

NEWSLETTER

中 伦 e 简 报
深度观察



中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM



产业投资并购实务： 投资基金退出路径实务详解

作者：刘新辉 卞嘉虹 杨霞 汤泽佳 刘婷燕



在投资基金退出领域,根据近期的市场统计数据,2022年上半年,中国股权投资市场共发生1,295笔退出案例,同比下降50.0%。退出数量与投资数量之比31.07%,同比下降5.6%。在退出路径上,上半年除并购外的各类退出交易总量均有下降,被投企业IPO数量共计1,028笔,同比下降38.8%、股转和回购同比分别下降78.8%,81.5%。

随着投资基金陆续进入退出期,基金出资方对于投资退出的通畅性、可预期性等高度关注、对投资机构退出能力的要求也越来越高。

本文基于作者实务经验,对目前投资基金(本文主要基于合伙制基金分析)及其有限合伙人(Limited Partner,“LP”)的主要退出路径及关注要点,进行了实务分析及梳理。

● 主要内容 ●

一、投资基金退出项目投资

(一) 投资基金从项目中退出的主要实现路径及关注要点

1. 投资基金减持股份退出(被投资企业IPO)
2. 投资基金通过所投项目的并购退出

(二) 投资基金退出后向LP现金分配操作要点

1. 部分项目退出
2. 全部项目退出

二、LP转让投资基金份额退出

(一) 主要路径

1. 执行远期回购协议
2. 市场化协议转让份额
3. 通过向S基金转让基金份额退出

(二) 关注要点

三、投资基金向LP分配实物资产

1. 上市公司股票的实物分配
2. 非上市公司股权的实物分配
3. 实物资产分配的涉税要点

第一部分\

投资基金退出项目投资

投资基金从所投项目中顺利退出、基金投资人最终获得现金分配,并实现从基金层面的退出,是对各方最为理想的退出方式。

本节包括两部分内容:(一)投资基金退出项目投资的路径及关注点;(二)投资基金向LP现金分配操作要点。

(一)投资基金从项目中退出的主要实现路径及关注要点

1.投资基金减持股份退出(被投资企业IPO)

根据基金业协会发布的《2021年私募基金统计分析简报》,截至2021年末,存续私募基金项目以境内外上市方式实际退出金额1.64万亿元,整体回报倍数达2.94倍,远高于其他退出方式回报倍数。

被投资企业实现IPO、基金后续减持上市公司股份变现退出,是投资人较为期待的退出方式,一般可以给投资基金带来较为理想的收益。

但被投资企业IPO后,投资基金所持股票的最终变现退出还在锁定期、减持等方面受到限制,期间股票价格波动风险等也可能影响最终退出收益,因此,投资基金及其投资人通常需预先关注以下方面:

➤ 在基金LPA中预先作出相关安排,降低对底层标的IPO潜在影响风险

目前IPO审核中对于股东穿透核查、间接股东数量及合法性等仍然有较为严格的要求。实务中,避免因部分LP原因对底层标的IPO产生不利影响从而构成基金退出的障碍,从基金管理人或长线投资人的角度,通常需考虑在基金合同(LPA)中提前作出相应的安排,例如约定以下相关条款:



相关安排	条款内容
配合义务	如因LP投资人原因影响底层标的上市,相应投资人需要配合进行整改甚至进行清退
陈述与保证	由LP确认不存在股权代持或不属于法律法规规定禁止持股的主体,且LP确认未来将配合因底层标的IPO而需履行的穿透核查程序
期限匹配	由于基金存续期限无法覆盖底层标的IPO所需锁定期安排的,设置相应决定延长基金存续期限的机制,如设置明确具体的前提条件(如客观因素导致实现底层标的退出需要延期的),并且经合伙人会议等内部决策机构表决通过

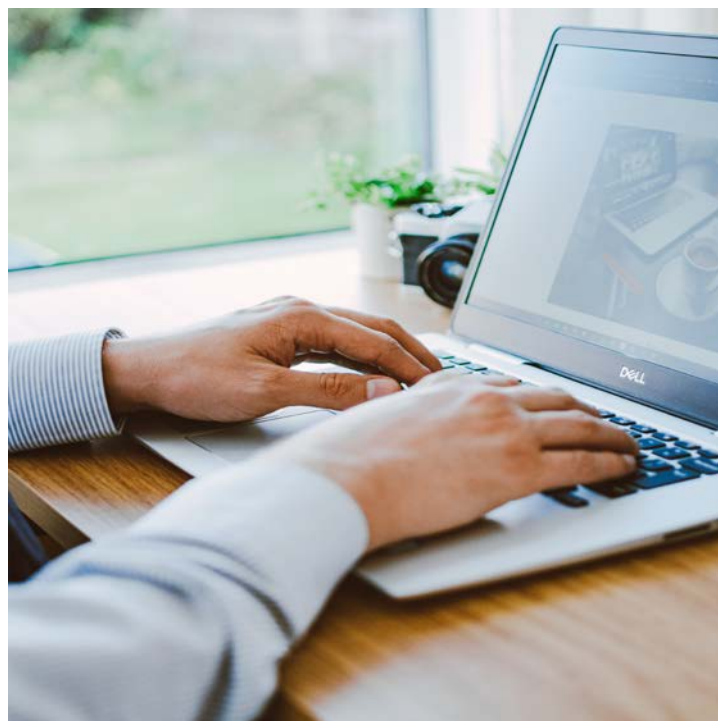
➤ 审核周期及锁定期、减持限制等对退出期限的影响

被投企业从申报IPO到实现上市需要经历一定的审核周期,且在实现IPO后,投资基金所持股票的最终变现还需受到锁定期和减持规则限制,这些将构成对基金变现退出整体时间周期的影响。投资机构和投资者应充分了解和考虑被投企业上市审核周期、股份锁定和减持周期的总体情况,在基金存续期间设置和调整、多层结构基金期限匹配等过程中,做好整体统筹以及与基金投资人的沟通。

作者团队在基金、投资及IPO领域均具有实务经验,可以协助投资基金及时跟进了解最新市场及审核动态。以下简要梳理最新实务情况供参考:

审核周期:2022年度注册制板块IPO审核周期中位数统计情况¹:创业板472天,科创板281条,北交所159天。

锁定期:根据各板块上市规则等相关规定,若基金不属于控股股东或董监高及其一致行动人等特殊情况的,所持IPO前股份的锁定期主要规定如下表所示:



1. 参见《2022年度A股IPO数据和动态分析》,微信公众号“弟兄们上”,<https://mp.weixin.qq.com/s/C-cQbXANGHh6mj8AOUE7l9g>

适用情形	适用板块	锁定期
非控股股东	主板、创业板、科创板	上市之日起12个月
上市前直接持有10%以上股份的股东或虽未直接持有但可实际支配10%以上股份表决权的相关主体	北交所	
申报前6个月内向发行人增资扩股取得新增股份的股东	主板、创业板、科创板	新增股份自工商变更完成之日起锁定三年
申报前6个月内自控股股东/实际控制人处受让的股份		上市之日起锁定36个月
申报前12个月内新增股东		新增股东所持新增股份自取得之日（一般以工商变更之日）锁定36个月
发行人无控股股东、实际控制人时，按持股比例从高到低排列，位列前发行人股份总数51%的股东（持股5%以下的股东、以及符合一定条件的创业投资基金股东除外）		自上市之日起锁定36个月
发行人无控股股东、实际控制人时，第一大股东及其最终控制人应当参照适用关于控股股东、实际控制人的规定	北交所	直接及间接所持股份上市之日起锁定12个月

减持限制：若投资基金为持股5%以上的股东，减持需遵守《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（中国证券监督管理委员会公告〔2017〕9号）、沪深交易所《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》及相关监管问答的规定，在减持比例、减持预披露等方面遵守相应的要求；符合沪深交易所《上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则（2020年修订）》条件的创投基金股东，存在一定的豁免情形。锁定期与减持的相关规则较为复杂，作者团队后续会进一步发布详细梳理，并定期予以更新，可关注或具体垂询。

2. 投资基金通过所投项目并购退出

根据投中信息数据统计，截至2022年第三季度，共计50支私募基金以并购的方式成功退出，行业主要集中在IT及信息化、医疗健康、制造业，2022年Q3私募基金退出数量环比上涨22.00%。

此种模式下的主要退出方式包括：

(1) 被非上市公司并购

对于投资基金而言，被投资企业被非上市公司现金并购，相对IPO而言，具有周期短、程序简单等优势，且不受上市锁定期及减持等限制，可在预期时间内实现一次性退出及变现，通常也是较

为理想的退出方式之一，交易方式和关注要点参
照常规的公司并购交易即可，本文不作赘述。

(2) 被已上市公司并购

根据投中信息数据统计，上市公司已逐渐成为并购私募基金底层资产的主力军之一。由于上市公司在决策流程、信息披露、关联交易和同业竞争等方面受到一系列规范监管，基金所投资企业被上市公司并购，通常采取以下两种方式：

➤ 上市公司以现金支付对价：

被投企业被上市公司以现金作为对价并购的，主要需关注上市公司相关监管和决策要求对交易进度的影响。主各板块的具体规则有少量差异，主要规定于各板块《股票上市规则》、《上市公司重大资产重组管理办法》中，视交易规模情况

可能需要上市公司披露临时公告、召开股东大会审议、构成重大资产重组的还需要证券监管机构核准等，本文暂不赘述。投资人需要提前了解上市公司实施交易所需的内外部审批流程及所需时间，从而对退出整体的时间表进行预估做好筹划。

➤ 上市公司以发行股份形式支付对价：

如上市公司通过发行股份支付对价，则不论交易规模大小，均需适用《上市公司重大资产重组管理办法》，以证券监管机构核准为前提，另投资人还需要将交易完成后的持股锁定期等也纳入整体退出时间表的考量。

作为标的资产出售方的投资基金，需符合《上市公司重大资产重组管理办法》等规则中关于交易对方的各项条件要求，主要关注点例如：

关注点	说明
投资基金自身条件要求	投资基金作为标的公司的原股东，需符合取得标的公司股权时的资金来源清晰以及不存在违规出资等条件，且需要按照监管要求配合履行穿透核查、信息披露等义务
是否可能导致上市公司交叉持股问题	若交易完成可能会导致上市公司产生交叉持股问题，通常需要在交易前进行清理。 尤其如果投资基金本身系由该上市公司参与投资设立、后续将优质资产注入该上市公司时，则通常会资产注入阶段面临该等问题，需在设计交易结构时予以妥善处理
投资基金存在优先劣后分级等“结构化安排”时的特殊关注点	(1) 结构化安排本身应符合私募基金监管要求 ：例如在杠杆比例方面，针对主要投资于非上市公司股权的私募股权投资基金，规则层面目前暂无明确的优先劣后杠杆比例规定，我们了解实务中的把握主要为相关安排应避免“刚兑”嫌疑、杠杆比例的要求已基本与资管新规权益类产品杠杆率要求对齐。 (2) 结构化安排可能会受到证监会/交易所重点关注 ：一般认为，结构化投资基金参与上市公司发行股份购买资产并无明确规则限制，但需要按照证券监管机构的要求履行信息披露义务，并尤其注意是否存在担保、补偿、承诺收益等增信措施安排 ² 。而实务中，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）施行后，结合现有已过会的结构化并购基金参与上市公司发行股份购买资产的案例来看，如通化金马(000766.SZ)、中国天楹(000035.SZ)、恒逸石化(000703.SZ)、中源协和(600645.SH)等，相关案例中的投资基金在向审核部门申报前即基本已经拆除了结构化安排。

2.例如，根据《再融资业务若干问题解答》(2020)问题10，其中要求“关于非公开发行股票中董事会决议确定认购对象的，发行人应当披露各认购对象的认购资金来源，是否为自有资金，是否存在对外募集、代持、结构化安排或者直接或间接使用发行人及其关联方资金用于本次认购的情形，是否存在发行人及其控股股东或实际控制人直接或通过其利益相关方向认购对象提供财务资助、补偿、承诺收益或其他协议安排的情形”。

(二) 投资基金退出后向LP现金分配操作要点

1. 部分项目退出：

若投资基金存在多个投资项目，仅有部分项目实现退出取得现金收入，则通常以收益分配的形式，向各投资人支付现金分配款项。基金收益分配模式的各种常见条款类型、设计要点等，可参见本文作者此前发布的文章《私募投资基金—

收益分配模式最新研究》³。

实务中，在底层项目部分退出且投资人收回部分或全部投资本金的情形下，合伙制或公司制投资基金并不必然需在市场监管部门办理减资手续，是否缩减基金出资总额可由基金各合伙人共同协商处理。

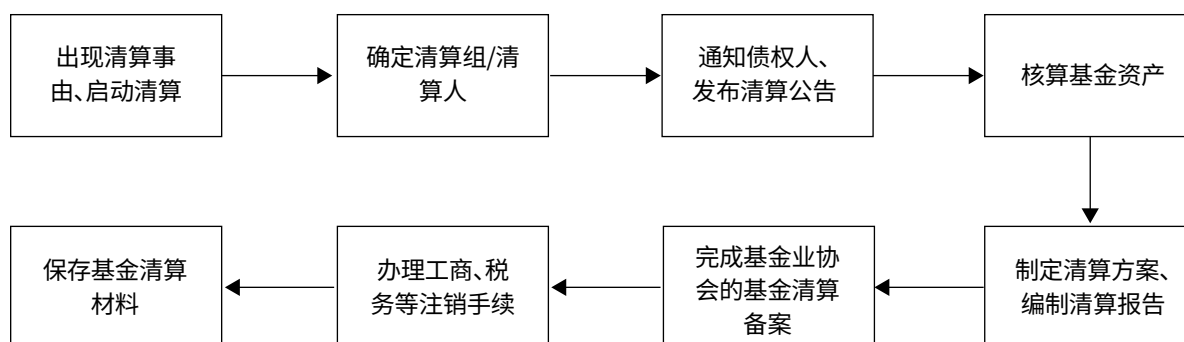
基金形式	减资程序	所需时间
公司制	需要符合《公司法》的规定及公司资本维持原则，并需履行编制资产负债表及财产清单、债权人通知、报纸公告等减资流程	一般所需时间约2-3个月（根据各地主管工商部门的审核流程时间而有所不同）
合伙制	无需履行《公司法》规定的减资程序，其减少出资的流程则相对简单，由合伙人出具减少出资的会议决议后，即可办理减资工商变更	所需时间一般约为1-2个星期

2. 全部项目退出：

若投资基金的所有项目均完成了退出，则投资基金即可以进入清算流程，实现全部投资人的

最终退出。

基金清算的主要流程列示如下：



3. 参见文章链接：<https://mp.weixin.qq.com/s?src=11×tamp=1671624993&ver=4240&signature=Wbh7DRVN9-wflyHkZKZ0j5H8S4Y6cildBPD9r164s1mwwTfRQxWlxaVme0Cgfw7HzekxBQbQauFsmWVvhnprqIPARmoIvuoYCfYP4zh8IzGwzrCRCCbES6hgif9875un&new=1>

第二部分\

LP转让投资基金份额退出

如本文第一部分所述,投资基金从所投项目中获得退出的,后续可以通过收益分配、基金清算等方式实现LP对应资金的最终退出。但在很多情况下,在投资基金尚未退出所投项目时,LP因急需阶段套现、自身存续期限届满、监管要求等现实原因,需尽快从投资基金中退出。而通过向第三方转让基金份额通常是较快从基金退出的方式之一,常见路径和关注要点如下:

(一)主要路径

1.执行远期回购协议

基金份额远期回购安排,通常指基金投资人与相关方事先约定,在满足一定条件下,由其他投资人或第三方按照事先约定的价格及方式回购基金份额,以实现相关投资人出资金额的回收及退出;除份额回购外,上述安排往往还同时包含义务方对该等投资人本金及预期收益的差额补足承诺。

作出上述安排主要需关注以下方面:

➤ 回购或补足义务不得由基金管理人或其关联方承担:

随着近年来私募监管法规的趋严,特别是“资管新规”对资管行业禁止刚兑的要求,如由基

金管理人或其关联第三方向投资人提供保底承诺,无论是在基金合同中承诺份额回购、差额补足或其他保本保收益的方式,目前均已被禁止,且司法审判实务中基本也会对该等条款认定无效⁴。

➤ 回购或补足义务由其他第三方承担的:

对于份额回购或差额补足义务并非由管理人或其关联方承担的情形,在基金监管规则中虽未明确禁止,但实际上,由于该等安排的存在导致相关份额投资具有偏债的属性,实质上仍与私募股权基金的监管逻辑不符。而与前一种情形不同的,在司法审判实务中,目前较多裁判观点为认为该等份额转让或回购协议未违反相关法律、行政法规的强制性规定,应认定为合法有效⁵;虽也有少数案例人民法院认定该等份额转让协议或回购协议无效,例如(2020)最高法民终682号确认合同无效纠纷,但该等案例情况本身具有一定的特殊性⁶。

➤ 权利人或义务人涉及国资主体时,均应提前考虑国资监管要求:

目前投资基金中越来越多地存在国资主体的身影,若拟作出相关安排,各方应提前考虑国

4.从司法实践角度,2019年11月出台的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(《九民纪要》)亦明确了“信托合同、商业银行等金融机构作为资产管理产品的受托人与受益人订立的含有保证本息固定回报、保证本金不受损失等保底或者刚兑条款的合同,人民法院应当认定该条款无效。实践中,保底或者刚兑条款通常不在资产管理产品合同中明确约定,而是以“抽屉协议”或者其他方式约定,均应认定无效。”虽然投资基金不属于严格意义上的资产管理产品,但实务中司法裁判机构一般会参照适用上述裁判规定。

5.例如,(2020)京民终623号、(2020)沪74民终289号等

6.该案例中人民法院认定案涉《合伙协议》及《补充协议》(约定劣后级LP对优先级LP的份额保底承诺)无效的理由并非因为各方存在回购安排,而是因为当事人签署前述协议属于虚假的意思表示,即“优先级合伙人签订《合伙协议》及《补充协议》时的真实意思表示并非成为合伙人,分享合伙企业投资收益,承担合伙企业风险,而是以设立合伙企业的同时转让合伙企业财产份额并收取固定溢价款形式变相实现还本付息的借贷目的”。此外,本案还涉及公职人员的受贿案件,存在一定的特殊性。

资监管要求：

适用情形	监管要求及建议
回购权利人为国资主体	如国有投资人要求回购义务人受让其持有的基金份额，一般认为该等回购交易原则上仍构成一项转让交易，需履行相应的国资交易流程。但是实践中，由于触发回购语境下，进场交易、评估定价等往往存在现实的困难，实务中做法不一。 从我们的实务经验出发，基于审慎合规考虑，国资主体在实务中可参考如下建议：(1) 签署相关远期回购协议前，尽量提前就所需履行的程序要求与国资监管机构沟通确认，取得其对投资和回购退出的一揽子批复；(2) 在基金合同中同时预留相应的空间，例如：在回购价格条款中，除按常规做法约定回购价格为“投资本金+预期收益”等之外，还可增加该价格“与经投资基金的国有LP认可的评估值孰高（若届时其国资主管部门要求评估）”作为回购定价方式。
回购义务人为国资主体	对于国有企业作为回购股权义务人的情形，回购协议是否需取得主管国资部门审批后方可生效，实务中也多有争议。若投资人为权利人，而义务人为国资主体的，建议在接受回购安排时督促义务方严格按照要求履行内外部审批。 近期案例层面，2022年4月，最高人民法院在（2022）最高法民申232号案中认为“国有企业签订的对赌协议中的股权回购条款不属于法律规定的应当由国资管理部门审批生效的条款，不因未经审批而未生效”⁷，对于该等情形下投资人权利的保障有积极意义。

2. 市场化协议转让份额

LP也可以自行、或通过管理人、投资基金所投资企业等相关渠道寻找意向受让方，共同协商达成份额转让交易。

在该类方式中，LP将所持基金份额转让给已上市公司、并取得已上市公司发行自身股份作为支付的对价，是一项值得关注的路径。当然该等交易通常具有相应的商业背景和契机，上市公司采取发股方式购买基金份额，需履行相关信息披露义务及取得证券监管机构的审批，流程相对

较长、结果亦可能存在不确定性，实务中案例并不多见。近期案例如：

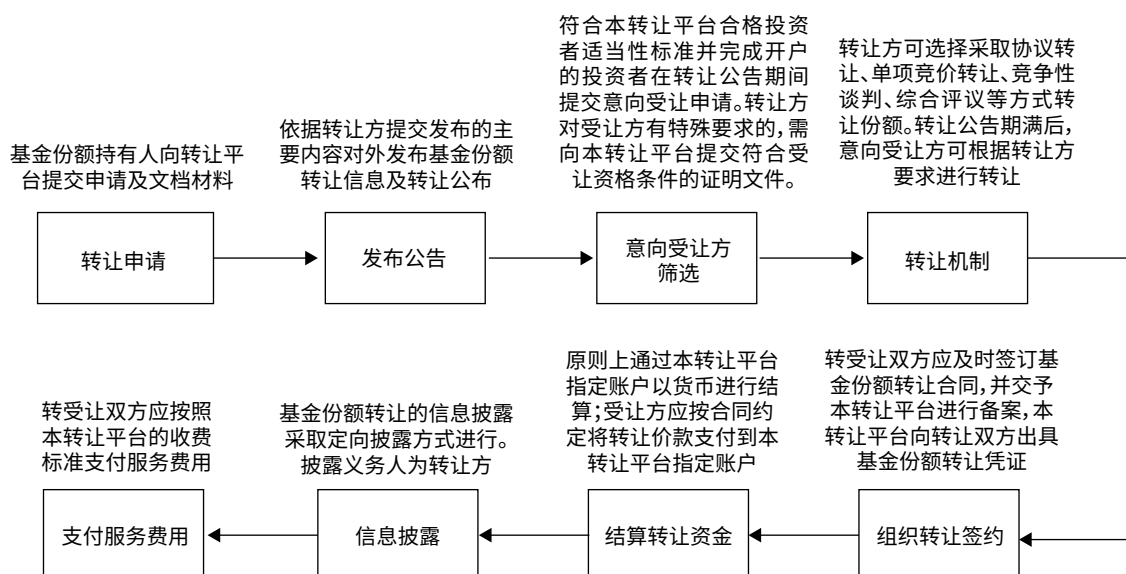
7. (2022)最高法民申232号合同纠纷一案中，最高人民法院认为，《中华人民共和国公司法》第六十六条仅规定国有独资公司的合并、分立、解散等情形，必须由国有资产监督管理机构决定及报批，并不涉及股权回购事宜；《中华人民共和国企业国有资产法》第三十条规定国家出资企业的合并、分立、增减注册资本、进行重大投资等重大事项，应遵守相关规定，不得损害出资人和债权人的权益，并无关於股权回购需经审批的规定；《企业国有资产监督管理暂行条例》第二十三条系关于国有股权转让的规定，若致使国家不再拥有控股地位的，须经政府批准；第二十一条、第二十四条等规定情形，均无股权回购须经批准的规定。亦即：国有企业签订的对赌协议中的股权回购条款不属于法律规定的应当由国资管理部门审批生效的条款，不因未经审批而未生效。

公司名称	交易概况
闻泰科技 (600745)	2020年4月, 闻泰科技(600745)发布公告, 其拟通过发行股份及支付现金的方式收购合肥裕芯的4名股东(即4支境内基金)之上层出资人的有关权益份额。根据闻泰科技披露的上海证券交易所《关于对公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案信息披露的问询函》, 上交所在审核过程中, 重点关注了对本次交易作价的合理性、GP转让方的退出安排及LP份额收购安排、交易对方的出资人及出资结构情况(在该案例中均穿透核查至自然人、国资管理部门或上市公司)等。
晨鸣纸业 (000488)	2022年11月, 晨鸣纸业(000488)发布公告, 其拟发行股份收购晨融基金44.44%LP份额, 晨鸣纸业子公司晨鸣投资现金收购晨融基金0.22%GP份额。本文完稿时晨鸣纸业尚未收到证监会的反馈意见。

3.通过向S基金转让基金份额退出

S基金(Secondary Fund)即私募股权二级市场基金, 主要从事私募股权二级市场投资交易, 通常通过收购基金份额来投资。目前S基金在中国私募股权二级市场, 为投资人退出基金提供了多元化的退出通道, 满足了投资人短期变现及退出的需求。

目前, 我国尚未建立全国性的二级私募股权基金份额交易平台, 但出现了北京、上海等地区的区域性试点平台。正式提供基金份额转让业务的交易所中, 仅北京股权交易中心出台了专门的配套规则⁸, 上海区域性股权市场尚未出台配套实施细则。以北京股权交易中心的配套规则为例, 基金份额转让的主要流程如下:



8. 包括《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台业务规则(试行)》、《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台投资者适当性管理规则(试行)》、《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台登记业务规则(试行)》等

(二) 关注要点

LP通过转让基金份额实现退出的, 投资人需主要关注如下事项:

➤ 国有基金份额进场交易及评估要求

目前国有企业所持基金份额是否需通过产权交易机构公开进行交易, 尚未在私募基金领域形成统一规定, 实务中目前各地国资监管部门也多无强制性要求。在S基金领域, 北京市国资委等部门于2021年6月联合发布的《关于印发<关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见>的通知》(“**北京指导意见**”)规定了支持各类国资相关基金份额通过北京股权交易中心份额转让试点转让交易, 但从语义上看并非强制要求北京市国资相关基金份额必须进场交易。而上海市国资委于2021年3月出台的《上海市国有私募股权和创业投资基金份额转让监督管理办法(试行)》(“**上海试行办法**”)⁹明确规定了上海市范围内的国有份额转让入场交易的要求, 即上海市国有企业所持份额的转让均需要入场交易, 且应当定向通过上海股权托管交易中心进行。

就国有基金份额转让是否需进行评估, 北京指导意见明确规定了可采取市场化方式确定最终转让价格, 首次转让报价应以评估或估值结果为基础; 上海试行办法则明确规定了以评估为原则, 若因客观条件限制, 无法获取评估必需工作

资料、无法有效履行必要评估程序的, 可以采用估值报告, 并按照相关要求备案。

➤ 拟转让基金份额的定价

在市场下行且投资基金普遍面临退出难题的情形下, 在份额转让交易中, 买卖双方很可能在基金份额的折价和定价上存在分歧。目前市场上采用的估值方式包括NVA估值法、参照最近一次并购交易估值等, 更为普遍采用的方式选择第三方估值机构对投资基金的底层标的进行估值, 以达到价格公平目的。但由于投资基金份额在市场上基本无流动性, 也没有可比的市场交易价格, 如何合理确定基金份额公允价值也需要各方充分协商沟通。

➤ 转让涉及的其他合伙人同意

实务中, 投资人转让投资基金份额, 一般需要取得普通合伙人(General Partner, “**GP**”)或其他投资人的同意, 在办理工商变更时亦需要其他投资人配合签署决议文件及其他工商文件。因此, S基金份额转让未依照有限合伙协议约定得到GP或者相关合伙人同意、受让方不符合有限合伙协议约定的投资者要求等都可能導致交易的失败。投资人可结合具体商业谈判情况在签署的基金合同中明确约定LP转让基金份额无需其他合伙人同意, 且其他投资人应给与必要的配合

9.但值得注意的是, 上海试行办法目前为依申请公开的文件, 并未主动对外公示, 且处于试行阶段, 或将根据试行情况做进一步调整。

(一般GP亦会要求受让方需满足特定条件,如合格投资者标准、不影响底层标的上市等)。

第三部分\

投资基金向LP分配实物资产

在投资基金尚未完成从项目中变现退出、而LP希望退出投资基金但无法实现份额转让等情形下,各方可能会考虑投资基金直接将实物资产分配给LP的方案。投资基金所持资产通常为未上市企业的股权或者已上市公司的股票,本节分别针对两类资产的实物分配的操作要点予以介绍:

1.上市公司股票的实物分配

目前市场上部分投资基金的存续期限已届

满,但在现阶段出售上市股票并向LP进行收益分配,也许并非合适时点;此外,不同LP对于股票抛售策略也可能存在不同意见。为了满足不同投资人的需求,实现多元化退出通道,证监会于2022年7月8日宣布启动私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点;基金业协会于2022年11月15日在资产管理业务综合报送平台发布了《关于接受私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点申请材料的通知》。

2022年10月14日,证监会在其官方网站公布已原则同意上海临理投资合伙企业(有限合伙)的实物分配股票试点申请。截至本文完稿时,证监会或其他相关方均未公布具体分配方案等信息,后续我们也会持续关注。

上市公司股票实物分配试点规则的具体要点如下:



序号	事项	内容
(一) 试点基金要求		
1.	试点基金类型	私募股权基金、创业投资基金
2.	试点基金组织形式	未限制基金的法律形式, 契约型、合伙型和公司型均可
3.	试点基金阶段	未限制基金股票实物分配的基金阶段, 重点面向基金运营过程中(尚未进入清算及注销阶段)的股票分配
(二) 股票实务分配的限制情形		
4.	投资者要求	参与实物分配股票的投资者, 不得存在以下情形: ● 为该上市公司的实际控制人、控股股东、第一大股东(含一致行动人); ● 为该上市公司董事、监事、高级管理人员; ● 投资者不具备证券市场投资资格。
5.	股票要求	实物分配的股票需为私募基金持有的上市公司首次公开发行前的股份, 且存在以下情形时不得参与试点: ● 作为上市公司控股股东、实际控制人、第一大股东(含一致行动人)持有的上市公司股份; ● 持有的上市公司股份尚未解除限售; ● 持有的上市公司股份依照有关规则或者承诺不得减持; ● 持有的上市公司股份涉及质押、冻结、司法拍卖; ● 持有的上市公司股份存在违法违规等情形。
(三) 减持要求		
6.	减持规定	实物分配股票应适用有关减持规定, 包括但不限于: (1)《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》; (2)《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定(2020年修订)》。
7.	减持额度要求	私募股权创投基金可以占用集中竞价交易减持额度进行股票分配, 也可以占用大宗交易减持额度进行股票分配, 占用减持额度后, 相应扣减该基金的总减持额度。
(四) 交易方式要求		
8.	实物分配股票的方式	非交易过户
(五) 信息披露要求		
9.	信息披露要求	私募基金应按照《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》以及信息披露有关规定, 履行相应的信息披露义务。

序号	事项	内容
(六) 申请流程		
10.	申请流程	向基金业协会提出试点申请及具体操作方案。操作方案应包括但不限于：(1) 适用主体情况；(2) 减持规则适用情况；(3) 信息披露情况；(4) 非交易过户情况；(5) 防范内部交易和利益冲突方案；(6) 按照基金合同约定，就实物分配事项履行决策流程情况。(7) 与私募基金托管人相关的安排等。

2.非上市公司股权的实物分配

如LP分配的实物资产为非上市公司股权，由于股权变现渠道有限、操作较为复杂等原因，除专项基金外，实务中往往较少采用，但也不时有基金管理人及投资者出于各种需求就相关操作向我们进行咨询。根据我们的经验，若基金拟对所持非上市股权进行实务分配的情形，在实际操

作过程中主要关注点如下：

➤ 定价机制

由于非上市公司股权不具备流通性，通常较难参照市场公允价值来定价。目前市场上比较常见的方式包括基金管理人自主定价、协商定价和独立评估机构估值定价等：

定价方式	关注点
基金管理人自主定价	赋予基金管理人权限较大，实践中较容易受到LP的质疑；如后续发生争议，基金管理人也较难证明定价的合理性。因此，无论对于LP或管理人，在基金文件或实操中均慎重采取该等定价方式。
协商定价	由基金管理人及投资人通过协商的方式，共同确定非上市公司股权的价格。该等方式合规风险较小，且后续发生争议的可能性也较低。为避免潜在争议，建议在基金管理人及投资人同意的分配方案中明确说明协商确定的价格以及该价格的确定方式。
独立评估机构估值定价	相对公允，是目前市场上常见的定价方式。但由于目前市场上选择不同的评估机构可能导致评估价值差异较大，投资人需关注评估机构的确定机制。基金合同一般会约定由基金管理人聘请评估机构进行评估，有利于分配提高效率；但部分基金也会采取由基金管理人和投资人分别聘请独立评估机构的方式，以两家评估机构确定的评估价值的算术平均值作为定价依据；或者采取由基金管理人和投资人共同选定一家评估机构进行估值的方式。

➤ 分配比例如何确定

在确定实物资产的价值后，基金管理人(或执行事务合伙人)将根据基金合同的约定或各方协商一致的分配方案对实物资产进行分配。

基金合同通常可约定基金管理人(或执行事务合伙人)向合伙人进行非现金分配时，视同对该等实物资产已经进行处置，根据确定的价值按照现金收入分配规定的原则和顺序进行分配。

对于不接受非现金分配的投资人，可预先在基金合同中约定、或者在分配时另行协商约定由基金管理人(或执行事务合伙人)代表该投资人在取得该等分配后变现相关资产，并根据基金管理人(或执行事务合伙人)与该投资人之间的约定将变现的收益支付给该投资人。

➤ 部分现金、部分实物分配的可行性

在实务中，在进行实物资产分配时，亦可能存在部分投资人接受非现金分配，部分投资人接受现金分配的特殊情况。在该等情况下，建议由基金管理人和相关投资人共同协商一致确认具体分配方案，对实物分配及现金分配的比例、获得实物分配投资人向获得现金分配投资人的现金补足(如接受现金分配投资人未足额取得基金合同项下应取得的收益)等做好安排，避免后续发生争议或存在不公平对待投资者的问题。该方式也有公开案例¹⁰可参考：

根据盛科通信(预披露)于2022年7月公布的《发行人及保荐机构关于上市委会议意见落实函的回复》，2021年5月，盛科通信一有限合伙基金股东进入合伙协议约定的退出期，经合伙人大会决议，对一合伙人59.90%份额进行对应的项目股权分配，对其他合伙人合计40.10%份额对应的项目股权通过在北京产权交易所公开挂牌的方式进行转让出售变现并进行现金分配。

➤ 基金决策流程

投资基金向投资人分配非上市企业股权，通常需要根据基金合同的约定取得合伙人大会或顾问委员会(一般由LP委派)的决议通过。实务中，部分LP因内部审计及审批流程(如保险公司)等原因并不愿意获得实物资产分配，通常会在投资时要求与基金管理人签署补充协议，要求基金管理人协助处置非上市企业股权后再向该等投资人进行分配。

由于非上市企业股权流动性较差，基金管理人是否能够成功处置股权存在不确定性，一般不建议在协议中将协助LP处置非上市企业股权作

10. 来自盛科通信(预披露)于2022年7月公布的《发行人及保荐机构关于上市委会议意见落实函的回复》

为管理人的强制性义务。如届时发生分配非上市企业股权的情形,建议管理人与LP提前协商具体处理方式,避免后续发生争议。

➤ 与被投企业相关的外部程序

除投资基金层面的决策流程外,分配非上市企业股权,对于被投企业而言系一项股权转让,还应根据公司法以及被投企业的章程等组织性文件,取得持有被投企业过半数或其他比例表决权的股东同意、其他股东放弃优先购买权等;若

涉及国资监管等特殊情况,还需考虑与相关规则要求的衔接。

3.实物资产分配的涉税要点

在实物资产分配的模式下,不同形式的投资人(企业投资人和个人投资人)在取得实物资产时点以及未来处置实物资产时点的税务影响有所不同。

(1) 所得税

投资人类型	要求
企业投资人	根据《企业所得税法》等相关规定,企业的收入包括以货币形式和非货币形式的收入。因此,对于企业投资人来说,取得实物分配也会被认为取得非货币形式的收入,应:(1)按照 分配时点 的实物资产公允价值计算投资收益缴纳企业所得税;(2)未来企业投资人 处置实物资产时 ,资产出售所得与实物资产分配时点的股票公允价值之间的差额作为投资人的投资收益所得,计算缴纳所得税。
个人投资人	根据《个人所得税法》等相关规定,个人所得的形式,包括现金、实物、有价证券和其他形式的经济利益。所得为有价证券的,根据票面价格和市场价格核定应纳税所得额。因此,个人投资人无论是获得基金现金分配,还是实物资产分配,个人投资人均应当确认所得并缴纳个人所得税。

虽然从税法规定上看,个人所得税缴纳有比较明确的约定,但在实践中,个人在未获得现金的情形下需先缴纳个人所得税,很可能会导致个人投资人对于实物分配方案的排斥。此外,个人投资人未来处置该等实物资产时如果出现市场价格下跌情况,在后续缺少退税机制的情况下,将导致个人额外承担税负成本。因此,针对个人投资人的实物分配个人所得税处理,建议届时与

税务机关具体沟通纳税义务发生时点、递延纳税可行性等事宜。

(2) 增值税

增值税缴纳应仅适用于企业投资人。由于企业投资人对投资基金的投资原则上是非保本保收益的投资行为,因此我们理解企业投资人获得该实物资产分配应不涉及增值税。但是,对于股票而言,企业投资人未来减持股票时需要

按照“金融商品转让”计算缴纳增值税。

第四部分\

结语

实务中,投资基金存在退出项目投资、转让基金份额、分配资产退出等等多种退出方式,无论采取何种退出方式,投资基金、基金管理人及投资人均需关注其中可能涉及的监管合规要求;如操作不当,后续可能会产生各种类型的司法争议及纠纷;同时,基金管理人及投资人可在基金募集时,有针对性地通盘考虑标的基金未来各种退出路径的可实现性,并在架构设计、协议条款中提前作出设计安排,为投资人的退出“保驾护航”,也使管理人自身投后管理和退出运作更加得心应手。 ☞

张姝琪和马尧力对本文亦有贡献



刘新辉
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2074
liujason@zhonglun.com



卞嘉虹
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5780 8462
bianjiahong@zhonglun.com



中伦研究院出品

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。