁部分的股权由融资企业或投资方按照创始股东或管理股东的该部分股权所对应的原始投资成本（实缴注册资本，如有）回购
若在归属期限内发生创始股东或管理股东离职，就其已解锁部分的股权应在投资协议中明确处理方式（融资企业或投资方是否有权回购、回购定价机制等）	无需在投资协议中明确约定已解锁部分股权的处理方式（隐含可以继续持有）
若创始股东或管理股东离职（无论是否在归属期限内），创始股东或管理股东应将其代持的融资企业或员工持股平台中的员工激励股权转让至投资方指定的融资企业其他股东，同时应将其持有的剩余股权上的有关融资企业经营事项的投票权委托给投资方指定的融资企业其他股东行使	创始股东或管理股东持有的剩余股权上的投票权应由其自行行使，其法定股东权利不受影响

➤ 第六章：私募基金管理环节之投资人优先权利行使中的常见问题

作者：金旭 | 代广颖

在私募股权基金投资中，投资人享有各项优先权利已经是市场实践，文件起草也多有示范文本/示范条款可以参考。在第五篇中，我们分别从投资人角度和标的企业角度分析了如何更好地起草各项优先权利条款。本篇，我们将讨论投资人完成投资后，在行使这些优先权利时可能遭遇或引发的具体问题。

一、优先购买权

优先购买权指在创始股东/控股股东或者其他股东对外转让其在标的企业持有的股权时，投资人股东所享有的优先于外部第三方的优先购买权。

优先购买权的法律依据是《中华人民共和国公司法》（“《公司法》”）第 71 条，我们将其分为如下四段内容：

（1）有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。

（2）股东向股东以外的人转让股权，应当经其他股东过半数同意。股东应就其股权转让事项书面通知其他股东征求同意，其他股东自接到书面通知之日起满三十日未答复的，视为同意转让。其他股东半数以上不同意转让的，不同意的股东应当购买该转让的股权；不购买的，视为同意转让。

（3）经股东同意转让的股权，在同等条件下，其他股东有优先购买权。两个以上股东主张行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。

（4）公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。

首先，第一段内容规定了股东之间的转让。并不要求股东之间的转让，需要取得其他股东的同意。这一规定是从优先购买权拟保护有限责任公司人合性的角度出发，股东之间转让不涉及与外部第三方的合作，因此法律并不要求其他股东的同意，考虑到各股东的地位平等，其他股东也不拥有优先购买权。

其次，第二段内容规定了股东向外部第三方的转让，要求取得其他股东过半数同意，是否同意转让的书面答复期间为接到拟转让股东发出通知之日起三十日内。同时规定了不足半

数股东同意的情形下，不同意的股东应当购买拟转让的股权；不购买的，视为同意转让。在这段内容中，除了缓解其他股东与陌生第三方合作的担忧，赋予半数以上其他股东同意与否的权利，同时也强调了对拟转让股东自由处置其拥有权益的权利，即其他股东只有购买和同意两种选择。在这样的规定下，拟转让股权的股东是可以确保转让的实现的，不论是转让给外部第三方，还是转让给不同意的其他股东。实践中可能出现的问题是，这个阶段拟转让方是否已经找到了潜在的第三方，是否已经有了转让价格？如果这时还没有一个确定的转让价格，不同意转让的股东应该以什么价格购买？双方如果对价格不能达成一致，是否意味着拟转让方就可以开始寻求第三方的报价了？

再次，第三段内容规定了在履行完第二段征求其他股东同意的程序后，其他股东享有的优先购买权。无论其他股东是否同意转让，都可以行使优先购买权。这再次确保了其他股东不和陌生的外部第三方合作可采取的措施，也确保了拟转让方可以退出的机制。需要注意的是，这一段内容并未规定主张优先购买权的行使期限。《最高人民法院关于适用中华人民共和国公司法若干问题的规定（四）》（“《公司法司法解释四》”）对此进行了补充，即：由公司章程约定优先购买权的行使期限，公司章程没有约定或约定不明的，以通知的时间为准，但不应短于三十日。根据《公司法司法解释四》，同等条件包括转让股权的数量、价格、支付方式及期限等因素。在朱崇高、晏华明等与陆树森股权转让纠纷二审民事判决书（（2018）苏 08 民终 3404 号），淮安市中级人民法院认为：上诉人应将股权转让的数额、价格、支付方式、期限等股权转让具体内容通知被上诉人...在被上诉人不知道股权转让具体价格的情形下，并不具有行使优先购买权的前提和基础。

实践中可能遭遇的一个问题是，如果拟转让方向其他股东披露了和第三方的转让价格，但其他股东认为这个价格不公平，该如何处理？我们没有查询到有此类争议的司法判决。但我们理解，如果其他股东不接受第三方的价格，可以放弃行使优先购买权。但是这会引发另一个问题，就是其他股东不希望与潜在第三方合作的时候，其会处于一个艰难的境地：如果行使优先购买权，可能会以一个虚高的价格获得公司的股权；如果不行使优先购买权，会导致不得不和不希望合作的第三方合作。

最后，我们知道，《公司法》中有关有限公司股权转让的规则并不一定可以覆盖私募投资人所要保障的所有利益。第四段内容给予了这方面的空间，允许公司章程另行规定。例如，股东之间的转让，对于某些投资项目来说，一些股东的联合在投资人眼中可能也是有危害的，创始股东通过内部的转让实现了退出，对于投资人来说也是不能接受的。又例如：

《公司法》规定对外转让时需要过半数股东的同意，常规理解这里的半数是按照人头来计算的，当标的企业股东较为分散，某些投资人就不会被包括在半数股东之内，对于这些投资人而言，这也是不可接受的。另外，我们在上文提到的问题和困境，也可以通过更加详细的约

定予以解决。但需要注意的两点是：第一，这些条款是否写入了公司章程。我们无法确保，如果这些条款写入其他法律文件，日后发生争议后是否可以得到司法机构的支持，因此写入公司章程是更为保险的手段。第二，有些条款的约定是否会因违反《公司法》，或是因违反《公司法》所维护的原则，而在实践中被质疑其有效性。

二、优先增资权（优先认购权）

优先增资权指在标的企业新增注册资本、增发新股或者发行可转股证券时，标的企业现有股东有优先于外部第三方认购标的企业增资的权利。在私募投资中，这一条款的设置可以在标的企业增资中，给予前序投资人一个保持持股比例不变的机会，即反稀释的一个形式。

《公司法》第 34 条规定了优先认缴增资的权利，即：公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是全体股东约定不按照出资比例优先认缴出资的除外。

可见，即使标的企业的治理文件没有约定优先增资的权利，除非公司章程或是全体股东一致同意的文件明确排除了优先增资权，优先增资权就是股东法定享有的权利。在存在多名股东时，每名股东可享有的优先增资权份额的计算就很重要。公司法给予了一个比较合理的计算方式，即实缴出资，但也允许其他计算方式的存在。

在私募投资的实践中，优先增资权有两种权利模式，一种是投资人股东优先于标的企业现有其他股东享有这一权利，一种是投资人股东与现有股东均享有这一权利，各方按照在标的企业中的持股比例计算可行使的份额。相比较而言，后一种模式更为常见。第一种模式会产生的问题是：如果投资人股东选择认购增资，存在稀释创始股东/控股股东的风险，这对于保护投资人利益来说，一般情况下并不必要。从上文公司法的分析来看，如果想采用第一种模式，就需要在公司章程中予以写明。

此外，《公司法》并没有规定二次增资优先权。即：在标的企业增资扩股时，对于其他股东放弃优先认缴的份额，已主张行使优先增资权的股东是否可以继续优于外部第三方认缴？我们查询到最高人民法院早在（2009）民二终字第 3 号民事判决书中写道：“我国公司法...直接规定股东认缴权范围和方式，并没有直接规定股东对其他股东放弃的认缴出资比例增资份额有无优先认购权...有限责任公司的股东会完全可以有权决定将此类事情及可能引发争议的决断方式交由公司章程规定，从而依据公司章程规定方式作出决议...只有股东会对此问题没有形成决议或者有歧义理解时，才有依据公司法规范使用的问题”。因此，如果从商业角度考虑确有必要设定二次增资优先权，也同样应在公司章程中予以明确规定。

企业一般会发生多轮次的融资，前序投资人享有的权利可能会对后续拟进入的投资人产生影响。由于企业融资多是采取增资的方式，所以优先增资权的影响显著大于其他条款。在

实践中，我们会遇到这样的案例，前序投资人不想让某个后续投资人进入标的企业，可能会主张行使优先增资权。主张及行使优先增资权会拖长整个融资过程，可能会导致标的企业错失融资时机。前序投资人主张优先增资权也会导致该投资人股东持有标的企业的股权比例增加，从而可能强化其在标的企业的话语权，对各股东（不仅是创始股东/控股股东与投资人股东，也可能是其他股东与投资人股东）之间的博弈平衡产生影响。

三、跟售权

跟售权指在公司其他股东，特别是创始股东/控股股东拟对外转让股权的时候，投资人股东享有的跟随出售的权利。该权利设置的初衷是为了保护在创始股东退出或部分退出时，给予投资人同比例退出的权利。实践中，跟售权往往与优先购买权的设置共同出现，即给了投资人要不买下来，要不跟着卖的选择权，是在发生创始股东/控股股东对外转让股权时对投资人股东的双重保障措施。

相比回购权这样的条款，跟售权往往不是一次投资谈判中双方胶着的争议点。但当投资合同签署后，也许有一天，跟售权就会成为硝烟四起的战场。跟售权其实也是投资人退出的方式之一，甚至在有些情境下，是比回购权更好的退出方式。回购权的行使主体往往是创始股东，多数情况下创始股东的回购履约能力并不强。但如果可以找到合适的第三方接盘，第三方的履约能力可能比创始股东要强得多。在这种情况下，跟售权就是一个好的退出方式，特别是当投资协议约定了在有些情况下投资人可以先于创始股东出售其持有的全部标的企业股权时（例如在出售会导致公司控制权变更的情况下）。

公司法及其他法律没有对跟售权作出规定，给予了市场主体自治的空间。转让方通知其他股东拟转让的通知中应该记载哪些内容，享有跟售权的投资人股东应在多久的期限内回复行使跟售权，回复的通知应该记载哪些内容，转让方和行使跟售权的投资人的股权转让协议是否要保持所有条款都一致？这些都是跟售权行使时可能遭遇的问题，也是需要提前在投资合同中予以约定的细节。

跟售权的行使期限是跟售权行使中一个非常关键的问题。投资合同一般会约定是否行使跟售权应在这个期限内作出。看起来这不是个难题，只要算好了天数就可以了。但假如转让方给出的通知信息不足以判断是否行使跟售权呢？在和转让方的沟通过程中，期限耗尽了该怎么处理？表达行使跟售权的意愿通知的内容也可能成为一个问题。如果只在回复通知中列明行使跟售权的意愿，但是没有列明具体拟行使的比例或数额，会不会构成权利行使的瑕疵？这些问题并没有一个唯一的答案，需要根据投资合同的具体约定和实际情形作出判断。在笔者参与的一个项目中，虽然投资合同要求跟售权人在发出行使跟售权意愿通知后一定期限内提交股权证明以及签署股权转让合同，但在当时的情境下，没有买卖双方的配合，跟售

权人不可能提交股权证明以及签署股权转让合同。因此，转让方后续再提出跟售权人没有完全依据投资合同行使跟售权的主张，其理由就显得不那么充分了。这个案例提醒我们，跟售权是一项很重要的权利，即使有范本或者示范条款可以参考，也应该在合同起草时梳理权利行使流程，避免出现现实中无法操作的情形，引发双方之间的争议。

四、反稀释条款

反稀释条款是指在目标公司进行后续项目融资或者定向增发过程中，投资人为避免自己的股权贬值或份额被过分稀释而采取的措施。如果公司新一轮融资，公司估值较上一轮降低（此时应注意是投前还是投后估值，以便于和上一轮估值比较），投资人可以依据反稀释条款要求公司或创始人补偿。但是实践中，如果发生老股东转让的情形，是否适用反稀释条款呢？因为通常转老股的价格会比同一轮发新股的价格低，所以转老股更有可能引起估值较上一轮低。所以在投资合同中应注意对增发新股和转让老股是否均适用反稀释条款进行明确约定。

另外，投资人通常根据投资合同享有优先级的股东权利，即股权对应为“优先股”（《公司法》并未对有限责任公司的股权进行普通股/优先股的划分，此处为了便于说明，将享有优先权的投资人持有的公司股权类比为“优先股”，相应的，创始股东持有的公司股权类比为“普通股”），那么适用反稀释补偿条款获得的股权（无论公司补偿还是创始股东补偿）是为优先股还是普通股，也可能在反稀释条款执行中成为争议焦点。稳妥的方式是在投资合同中能够提前予以明确。

五、结语

事实上，很多优先权的行使并非单一的，而是会引起连锁反应，比如创始股东出售股权，可能引起优先受让权、共同出售权的适用，如果符合控制权变更，还可能引起拖售权、优先清算权的适用。实践中也存在创始股东对某一轮投资人的业务补偿完成后，该轮投资人的对应的公司估值低于了上一轮估值，又进而引发上一轮投资人要求行使反稀释条款保护。因此，应在投资合同中的条款设计中就多个权利的行使、多重适用进行明确约定；在优先权条款适用条件被触发时，应逐一确认可以行权的条款以及是否能够同时适用。

篇幅有限，我们在本篇文章中仅探讨了优先购买权、优先增资权、跟售权以及反稀释条款在实践执行中可能遭遇或引发的问题。通过了解这些问题，可以更完善地起草投资合同，在合同起草阶段即规避这些问题。想必读者也注意到，我们在本篇中讨论每一项权利时，都

会去追寻其在法律中的依据。任何合同的起草都离不开符合法律规定及法律规定背后的逻辑的原则，如此方可避免出现违反法律规定导致实际无法执行的风险。

VC 基金法务 Q&A

就本文章探讨的问题，我们有幸邀请到某知名 VC 基金法务总监³⁸就私募基金优先权利行使中的常见问题进行了一段访谈。访谈内容如下：

Q：从您的角度，哪个或哪几个投资人优先权利更重要？

A：在我们看来，行业通行的各项优先权利对于保障投资人尤其是小投资人的权益都很重要，一般情况下我们都会在投资项目中要求这些优先权。针对不同的优先权，在具体场景、行业和项目公司中，可能某些权利的重要性更突出，需要结合具体的情况来讨论。

Q：作为投资机构，在投后管理阶段，行使优先权比较常见的是哪几类？相比较而言，哪些权利被触发的可能性比较小呢？

A：由于我们是投资早期项目的基金，项目公司在我们完成投资之后往往会有后轮次的融资。因此，触发我们的优先认购权的情形会比较多。行使优先认购权有助于维持我们的权益比例不变，考虑到项目早期价格不太高，相比寻找新项目，安全性有时会更高。

比较不常触发的是跟售权的行使。但在这一点上可以考虑的是，如果项目公司运营情况不太明朗而又进行了股权出售，通过行使跟售权，也可以实现部分退出，至少有机会收回投资成本。此外，相比行使回购权要求创始股东回购，行使跟售权时，交易对手的履约能力可能也更强。

Q：优先权利的行使过程中有没有常遇到的难题？

A：有的时候，为了投资一个项目公司，不得不采取买老股的方式。老股的卖方往往是项目公司非常早期的投资人，比如早期的合作伙伴和天使投资人。我们购买的老股上附带的投资人权利多数比较弱，但购买价格往往可能与后轮次通过增资方式投资项目公司的投资人相差不多。我们一般会向项目公司争取优先级更高的优先权利，但是如果项目公司和其他投资人不同意，实际上就会造成我们取得股权的价格与获得的权利不匹配。

³⁸ 受限于客户内部宣传政策，未披露客户名称及受访人员姓名。

另外一个常见的问题是董事会席位。如果每一轮次投资人都要求董事会席位，经过多轮融资轮之后，会导致项目公司董事会的构成比较臃肿，不利于项目公司经营决策，也会妨碍投资人通过董事会席位实现自己权利的保障。

➤ 第七章：“业绩补偿”和“股权回购”行权过程中的若干法律问题 分析

作者：钱俊

VC/PE 投资条款中，保障投资人权利的经济因素和控制因素条款众多（包括但不限于“反稀释”、“领售”、“兑现”、“清算优先”、“限售”和“股权回购”等条款）。但是在中国的 VC/PE 投资实践过程中，我们注意到，在投资人和创始股东间发生重大矛盾和争议时，最终促使各方达成妥善解决方案，亦是投资人最后一根救命稻草的往往是颇具中国特色的“业绩补偿”和“股权回购”条款。鉴于此，如何正确认识且合法、有效行使“业绩补偿”和“股权回购”条款权利就尤为重要。本文拟根据我们的投资争议项目经验，结合司法裁判规则研究，做如下简要研究和
分析。

一、“业绩补偿”和“股权回购”条款的内涵

“业绩补偿”通常源自于“估值调整条款”暨俗称的“对赌条款”。所谓的“估值调整条款”，实际是一种颇具中国特色的定价调整安排，即将目标公司估值直接挂钩于未来业绩（包括上市安排），并且在目标公司业绩未达标时，由创始股东和/或目标公司（“公司方”）通过现金或股权补偿方式重新调整估值和投资成本，乃至直接触发“股权回购”以保障投资人退出。在中国司法实践中，根据《全国法院民商事审判工作会议纪要》（“《九民纪要》”）的规定，估值调整制度具有类似的界定，即“投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。”

相比于“业绩补偿”，“股权回购”条款在投资文件中更具个性化，引起“股权回购”的“回购事件”不仅包括“估值调整”中业绩未达标的情况，通常还包括“公司方违约”、“创始股东离职”、“财务造假”以及“其他特殊事件”（包括但不限于：重大不利影响及其他投资人行使特别股东权利等）。可以说，“股权回购”的本质，一方面是赋予投资人一个明确的退出渠道和价格，另一方面更是威慑公司方以避免出现违约行为的风控措施，在中国 VC/PE 投资实践中具有相当的普遍性。

二、“业绩补偿”和“股权回购”的性质以及是否适用《合同法》第 114 条

“业绩补偿”和“股权回购”在性质上是属于“违约责任”还是“合同义务”，是否可以适用《合同法》第 114 条对业绩补偿或者股权回购计算金额予以调整，也是在实务中需要明辨的重要问题。

我们注意到，在中国的 VC/PE 投资实践过程中，投资文件中约定的“业绩补偿”和“股权回购”触发条件通常挂钩于公司方的某项承诺、陈述和保证义务（包括但不限于：业绩承诺、合格上市承诺、交割后义务、竞业限制承诺，以及勤勉尽责义务等）未实现而引起的违约事件，但该两条款被触发后的法律后果是公司方被要求按约支付业绩补偿款和/或股权回购款的合同义务，而不是被要求根据《合同法》第 107³⁹条的规定承担继续履行未完成的承诺和保证事项、采取补救措施或者赔偿损失的违约责任，也不是承担被要求根据《合同法》第 114 条⁴⁰的规定支付违约金的违约责任。只有公司方未按照约定支付业绩补偿款和/或股权回购款后，才构成未按约履行“业绩补偿”和“股权回购”条款的违约事件，而可能需要承担相应的违约责任。

鉴于此，我们认为常规的“业绩补偿”和“股权回购”在性质上属于“合同义务”。但是，不排除在个案中存在各方在起草投资协议时便将未完成业绩承诺等事件定义为违约情形，并将业绩补偿金和回购款溢价部分以违约金的形式予以界定，从而使“业绩补偿”和“股权回购”更接近于违约责任。而到底应如何界定性质还需投资人结合个案条款仔细鉴别。

若最终“业绩补偿”和“股权回购”在性质上被认定属于合同义务，则投资人有权在公司方未按约支付业绩补偿款或者股权回购款后，依据《合同法》第 107 条要求其继续履行合同约定支付款项，而不得适用《合同法》第 114 条以违约金过高或者过低为由予以调整。该观点较早在 2014 年湖北省武汉市中级人民法院(2014)鄂武汉中民商初字第 00304 号案件判决书中也有相应表述，即：**“……根据约定及商业惯例，在无法实现预定目标的情形下由控股股东对投资人支付现金补偿本身就是合同义务，而非违约责任。……法律仅赋予当事人请求法院参考实际损失对畸高违约金予以调减的权利，现金补偿款作为合同义务不仅当事人应严格依约履行，法院亦不能随意干涉。”**若在特殊情况下，例如明确将补偿款和回购款溢价部分界定为违约金，或者在投资文件中以“业绩对赌”或“股权回购”为名，但实际约定却不符合正常估值调整的交易习惯，或者具有明显惩罚性质（比如约定的业绩补偿远超投资本金）

39 《合同法》第 107 条规定，当事人一方不履行合同义务或者履行合同义务不符合约定的，应当承担继续履行、采取补救措施或者赔偿损失等违约责任。

40 《合同法》第 114 条规定，……约定的违约金低于造成的损失的，当事人可以请求人民法院或者仲裁机构予以增加；约定的违约金过分高于造成的损失的，当事人可以请求人民法院或者仲裁机构予以适当减少……

违背诚实信用原则的，在上述情况下，我们认为“业绩补偿”和“股权回购”的对价不排除被司法机关依据《合同法》第 114 条予以调整的可能性。

三、“业绩补偿”和“股权回购”是否可以同时行权

在中国的 VC/PE 投资实践过程中，我们注意到，有相当一部分投资文件中会同时约定“业绩补偿”和“股权回购”条款，且业绩未达标通常也是触发“股权回购”的事件之一。此时，“业绩补偿”和“股权回购”条款是否可以同时主张，是否可能同时获得司法裁判支持，成为一个重要问题。

从检索的法院案例来看（鉴于仲裁裁决的保密性，我们无法通过检索方式判断仲裁的通常观点），目前尚未发现最高人民法院层面的相关判例和观点，可查询的案例散见于各地方法院判决中，但存在判决结果不一和说理方式截然不同的情况，具体检索情况如下：

结果	生效判决书号	审判法院	法院观点
支持同时主张	(2019)粤 06 民终 187 号判决	广东省佛山市中级人民法院	创始股东就公司业绩向投资人作出承诺，是商事主体对于利益权衡的结果，且作出业绩补偿承诺不违反法律、行政法规的强制性规定，予以支持。创始股东和投资人的股权回购约定系当事人在平等自愿的基础上签订，不违反法律强制性规定，合法有效。
	(2017)赣民终 161 号判决	江西省高级人民法院	业绩补偿款与股权回购款并非同一事项，属于不同的法律关系，业绩补偿款不应从股权回购款中扣除。
	(2018)粤 03 民终 15750 号判决	广东省深圳市中级人民法院	投资人根据协议约定的业绩补偿条款与股权回购条款而分别提出相应的诉讼请求，均是要求创始股东按约承担违约责任，故创始股东抗辩该两诉讼请求相互矛盾不能并存的理由不能成立，本院不予支持。

不支持同时主张	2017 京 01 民初 814 号 判决	北京市第一中级人民法院	从协议内容来看，涉案协议实质为对赌协议，本案对赌协议虽然同时约定了业绩承诺，但是从合同目的及对赌标的角度来看，主要是投融资双方因对赌而产生的股权回购；其次，投资人要求目标公司各股东进行业绩补偿，投资人依然保持公司股东身份不变，但是投资人要求回购股权，实质是退出公司，不再拥有股东身份，两者存在一定矛盾。且未完成业绩承诺同时触发业绩补偿折价款和回购款，存在重复计算。
---------	-----------------------	-------------	--

可以看出，在各地司法裁判中，较多法院更倾向于尊重意思自治和保护交易安全，认可“业绩补偿”和“股权回购”可以同时主张和行权。而结合本文上文中对“业绩补偿”和“股权回购”的条款内涵、法律性质的分析，我们同样也倾向于认为，“业绩补偿”和“股权回购”可以同时主张，不赞同“业绩补偿系为保留股东身份，股权回购为放弃股东身份，两者的存在一定矛盾”的观点，具体理由如下：

首先，从条款内涵角度出发，“业绩补偿”条款的根基是估值调整机制，当目标公司业绩未达标时，由公司方支付投资人业绩补偿款或者发行和转让股权，其根本目的是为了调减估值和投资成本，本质是向投资人返还投资款以降低投资成本或发行股份以降低每股价格。而“股权回购”是基于回购事件触发后，由公司方向投资人支付回购款，以确保投资人合理退出。该两个条款设定的合同目的不同，底层法律关系也不同，从尊重意思自治的角度出发，应当可以同时主张和适用。如果仅仅是因为实现方式上接近，就混淆两者的关系或者限制仅可使用一项权利，于法无据。

其次，从法律性质角度出发，诚如本文上文阐述，我们倾向于将“业绩补偿”和“股权回购”认定为“合同义务”，基于合同义务均可以独立约定、存在并履行，在两者均为合法、有效的情况下，应充分尊重和认可合同当事人的意思表示、博弈结果和商业习惯，不能将合同义务等同于违约责任认定，也不应根据合同法第 144 条的规定对补偿和溢价回购金额进行调整。

最后，从触发原因角度出发，“业绩补偿”和“股权回购”的触发原因通常情况仅存在一定交叉而非完全竞合，如本文上文阐述，“股权回购”条款的触发事件通常较之“业绩补偿”条款更为广泛。在实际项目中，创始股东和/或目标公司可能存在多种行为和事件的发

生，并可能分别触发“业绩补偿”和“股权回购”，投资人由此行权的原因可能不同，不存在绝对的竞合，不应限制仅可使用一项权利。

而对于部分法院观点中认为的业绩补偿系为保留股东身份，而股权回购为放弃股东身份，两者存在一定矛盾的观点，我们也持不同观点。我们认为，如果投资人同时主张“业绩补偿”和“股权回购”（部分股权回购的除外），可以肯定的是，投资人确实已经决定退出目标公司，之所以另行主张业绩补偿的根本目的就是出于商业利益考量，为了降低投资成本而增加投资收益，确实不为追求继续保留股东身份，投资人的主张实际并不存在任何矛盾。

四、“业绩补偿”和“股权回购”的裁判和行权规则

无论是“业绩补偿”（“股权补偿”除外）还是“股权回购”，其法律后果均为公司向投资人支付对价。对于创始股东支付对价款而言，因仅涉及《合同法》的相关规定，在实务中不存在争议，各级人民法院均认可效力。但是，对于约定由目标公司承担和支付业绩补偿款和/或回购款条款的效力认定，司法裁判规则却存在一个漫长的转变过程。从最早 2012 年最高人民法院“海富案”⁴¹[(2012)民提字第 11 号判决]确认“创始人对赌有效，公司对赌无效”的审慎态度，到 2017 年最高人民法院“通联案”⁴²[(2017)最高法民再 258 号]确认“公司依法担保对赌有效”的态度松动，再到 2019 年江苏高院“江苏华工案”⁴³[(2019)苏民再 62 号]确认“合理范围内公司对赌有效”的态度转变，直到《九民纪要》⁴⁴最终确定了明确的裁判规则，即全面认可目标公司对赌效力，但判决是否支持应受限于“资本维持原则”和“利润分配规则”的实体和程序性要求。

具体到行权而言，若投资文件中约定由目标公司承担“业绩补偿”的，投资人应根据《九民纪要》的要求，先审核目标公司是否具备足额利润可以支付其业绩补偿款，再决定是

⁴¹ 《九民纪要》第二条第一款规定：投资方与目标公司订立的“对赌协议”在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张“对赌协议”无效的，人民法院不予支持，但投资方主张实际履行的，人民法院应当审查是否符合公司法关于“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定，判决是否支持其诉讼请求。投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于“股东不得抽逃出资”或者第 142 条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于“股东不得抽逃出资”和第 166 条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。

否主张全部或者部分业绩补偿。若投资文件中约定由目标公司承担“股权回购”的，投资人应根据《九民纪要》的要求，依据公司章程和《股东协议》的约定推动目标公司减资程序。

值得注意的是，在现有的司法裁判规则下，若投资人无法按照《九民纪要》规定推动目标公司定向对投资人减资，或者定向对投资人增发股份进行股权补偿的，投资人无权要求司法直接介入裁判和干预。此时，我们建议，投资人应进一步梳理投资文件条款和目标公司经营与治理情况，以审查是否有其他具有可诉性的经济因素和控制因素条款（包括“创始股东承诺和保证”、“违约”、“合同解除和终止”等条款）或者法定权利（“股东知情权”、“控股股东、董事和高管损害公司利益的股东派生诉权”和“董事、高管损害股东利益的股东直接诉权”）可以替代行使，以推动解决和公司方的争议与矛盾。

五、关于“业绩补偿”和“股权回购”行权前的一点建议

在实际投资过程中，若投资人可能或已经和公司方产生重大矛盾和争议，确有必要通过“业绩补偿”和/或“股权回购”条款行权以维护自身合法权益的，我们给出如下几点建议：

1. 尽快自行或者聘请律师全面审阅目标公司全部历次投资文件（包括但不限于：增资协议、股东协议、公司章程以及披露函等），梳理全部可保障投资人权利的控制因素条款（包括但不限于“领售”、“清算优先”、“违约”、“解除”、“业绩对赌”和“股权回购”等条款），以准确了解自身的权利种类和内容，尤其是知晓“业绩补偿”、“股权回购”条款的权利性质、触发条件和后果、行权时间和程序，以及对公司方的影响力和威慑力，以帮助投资人制定后续切实可行的解决方案。

2. 尽快自行或者聘请律师收集和分析目标公司内部治理和外部经营信息（包括但不限于：股东会决议、董事会决议、财务数据和审计报告等），以掌握公司方已经发生或者潜在的违约行为，并判断“业绩补偿”和/或“股权回购”条件是否确实已经触发，为后续推进磋商和维权提供证据支持。

1. 在判断“业绩补偿”和/或“股权回购”条件确实已经触发后，投资人应尽快提议创始股东和/或目标公司召开股东会或者董事会，以磋商妥善解决问题的可行性方案，并且推动《九民纪要》规定的减资和利润分配等程序性要求。若磋商顺利，投资人应尽快落实《重组协议》或《补偿协议》/《回购协议》以及股东会决议，以明确各方权利义务关系；若磋商未果或者公司方拒不配合的，投资人应尽快自行或者聘请律师再次书面主张权利，以避免因长期未行权超过约定的行权期而无法行权，或者发生被认定存在放弃行权意思表示的不利后果。

➤ D：项目退出：资本市场

➤ 第八章：人民币基金红筹重组结构路径分析

作者：罗岚 | 汤哲

随着被投企业的发展以及内外部环境的变化，在人民币基金投资完毕后，可能面临被投资企业红筹结构的搭建。本部分内容主要介绍人民币基金投资境内架构企业重组成为红筹架构企业（“**红筹重组**”）的过程中需要关注的重点事项，以供参考。

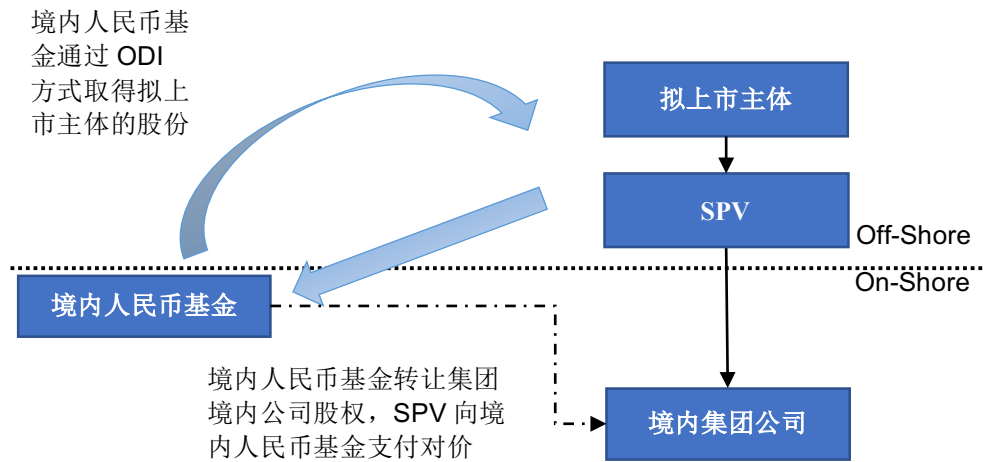
一、红筹重组路径及其关注要点

境内人民币基金参与红筹重组的路径为：境内人民币基金将其持有被投境内集团公司的股权转让给被投集团搭建的红筹架构，同时，由境内人民币基金或其指定的主体在境外取得被投集团拟上市主体层面的股权，以达到将境内人民币基金权益重组至境外拟上市主体的效果。

红筹重组的目标是实现境内人民币基金在境外拟上市主体层面的持股，目前红筹重组三种方式包括：境内人民币基金直接投资完成红筹重组、通过实际权益人办理特殊目的公司返程投资外汇登记手续方式完成境外投资，以及由境外关联方承接项目。我们将三种方式的具体路径及可能涉及的法律问题梳理如下：

1. ODI 重组方式

境内投资人通过履行境外直接投资手续（ODI 手续），取得境外拟上市主体的股权（“**ODI 重组方式**”）。在该种模式下，境内投资人需要履行相应的发改委和商委备案（或核准）手续，同时需要办理外汇登记手续后，方可将境内资金汇出境外至拟上市主体，完成在境外拟上市主体层面的持股安排。与此同时，SPV 将受让境内人民币基金所持境内集团公司股权，并向境内人民币基金支付对价，以实现资金的闭环。



在 ODI 重组模式下，主要的难点在于 ODI 手续的办理，重点事宜包括：

（1）“牵头方”申报及归属地管辖问题

红筹重组中通过 ODI 形式出境的境内股东通常不会少于两个。根据法规，每个股东均需办理 ODI 备案。商务部及发改委对于这种两个以上企业共同开展境外投资的情况都有关于“牵头方”办理的规定，但两个部门对于“牵头方”的认定存在差异。具体来说，商务部门要求股权比例上相对大的股东作为牵头方⁴²；而发改部门则要求投资额较大股东的作为牵头方⁴³。在被投企业进行过多轮融资的情况下，这一标准上的差异可能导致一个项目最终指向两个不同的“牵头方”。又由于 ODI 备案的管辖地是“牵头方”注册地所在的发改部门和商务部门，因此如果一个项目分别由位于两个不同地区的“牵头方”进行申报，则可能使 ODI 审批备案的程序更加繁琐，进程更加不可控。对于这种情况，建议可以考虑在办理 ODI 审批备案前，明确各投资人在被投企业的持股比例及投资额，尽可能通过调整投资额或股比的方式，确定唯一的一个“牵头方”。必要时可通过简单重组，选择对申请更为有利的投资方作为“牵头方”，甚至进而选择“高效的管辖地”（如由注册在自贸区的“牵头方”进行申报等）。

（2）最终目的地的限制

⁴² 《境外投资管理办法》第十四条规定：“两个以上企业共同开展境外投资的，应当由相对大股东在征求其他投资方书面同意后办理备案或申请核准。”

⁴³ 《企业境外投资管理办法》第十六条规定：“两个以上投资主体共同开展的项目，应当由投资额较大一方在征求其他投资方书面同意后提出核准、备案申请。”

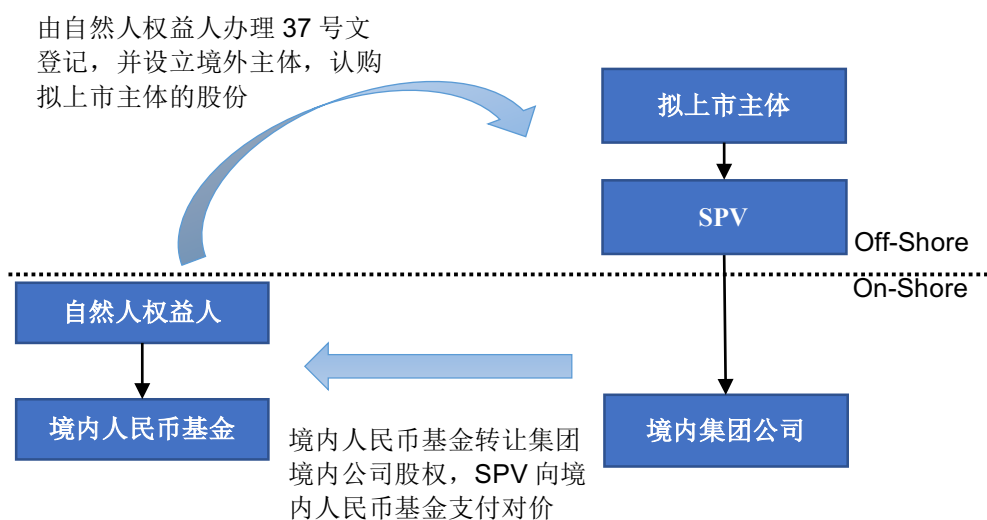
投资人在办理 ODI 备案时，需要披露本次境外投资的投资路径以及最终目的地。而部分省市在审批中可能不允许最终目的地为岛屿国家（如开曼、英属维京群岛）的申报，如涉及该等情况，通常需要考虑通过变更最终目的地，并将该等岛屿国家作为中间层等方式处理。

（3）在先备案情况

在一些红筹重组案例中，可能会出现境内投资人不在同一批办理 ODI 备案的情况（如被投企业在红筹架构搭建后继续接受了人民币投资）。对于商务部门而言，同一个项目只可核发一张境外投资证书。因此，被投企业原有股东取得的境外投资证书将影响后续申请主体办理新的境外投资证书，需要将原有境外投资证书进行变更或注销后办理新的境外投资证书。而无论采取哪一种方式，都需要原有股东的支持与配合，建议投资人届时敦促被投企业与原有股东充分沟通确保其配合办理。

2. 37 号文重组方式

该种方式即为通过指定自然人股东办理特殊目的公司返程投资外汇登记手续方式完成境外投资，从而实现重组（“**37 号文重组方式**”）。这种方式的实质是在境外“还原”境内投资人的实际权益人，即：如果基金的大部分合伙人为自然人，这类基金可能通过穿透到实际权益人的方式，由自然人投资者按照自然人特殊目的公司返程投资登记（即 37 号文登记），以实现在拟上市主体层面的持股。

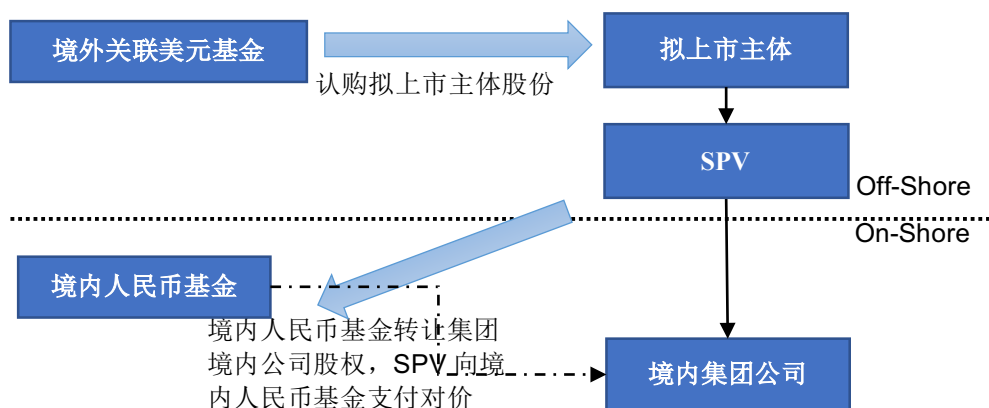


需要注意的是，按照目前的外汇操作口径，自然人权益人无法按照通过 37 号文的相关规程实现将资金调出境外，因此，自然人权益人在拟上市主体层面可能会以一个较低的税基取

得相应股份，基于境外认购款与境内股权转让款对价一致的原则，SPV 将可能以低价受让人民币基金所持集团境内公司股权，转让对价纳税基数可能被税务部门要求按照公允价格进行调整。

3. 更换主体方式

由境外关联方投资拟上市主体，境内投资人在境内实现退出（“更换主体方式”）。在一些案例中，如果管理人同时管理美元基金和人民币基金，也可能选择通过在平行基金之间进行转让的方式，实现美元基金在境外拟上市主体的股份认购，以及境内投资主体的项目退出。



更换主体方式的实施需要境外存在可接受股权的主体，条件相对更为严苛，因此该方式在实践中相对少见。

二、人民币基金参与红筹重组中的关注要点

结合项目经验，我们梳理了人民币基金参与红筹重组中的主要关注要点如下，以供读者参考：

1. 股东权利的衔接

红筹重组的本质是一次企业架构的调整，目标是将境内公司的股东辗转腾挪成为一家境外公司的股东，并继续持有相同的资产，因此重组前后，投资人权利不发生实质性变化（或不受减损）是这一阶段的核心原则之一，需要在红筹重组过程中重点关注：

（1）避免主体变化对股东权利的影响

由于红筹重组完成后，投资人持有的股权标的会由一家境内企业变为境外企业，相应适用的法律也会由中国法变为外国法。境内的股东协议、公司章程等原交易文件将被终止，相应转换为新的境外交易文件。由于境内外法律存在的差异，交易文件的转换并不只是简单的文字的翻译工作。例如，在境内文件下，反稀释权利通常通过创始股东或公司补偿投资人股权来实现，但在境外会通过调整优先股可以转化的普通股股份数的方式实现。如果按照境内交易文件的方式，由创始股东将股权转让给投资人或公司增发股份的方式实现反稀释补偿，后续还会涉及到公司重新发出优先股，或将创始股东持有的普通股转为优先股的程序，过程相对繁琐。因此，红筹重组对于境内外交易文件从形式到实质的细致比对是必备程序之一。

（2）避免出现权利的真空状态

我们建议基金投资人在重组框架协议中要求对境外协议完整镜像反映境内股东权益进行原则性的规定。与此同时，也建议投资人关注境内外权益的衔接机制，尽可能使境外权益的落实早于境内权益的终止，以避免出现权利的真空期。

2. 资金流转

红筹重组过程中，涉及资金的跨境流转，结合实践经验，我们梳理了如下相关事项：

（1）确定资金来源

红筹重组资金的来源是重组谈判中各方关注的焦点之一。由于资金最终会回流至公司，一般的现金来源包括：1）在所涉及的政府部门手续完成后，由 SPV 向境内投资人支付受让境内集团公司股权的对价，境内投资人收到对价后，再通过境外投资方式或由其境外指定主体付至公司拟上市主体中；2）与公司新融资一并沟通，利用新投资人支付的现金完成红筹重组资金流。

（2）实际操作中的影响

红筹重组的后期将涉及资金的流转和出境。对于基金投资人而言，在进行该等资金流转操作时应特别注意基金银行账户以及资金进出方面的特殊性。基金投资人收到 SPV 支付的对价时，应考虑该笔对价性质如何认定，如果是“投资实现”，那么视为“收益”，根据通常的基金合同条款，需要立即进行分配，而不得循环投资，但这样的认定并不符合红筹重组的交易实

质；并且如果基金账户实行托管，还需要满足托管行的管理要求。因此，应该就对价收取前，审阅基金合同条款并与托管行沟通，将红筹重组中 **SPV** 支付的对价收取以及 **ODI** 完成后向拟上市主体支付的对价，视为交易过程的中间步骤，而非“新投资”，避免影响资金流转的时间进度。

3. 红筹重组成本

（1）重组的税费

一般情况下，人民币基金已经在境内以高估值完成了对企业的投资，考虑到重组的资金流压力，红筹过程中多以企业的净资产值为估值计算所需的红筹款，金额可能小于实际的投资额。在这种情况下，将发生投资人境外投资成本与境内投资成本之间差异，由此造成投资人税基的损失。在这种情况下，投资人可以考虑进行税务筹划（如与所在地税务部门沟通是否可以将境内红筹重组及后续境外退出合并纳税等），也可以与被投资企业协商税务风险的分担机制。

（2）重组成本的分担机制

红筹重组程序可能产生一定的成本费用，如聘请 **ODI** 中介、法律顾问、税务顾问所产生的费用。对于投资金额较大的项目而言，该等费用有时并不低廉（如 **ODI** 中介通常以投资总额作为计费基数按一定费率收取费用）。此外，重组过程中还伴有固有的汇率风险和税务风险。对于该等成本和风险的分担机制，投资人也可与被投资企业充分沟通，并在重组框架协议中进行落实。

➤ 第九章：私募基金退出环节之资本市场退出的相关问题研究

作者：金旭

私募股权投资基金（“**私募基金**”）退出的主要方式包括：通过资本市场退出、并购退出、原股东回购退出、被投资企业清算。其中，通过资本市场退出往往是投资人喜闻乐见的退出方式。本文拟讨论通过资本市场退出时，在实践中常见的相关法律问题。为便于有针对性地分析，本文所述“资本市场”限于国内 IPO、国内重组上市以及上市公司重大资产重组。受篇幅所限，本文主要围绕着锁定期、信息披露、资本市场对私募基金备案的要求、以及减持额度几方面展开分析。

一、锁定期小结

投资于项目初创阶段的 VC 基金一般不太会关注锁定期的问题。首先，标的企业未来是否会登陆资本市场，以及登陆哪个资本市场尚无成形的考量；其次，标的企业从基金投资到登陆资本市场之间的战线较长，不太会发生“突击入股”的问题。但是对于主要投资于成熟期标的企业的 PE 基金来说，这常常是迫切需要考虑的问题，甚至可能会影响到 PE 基金投资标的企业时点的选择。

我们对与私募基金相关的锁定期⁴⁴进行了如下小结：

1. 一般性规定：

发行人首次公开发行前股东持有的股份，自发行人股票在证券交易所上市之日起 1 年内不得转让（依据：《公司法（2018 年修订）》第 141 条），这适用于在标的企业股改前投资于标的企业的各类基金。

⁴⁴ 本文关于私募基金锁定期的讨论，并未包括私募基金作为控股股东的情形。

2. “突击入股”情形：

IPO 申报前 6 个月内进行增资扩股的，新增股份持有人自发行人完成增资扩股工商变更登记手续之日起锁定 3 年；在申报前 6 个月内从控股股东或实际控制人处受让股份的，自股票上市之日起锁定 3 年（依据：《首发业务若干问题解答（一）》、《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》）。注意，增资扩股和受让股份的锁定期虽然都是 3 年，但起算时点并不一样。

3. 无控股股东及实际控制人的情形：

对于发行人没有或难以认定实际控制人的，为确保发行人股权结构稳定、正常生产经营不因发行人控制权发生变化受到影响，要求发行人股东按持股比例从高到低依次承诺自股票上市之日起锁定 3 年，直至锁定股份总数不低于发行前股份总数的 51%。对于私募基金而言，允许如下例外：持股 5% 以下的股东、根据《发行监管问答——关于首发企业中创业投资基金股东的锁定期安排》可不适用上述锁定要求的创业投资基金股东⁴⁵（依据：《首发业务若干问题解答（一）》、《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》、《发行监管问答——关于首发企业中创业投资基金股东的锁定期安排》）。请注意，如果是非创业投资基金的常规 PE 基金或 VC 基金在拟上市企业中持股比例超过 5%，在难以认定实际控制人的情况下，则可能要锁定 3 年。

4. 上市公司发行股份购买资产未构成借壳上市的：

⁴⁵ 此处为《首发业务若干问题解答（一）》的表述，《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》细化为：非发行人第一大股东且符合一定条件的创业投资基金股东。其中“符合一定条件的创业投资基金股东”是指符合《私募基金监管问答——关于首发企业中创业投资基金股东的认定标准》的创业投资基金。认定标准为符合如下全部条件：①创业投资基金首次投资该首发企业时，该首发企业成立不满 60 个月；②创业投资基金首次投资该首发企业时，该首发企业符合职工人数不超过 500 人、年销售额不超过 2 亿元和资产总额不超过 2 亿元；③截至首发企业发行申请材料接收日，创业投资基金投资该企业已满 36 个月；④已在中国证券投资基金业协会备案为“创业投资基金”；⑤其基金管理人已在中国证券投资基金业协会登记，规范运作并成为中国证券投资基金业协会会员。

上市公司发行股份购买资产交易中，作为资产的卖方的私募基金取得本次发行股份时，常规的锁定期为股份发行结束之日起 12 个月。但如果私募基金用于认购股份的资产持续拥有权益不足 12 个月⁴⁶的，自股份发行结束之日起锁定 36 个月（依据：

《上市公司重大资产重组管理办法（2019 年修订）》第 46 条第 1 款）。举例而言，在私募基金投资的处于成熟期的项目，有些标的企业在私募投资前可能就已经开始筹划和运作未来的资本市场操作，选择之一即是通过上市公司发行股份购买资产的方式实现股东持股的流通以及未来的融资目的。持有权益足或不足 12 个月的影响，是锁定 1 年和 3 年的差别。因此，对于私募基金投资时点的选择，以及与标的企业就未来开展资本运作的时点的斡旋就显得尤为关键了。

我们知道，上市公司以发行股份的方式购买资产，换一个角度，其实也是上市公司非公开发行。2020 年 2 月修订实施的《上市公司非公开发行股票实施细则》将发行对象的锁定期调整为 6 个月和 18 个月。但须注意的是，2020 年 3 月修订的《上市公司重大资产重组管理办法》并没有相应调整上述锁定的期限。。

5. 上市公司发行股份购买资产构成借壳上市的：

私募基金作为资产卖方，以资产认购取得的上市公司股份自股份发行结束之日起锁定 24 个月（依据：《上市公司重大资产重组管理办法（2020 年修订）》第 46 条第 2 款）。

6. 私募基金参与上市公司非公开发行且不涉及重大资产重组：

私募基金也可能采用认购上市公司定向增发的方式进行投资⁴⁷。

除上市公司控股股东、实际控制人或其控制的管理人、通过认购本次发行股份取得上市公司实际控制权、或是董事会拟引入的境内外战略投资者的⁴⁸，私募基金认购股

⁴⁶ 根据《上市公司重大资产重组管理办法》，锁定 36 个月的情形还包括：发行对象是控股股东、实际控制人或其控制的关联人，或者发行对象通过认购取得上市公司实际控制权。这两种情形适用于私募基金的可能性不大，因此未在正文予以讨论。

⁴⁷ 主要投资上市公司定向增发的“上市公司定增基金”，基金类型选择“股权投资基金”。

⁴⁸ 这几种情形的锁定期，根据《上市公司非公开发行股票实施细则》，为 18 个月。

份自发行结束之日起六个月内不得转让（《上市公司非公开发行股票实施细则（2020年修订）》第8条），私募基金构成战略投资者⁴⁹的，十八个月内不得转让。

二、信息披露

私募基金所投资的标的企业登陆资本市场时，被投资标的企业要进行大量的信息披露。对于私募基金而言，提前掌握可能需要披露的私募基金相关信息是必要的。一般而言，私募基金采取的组织形式包括公司型、合伙型和契约型。考虑到契约型基金在国内资本市场面临的困难，本文主要讨论公司型私募股权基金和合伙型私募股权基金的信息披露要求：

2. 首次公开发行

根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书（证监会2015年修订）》：

（1）如为公司制基金且持有发行人股份超过5%，应披露成立时间、注册资本、实收资本、注册地和主要生产经营地、股东构成、主营业务、最近一年及一期的总资产、净资产、净利润，并标明有关财务数据是否经过审计及审计机构名称；

（2）如为合伙制基金且持有发行人股份超过5%，比照公司制基金的标准披露，披露的信息一般包括成立时间、认缴出资、实缴出资、注册地、主要经营场所、合伙类型、期限、普通合伙人、有限合伙人、执行事务合伙人、主要财务数据等。

⁴⁹ 战略投资者的要求参见《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》，战略投资者指具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源，与上市公司谋求双方协调互补的长期共同战略利益，愿意长期持有上市公司较大比例股份，愿意并且有能力认真履行相应职责，委派董事实际参与公司治理，提升上市公司治理水平，帮助上市公司显著提高公司质量和内在价值，具有良好诚信记录，最近三年未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任的投资者。还应当符合下列情形之一：（1）能够给上市公司带来国际国内领先的核心技术资源，显著增强上市公司的核心竞争力和创新能力，带动上市公司的产业技术升级，显著提升上市公司的盈利能力；或（2）能够给上市公司带来国际国内领先的市场、渠道、品牌等战略性资源，大幅促进上市公司市场拓展，推动实现上市公司销售业绩大幅提升。该问答还要求：上市公司应当与战略投资者签订具有法律约束力的战略合作协议，作出切实可行的战略合作安排。

(3) 根据《首发业务若干问题解答（一）》，如果是 IPO 申报前一年内投资的私募基金，需要核查该新股东的基本情况、产生新股东的原因、股权转让或增资的价格及定价依据，有关股权变动是否是双方真实意思表示，是否存在争议或潜在纠纷，新股东与发行人其他股东、董事、监事、高级管理人员、本次发行中介机构负责人及其签字人员是否存在亲属关系、关联关系、委托持股、信托持股或其他利益输送安排，新股东是否具备法律、法规规定的股东资格。如果新股东为法人，还应披露其股权结构及实际控制人，如果为合伙企业，还应披露合伙企业的基本情况及普通合伙人的基本信息。

需注意的是，前述披露要求为最低标准，一般而言，首次公开发行申报时可以按照上述标准进行披露。后续证监会反馈问题可能会要求进一步披露最终权益结构。经查询 A 股 IPO 案例，在私募基金作为持股比例超过 5% 的主要股东时，主要披露的信息包括：① 是否是私募基金，是否备案；② 穿透至自然人、集体组织或国有股东的股权结构，说明是否存在需履行国有股转持程序的情形；③ 基本情况（工商信息），包括成立时间、注册资本及实缴资本、主营业务，最近三年财务状况等；④ 对外投资情况，是否与发行人之间存在关联关系，如是否与发行人存在资金和交易往来等。在穿透披露股权结构角度，有仅披露实际控制关系，也有全面披露的情况。我们查询了 2019 年以来的一些过会案例，持股比例不足 5% 的，多数披露第一层权益结构，也有斯迪克新材料（创业板）要求所有的机构股东均追溯至国有控股主体或自然人，因此其中两名有限合伙形式的股东虽持股比例不足 5%，也将其普通合伙人披露至最终权益结构⁵⁰。对于持股比例超过 5% 的，则一般是披露到了最终的结构，比如雷赛智能（中小板）中一名持股比例为 5.83% 的公司制私募基金，股权结构全部披露至自然人为止。

3. 上市公司发行股份购买资产（含借壳上市）

⁵⁰ 笔者推测，两名有限合伙企业形式股东属于同一基金管理人管理，这可能也是披露要求提高的原因。

根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》（2018 年修订），

（1）交易对方为法人的，应当披露其名称、企业性质、注册地、主要办公地点、法定代表人、注册资本、统一社会信用代码、历史沿革、经营范围，最近三年注册资本变化情况、主要业务发展状况和最近两年主要财务指标，最近一年简要财务报表并注明是否已经审计。以方框图或者其他有效形式，全面披露交易对方相关的产权及控制关系，包括交易对方的主要股东或权益持有人、股权或权益的间接控制人及各层之间的产权关系结构图，直至自然人、国有资产管理部门或者股东之间达成某种协议或安排的其他机构。

（2）交易对手为合伙企业的，应披露合伙企业及其相关的产权及控制关系、主要合伙人等情况。穿透披露至最终出资人，还应披露合伙人、最终出资人与参与本次交易的其他有关主体的关联关系（如有）。交易后合伙企业成为上市公司第一大股东或持股 5%以上股东的，还应披露最终出资人的资金来源，合伙企业利润分配、亏损负担及合伙事务执行的有关协议安排，本次交易停牌前六个月内及停牌期间合伙人入伙、退伙、转让财产份额、有限合伙人与普通合伙人转变身份的情况及未来存续期间内的类似变动安排。

如私募基金投资的企业拟通过重组上市和上市公司重大资产重组实现资本市场的登陆，则需要披露私募基金的最终权益结构。如合伙制基金为第一大股东或持股 5%以上股东的，还需要披露最终出资人的资金来源及有关协议安排等。其中，最终出资人的资金来源，合伙企业利润分配、亏损负担及合伙事务执行的有关协议安排，往往是私募基金不愿意对外进行披露的。

我们也查询了一些 2019 年案例的反馈意见，集中要求为：①是否是私募基金，是否备案；②有限合伙企业是否专为本次交易设立，是否以持有标的资产为目的，是否存在其他投资，如专为本次交易设立的，要求披露交易完成后最终出资人的锁定安排；③合伙企业是否存在分级收益等结构化安排；④穿透核查人数。

三、私募基金备案要求

根据《发行监管问答——关于与发行监管工作相关的私募投资基金备案问题的解答》，企业首次公开发行前私募投资基金投资入股或受让股权的，中介机构应对上述投资者是否属于私募投资基金以及是否按规定履行备案程序进行核查并发表意见。根据《关于与并购重组行政许可审核相关的私募投资基金备案的问题与解答》，私募基金作为上市公司发行股份购买资产中的发行对象的，中介机构应对上述投资者是否属于私募投资基金以及是否按规定履行备案程序进行核查并发表意见。综上，无论是IPO还是重组上市、或是上市公司重大资产重组，都需要审查是否构成私募基金，如构成，还需要审查是否已完成备案。

根据《私募投资基金监督管理暂行办法》，私募投资基金是在中华人民共和国境内，以非公开方式向投资者募集资金设立的投资基金。非公开募集资金，以进行投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，需要根据该办法进行登记备案。实践中未进行备案的股东，往往是从前述定义涉及的几个角度来分析是否构成私募基金的。这几个角度是：（1）是否存在非公开募集行为；（2）是否以投资为目的；（3）是否由基金管理人或普通合伙人管理。以下，我们基于以往案例，看看每个角度的依据和证据一般如何。

（1）是否存在非公开募集行为：案例多从合伙企业的资金全部来自于合伙人的自有资金、合伙人人数较少（比如10人以下）、出资人为朋友或亲属关系的共同投资行为、不存在非公开方式募集角度解释。

（2）是否以投资为目的：明确投资范围仅限于xxx，经营范围不包括投资管理或投资管理不属于主要业务等。需注意的是，我们查询到的案例中，凡是未办理私募基金备案的合伙企业投资了多个项目的，均承诺办理私募基金备案手续。

（3）是否由基金管理人或普通合伙人管理：案例多从合伙企业并未设置管理人、普通合伙人为自然人、不存在收取管理费和超额收益等角度解释。

需注意的是，并不是满足了上述条件/证据之一就可以顺利过关、不被认定为私募基金。建议从正反两个方面考虑分别的证据，以及该合伙企业设立和经营的商业实质角度去考虑。并且在没有不能进行备案的充分理由的情况下，建议仍以备案更为稳妥。

四、减持额度⁵¹

私募基金持有成功上市的标的企业的股份在锁定期届满后，将面临着减持额度的约束。

私募基金出售的方式包括集合竞价交易、大宗交易以及协议转让。私募基金常见的身份包括：持股 5% 以上的主要股东、非主要股东、创业投资基金（包括投资于早期、投资于中小企业、或投资于高新企业的私募股权投资基金⁵²）。我们根据前述不同情形做如下表格总结。需要说明的是，如下表格中描述拟转让的股份均为私募基金股东持有的公司首次公开发行前持有的股份⁵³。

⁵¹ 除了减持额度，减持规则还涉及到信息披露要求等方面，篇幅有限，本篇暂只讨论减持额度。

⁵² 根据《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》第 3 条，企业应满足下列情形之一：（a）首次接受投资时，企业成立不满 60 个月；（b）首次接受投资时，企业职工人数不超过 500 人，根据会计事务所审计的年度合并会计报表，年销售额不超过 2 亿元，资产总额不超过 2 亿元；（3）截至发行申请材料受理人，企业取得高新技术企业证书。如果私募股权投资基金的投资标的企业满足以上条件之一，则可以按照创业投资基金股东减持的规定执行。

⁵³ 根据《上市公司证券发行管理办法》（2020 年 2 月 14 日修正）第 75 条，依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公司股份，减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定。

股东类型	减持方式	减持规定
持股 5% 以上的股东（持股不足 5% 但是上市公司第一大股东的，参照适用）	集中竞价	在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%（《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》（上证发[2017]24 号）（“《上交所减持规则》”）第 4 条第 1 款、《深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》（深证上[2017]820 号）（“《深交所减持规则》”第 4 条第 1 款）；
	大宗交易	1、在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%（《上交所减持规则》第 5 条第 1 款、《深交所减持规则》第 5 条第 1 款）； 2、受让方在受让后 6 个月内，不得转让所受让的股份。（《上交所减持规则》第 5 条第 3 款、《深交所减持规则》第 5 条第 2 款）
	协议转让	1、单个受让方的受让比例不得低于公司股份总数的 5%，转让价格下限为前日收盘价格的 90%（《上交所减持规则》第 6 条第 1 款、《深交所减持规则》第 6 条第 1 款） 2、若大股东减持后不再具有大股东身份的，出让方、受让方在 6 个月内，在任意连续 90 日内，通过集中竞价减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%（《上交所减持规则》第 6 条第 2 款、《深交所减持规则》第 6 条第 2 款）。 3、若大股东减持公司股份，且受让方在 6 个月内减持所受让股份的，则出让方、受让方在任意连续 90 日内，集中竞价减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%。（《上交所减持规则》第 6 条第 3 款）
持股 5% 以下的股东	集中竞价	在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%（《上交所减持规则》第 4 条第 1 款、《深交所减持规则》第 4 条第 1 款）
	大宗交易	1、在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%（《上交所减持规则》第 5 条第 1 款、《深交所减持规则》第 5 条第 1 款）。

		2、受让方在受让后 6 个月内，不得转让所受让的股份。（《上交所减持规则》第 5 条第 3 款、《深交所减持规则》第 5 条第 2 款）
	协议转让	1、单个受让方的受让比例不得低于公司股份总数的 5%，转让价格下限为前日收盘价格的 90%（《上交所减持规则》第 6 条第 1 款、《深交所减持规则》第 6 条第 1 款） 2、减持公司股份的，受让方在 6 个月内减持所受让股份的，出让方、受让方应遵守在任意连续 90 日内，集中竞价减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%（《上交所减持规则》第 6 条第 3 款） 3、减持股份的，出让方和受让方在六个月内遵守任意连续 90 日内，集中竞价减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%（《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》第 10 条第 2 款、《深交所减持规则》第 6 条第 3 款）
创业投资基金/符合条件的私募股权投资基金股东	集中竞价	1、截至首次公开发行上市日，投资期限（投资期限自创业投资基金投资该首次公开发行企业金额累计达到 300 万元之日或投资金额累计达到投资该首次公开发行企业总投资额 50%之日起算）不满 36 个月的，创投基金在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%； 2、截至首次公开发行上市，投资期限已满 36 个月不满 48 个月的，创投基金在任意连续 60 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%； 3、截至首次公开发行上市日，投资期限已满 48 个月不满 60 个月的，创投基金在任意连续 30 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%。 4、截至首次公开发行上市日，投资期限已满 60 个月的，创投基金减持股份总数不受比例限制。 （《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020）》（2020.3.31 实施）、《上海证券交易所上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则（2020 年修订）》（2020.3.31 实施，“《上交所创业基金减持细则》”）、《深圳证券交易所上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则（2020 年修订）》（2020.3.31 实施，“《深交所创业基金减持细则》”））

	大宗交易	1、截至首次公开发行上市日，投资期限不满 36 个月的，创投基金在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%； 2、截至首次公开发行上市日，投资期限已满 36 个月不满 48 个月的，创投基金在任意连续 60 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%； 3、截至首次公开发行上市日，投资期限已满 48 个月不满 60 个月的，创投基金在任意连续 30 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%。 4、截至首次公开发行上市日，投资期限已满 60 个月的，创投基金减持股份总数不受比例限制。 5、大宗交易的股份受让方在受让后不受“六个月内不得转让其受让股份”的限制。 （《上交所创业基金减持细则》、《深交所创业基金减持细则》）
	协议转让	根据持股比例按照上述“持股比例 5%以上的股东”和“持股比例 5%以下的股东”分别执行

某国有市场化基金 Q&A

就本文章探讨的问题，我们还有幸邀请到某国有市场化基金的投资副总裁⁵⁴从业务的角度进行了一段访谈。访谈内容如下：

Q：作为 PE 类型的基金，您是如何看待锁定期的？

A：一般而言，对于私募股权基金来说，上市后被锁定三年的情形会降低退出的流动性和投资回报，因此一般不被接受。但是也有例外情形，比如文章提到的无控股股东及实际控制人情形，在这种情况下，有可能会被锁定 3 年。基于三方面我们可以接受锁定，一是确实看好公司的基本面和长期发展，有效保障投资的安全性，二是我们可以判断公司在 3-5 年间处于最佳业绩释放期，投资回报率得到进一步提升，三是这种无控股股东及实际控制人的情形是有利于公司未来发展的，在公司治理方面不会形成冲突，我们会愿意为了公司发展的长期目标，而牺牲掉锁定期的利益。

Q：请问对突击入股有什么看法呢？

A：我们是反对突击入股的，既不愿意本身去做突击入股，也不喜欢投资标的本身存在着突击入股的情况。主要是基于如下几个原因：突击入股会直接导致锁定期延长，在无法判断可以长期持有企业的情况下，要尽量避免这一情况出现。此外，高股价突击入股存在拉高投资标的估值的嫌疑，可能会引发审核机关的关注，导致 IPO 时间推后，同时这也会导致投资标的下一轮估值非理性提高。

Q：在私募基金备案的实践角度，有遇到哪些比较棘手的问题？

A：私募基金备案主要遇到的问题是：（1）备案的时间较长，往往需要四周甚至更长；（2）除了明确的法律规定外，还有不少窗口指导意见，实践中是否可以成功完成备案不好预期；（3）应该是有些投资结构是可以允许无需备案的，希望能有更明确的说法，减少未完成备案对投资的影响。

Q：减持额度规则的存在会对你们实现投资收益影响很大吗？

⁵⁴ 受限于客户内部宣传政策，未披露客户名称及受访人员姓名。
环球律师事务所

A: 总体来说，减持规则对我们的影响不是很大，有这么几个原因：（1）我们在进行投资之前就会在投前测算时考虑减持规则的影响，所以在未来实际减持时，这方面的影响因素已经被考虑在内了。（2）我们看的项目市值一般规模中等偏大，而单笔投资额在其中占比亦较小，因此减持规则的影响就有限。当然，由于减持规则导致时间的拉长，相比没有减持规则约束，投资项目的收益率在同等条件下对比，会受到一些影响。

环球简介

环球律师事务所（“我们”）是一家在中国处于领先地位的综合性律师事务所，为中国及外国客户就各类跨境及境内交易以及争议解决提供高质量的法律服务。

历史. 作为中国改革开放后成立的第一家律师事务所，我们成立于 1984 年，前身为 1979 年设立的中国国际贸易促进委员会法律顾问处。

荣誉. 作为公认领先的中国律师事务所之一，我们连续多年获得由国际著名的法律评级机构评选的奖项，如《亚太法律 500 强》（The Legal 500 Asia Pacific）、《钱伯斯杂志》（Chambers & Partners）、《亚洲法律杂志》（Asian Legal Business）等评选的奖项。

规模. 我们在北京、上海、深圳三地办公室总计拥有逾 400 名的法律专业人才。我们的律师均毕业于中国一流的法学院，其中绝大多数律师拥有法学硕士以上的学历，多数律师还曾学习或工作于北美、欧洲、澳洲和亚洲等地一流的法学院和国际性律师事务所，部分合伙人还拥有美国、英国、德国、瑞士和澳大利亚等地的律师执业资格。

专业. 我们能够将精湛的法律知识和丰富的执业经验结合起来，采用务实和建设性的方法解决法律问题。我们还拥有领先的专业创新能力，善于创造性地设计交易结构和细节。在过去的三十多年里，我们凭借对法律的深刻理解和运用，创造性地完成了许多堪称“中国第一例”的项目和案件。

服务. 我们秉承服务质量至上和客户满意至上的理念，致力于为客户提供个性化、细致入微和全方位的专业服务。在专业质量、合伙人参与程度、客户满意度方面，我们在中国同行中名列前茅。在《钱伯斯杂志》举办的“客户服务”这个类别的评比中，我们名列中国律师事务所首位。

版权与免责

版权. 环球律师事务所保留对本报告的所有权利。未经环球律师事务所书面许可，任何人不得以任何形式或通过任何方式复制或转载本报告任何受版权保护的内容。

免责. 本报告不代表环球律师事务所对有关问题的法律意见，任何仅依照本报告的全部或部分内容而做出的作为和不作为决定及因此造成的后果由行为人自行负责。如您需要法律意见或其他专家意见，应该向具有相关资格的专业人士寻求专业帮助。

联系我们. 如您欲进一步了解本报告所涉及的内容，您可以通过下列联系方式联系我们。

环球律师事务所（北京总部）

北京市朝阳区建国路81号华贸中心1号写字楼15层&20层 邮编：100025

电话：(86 10) 6584 6688

传真：(86 10) 6584 6666

电邮：global@glo.com.cn

环球律师事务所（上海）

上海市黄浦区湖滨路150号企业天地5号楼26层 邮编：200021

电话：(86 21) 2310 8288

传真：(86 21) 2310 8299

电邮：shanghai@glo.com.cn

环球律师事务所（深圳）

深圳市南山区深南大道 9668 号华润置地大厦 B 座 27 层 邮编：518052

电话：(86 755) 8388 5988

传真：(86 755) 8388 5987

电邮：shenzhen@glo.com.cn

环球律师事务所（成都）

成都市高新区天府大道北段 966 号天府国际金融中心 11 号楼 37 层 邮编：610041

电话：(86 28) 8605 9898

传真：(86 28) 8532 6200

电邮：global@glo.com.cn

