

私募基金退出系列——专题一：PE/VC基金实物分配股票的路径解析及展望

作者：汤雪 徐国创 徐启飞 杨慧 李晗菲

在私募投资基金的募集、投资、管理、退出的四个核心环节中，退出环节至关重要，其直接关系到基金的变现能力及为投资人创造的最终价值。基金不仅需投资于好的投资项目，更重要的是，基金管理团队需选择恰当的退出机制、退出渠道、退出节奏、退出时点及退出价格，锁定投资的账面价值，实现基金资本的增值及收益。

据统计，截至2021年末，中国PE/VC基金规模已达到13.14万亿元，同比增长13.67%，位居世界第二。PE/VC基金累计投资于境内未上市未挂牌企业股权、新三板企业股权和再融资项目数量达16.87万个，为实体经济形成股权资本金10.05万亿元。2021年PE/VC基金退出项目数量1.85万个，以境内上市方式退出本金822.97亿元，同比增长48.5%，整体回报倍数达3.35倍。

多样化的股权投资退出机制及退出渠道是PE/VC基金市场成熟的重要标志。为进一步拓宽股权投资和创业投资退出渠道，完善基金行业“募投管退”良性循环生态体系和营商环境，近年来，证监会、基金业协会及相关部门陆续从多个维度，积极优化和创新人民币基金市场的退出渠道，例如建立上市公司创投基金股东减持股份“反向挂钩”机制、发展S基金及S交易市场、简化基金的清算程序、启动PE/VC基金向投资人实物分配股票试点工作等。

在私募基金退出系列文章中，我们将站在私募基金退出的前沿及创新角度，结合境内外基金市场的最佳行业实践，从法律的视角来分享和探讨私募基金退出的新思路。



一、PE/VC基金的分配形式

投资人投资PE/VC基金的核心目的是为了获得理想的投资回报。因此，无论在境外基金市场还是境内基金市场，大多数PE/VC基金的分配形式原则上均以现金分配为主，非现金分配为辅。具体而言，在基金运营期间内，基金管理人原则上应采用现金及高流动性的资产（公开交易证券）进行分配，并在特定条件下采取其他非现金分配；在基金进入清算期或触发特定条件时，基金管理人基于基金及投资人的整体利益或与特定投资人的相关约定，可选择采用非现金的资产/权益向投资人进行分配。

按照境内外基金市场惯例，基金管理人通常会在基金文件中同时约定现金分配机制及非现金分配机制。但是，在人民币基金市场中，非现金分配受限于诸多监管规定且当前的企业登记制度及证券登记结算制度缺乏对应的配套机制，导致非现金分配在执行层面困难重重。因此，境内人民币基金实物分配的总体数量及规模远低于境外基金。

1.基金的现金分配

基金的现金分配系指，基金进行任何分配前，基金管理人应将基金的相关收入（包括基金来源于投资项目的分红、股息、利息及项目处置收入、临时投资收入及其他收入）进行处置及变现，并在扣除基金应支付（或预留）的费用、税费、债务及其他义务的金额后向投资人进行分配。

2.基金的非现金分配

基金非现金分配也称为实物分配或原状分配，基金管理人不对基金持有的特定资产进行变现，而是将基金持有的该

等资产或权益直接分配（转让）给投资人，非现金分配完成后，基金将退出被投资标的并且投资人将成为投资标的直接权益持有人。

• **非现金分配的资产类别：**通常包括（i）公开交易证券（限售期已届满且其他限制亦已解除的证券）；（ii）不可公开交易的证券；（iii）非上市企业的股权/权益；及（iv）其他资产。

• **非现金资产的定价机制：**基金管理人应事先在基金文件中明确规定非现金资产的定价机制。根据人民币基金市场惯例，（i）对于公开交易的证券，通常以分配决定之日之前或之后一段时间（例如5-10个交易日）内该等证券的每日加权平均价格的算术平均值确定其价值；（ii）对于即将实现公开上市交易的证券，通常以该等证券的上市交易价格与上市后一段时间（例如5-10个交易日）内该等证券的每日加权平均价格的算术平均值确定其价值；（iii）对于未上市企业的股权或其他资产，通常按照基金管理人单独选定的或与咨询委员会（或合伙人会议）共同选定的评估机构评估的市场公允价值确定其价值。对于前述（i）及（ii）中采用分配决定之日之后的证券市场价值作为定价参考的，将导致基金管理人在分配决定日后才能确定最终的基金分配价值，因此在该等情况下，在基金管理人确定各合伙人最终应分配的证券前，将先预留一部分证券，以便于最终分配的价值调整。

• **非现金分配比例及分配对象：**通常情况下，全体投资人应按出资比例共同参与非现金分配，除非全体合伙人事先同意仅向特定投资人定向非现金分配，其余投资人进行现金分配或继续持有基金份额。在全体合伙人均参与非现金分配的情况下，基金管理人做出非现金分配决定之日（“**非现金分配决定日**”）即视为基金已经处置了相关投资项目并已按照现金分配的**顺序**向各投资人及基金管理人完成了分配，包括基金管理人或关联方应取得的业绩报酬（Carried Interests）。在仅特定投资人参与定向非现金分配的情况下，基金管理人需事先确定所有投资人间接持有的非现金资产份额，并确保未参与非现金分配的投资人认可定向分配安排且定向分配机制不会影响其他投资人的经济利益。

• **非现金分配的执行：**基金分配未上市公司股权涉及投资标的企业的股东变更及企业登记机关的工商变更程序，分配上市公司的证券涉及在中国证券登记结算有限责任公司（“中证登”）办理非交易过户。对于因自身投资政策等原因不接受非现金资产的投资人，通常需委托基金管理人或第三方协助变现资产，但变现过程中产生的价值波动、损益变化及相关税费均需由该投资人自行承担。

• **非现金分配的税务影响：**对于投资人而言，投资人取得股票的实物分配所得，应根据《企业所得税法》、《个人所得税法》等相关税收法律法规的规定，计算缴纳企业所得税或个人所得税。此外，对于基金而言，也需考虑因股票等实物分配而可能产生的相关税负。整体而言，在进行相关实物分配之前，建议根据拟分配的实物类型、投资人身份等各项因素，通盘考虑相关方的税务影响。



二、股权投资基金的股票实物分配

通过证券二级市场出售上市公司股票是PE/VC基金退出的一个重要渠道。根据《2021年度 VC/PE机构A股退出报告》，2021年全年，在持有上市公司5%以上股份的VC/PE机构的实际退出中，共有543家VC/PE机构进行了4019次减持，涉及减持总额共计2049.26亿元，同比增长30.29%。

此外，特定投资于Pre-IPO、战略配售及上市公司非公开发行或交易（包括定向增发、大宗交易、协议转让）的PE基金逐年增加，证券二级市场退出已成为该类基金最核心的退出途径。

实务中，对于基金退出特定上市公司的最佳退出时点、退出节奏及退出价格，基金管理人及基金各类投资人的判断往往存在差异，尤其在一些项目退出时，部分投资人希望继续持有股票，部分投资人希望尽早变现股票或控制基金减持股票的节奏和价格。因此，如基金可灵活地实物分配股票，将更好的兼顾投资人的差异化需求，平衡投资人

之间的利益，并给予基金管理人及投资人更多的退出选择。

2022年7月8日，证监会网站发布消息称，证监会将启动私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作（“**试点股票实物分配机制**”），以完善PE/VC基金非现金分配机制及拓宽退出渠道。通过该试点机制，PE/VC基金可将其持有的上市公司首次公开发行前的股份通过非交易过户方式向投资者进行分配。

事实上，试点股票实物分配机制启动前，基金在清算/注销阶段已可采用非交易过户方式进行股票实物分配（“**现行股票实物分配机制**”）。而与前述现行股票实物分配机制不同，此次试点机制的重点将着眼于基金运营过程中（基金尚未进入清算及注销阶段），基金管理人可依据基金文件分批次向投资人进行股票实物分配。

1. 现行股票实物分配机制与试点股票实物分配机制的要点总结

事项	现行股票实物分配机制	试点股票实物分配机制
交易类型		非交易过户
股票实物分配的操作规范	《证券非交易过户业务实施细则（适用于继承、捐赠等情形）》《中国证券登记结算有限责任公司上海分公司营业大厅业务指南》《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券非交易过户业务指南》	证监会尚未发布具体试点机制的操作规范
适用主体的法律形式	仅限于公司制、合伙制的实体（包括基金或基金下设的直接持股主体） 注：契约型基金不适用	无限制基金的法律形式 注：如基金不是直接持有上市公司股票，而是通过 SPV 间接持有上市公司股票，是否仍可以申请试点，待证监会进一步明确
股票的取得方式	无限制股票取得的方式，即基金在上市公司首次公开发行（IPO）前已持有的股份或通过战略配售及上市公司非公开发行或交易（包括定向增发、大宗交易、协议转让）持有的股票都可适用	现阶段的试点仅适用于基金持有的上市公司首次公开发行（IPO）前的股份
基金的适用阶段	基金（或基金下设的直接持股主体）已完成注销或处于待注销状态	无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
股票实物分配的限制情形	无明确限制	下述情形不得参与试点： ● 基金及/或基金投资人是上市公司控股股东、实际控制人、第一大股东(含一致行动人) ● 基金投资人是上市公司董事、监事、高级管理人员 ● 基金持有上市公司股份尚未解除限售 ● 基金持有上市公司股份依照有关规则或者承诺不得减持 ● 基金持有上市公司股份涉及质押、冻结、司法拍卖，或者存在违法违规行为等情形 ● 基金投资人不具备证券市场投资资格等情形
股票锁定期及减持限制的影响	需遵守《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》《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)》等有关减持规定（“减持规定”）。关于PE/VC基金锁定期及减持限制的具体要求及条件，详见本所此前发布文章《投后管理实务之A股IPO上市后退出路径及注意事项》 ¹ 及《创投基金实务指南之专题五：创投基金的退出优惠政策》 ²	
	若实物分配的股票处于锁定期，过入方（基金投资人）需承诺遵守有关锁定期、减持规则和承诺的限制	● 锁定期的股票不能用于试点的实物分配机制³ ● 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
申请流程及申请材料	基金（或基金下设的直接持股主体）应按照中证上海分公司或深圳分公司关于“法人资格丧失所涉证券变更登记(过户)业务”的相关规定提出申请，并提供相关的申请材料，包括： ● 证券非交易过户登记申请表 ● 非交易过户过入方（即基金投资人）的主体资格证明文件及其他基础材	证监会及基金业协会尚未发布具体的试点申请流程及申请材料。有意向参与试点且符合条件的基金管理人可在充分论证的基础上向基金业协会提出试点申请及具体操作方案

	料 ● 法人资格状态证明文件：基金协议及基金解散决议（如尚未完成注销）或登记机关出具的注销证明文件（如已完成注销） ● 证券权属证明文件：基金清算报告及清算公告 ● 申请人有效身份证明文件及复印件 ● 须经批准或备案方可进行的股份转让，需提供有关部门的批准或备案文件等 中证登业务人员受理申请后对申请人提交的材料完成审核，审核通过并收讫印花税和过户费后予以办理证券变更登记手续。证券变更登记手续完成后，申请人可相应领取过户登记确认书	
--	---	--

2. 现行股票实物分配机制的相关案例

经我们查询，现行股票实物分配机制下已有基金或一般合伙企业基于法人资格丧失情形以非交易过户形式向其合伙人进行了股票实物分配。相关案例情况如下：

序号	股票实物分配主体	类型	非交易过户的上市公司股票	具体路径
1.	上海文广投资管理中心（有限合伙）	私募股权投资基金	600637 东方明珠	基金存续期届满，经全体合伙人同意基金将其所持东方明珠 85,970,800 股股票以非交易过户形式直接划转至各合伙人的股票账户 此外，因东方明珠控股股东上海文化广播影视集团有限公司（以下称“控股股东”）同时也为基金的有限合伙人，上述划转完成后，控股股东直接及间接合计所持东方明珠的股票数量未发生变化，直接持有东方明珠的股票数量由 1,549,911,529 股增加至 1,569,830,431 股，对东方明珠的表决权比例由 45.39% 增加至 45.9754%
2.	长沙共举企业管理合伙企业（有限合伙）	一般合伙企业	002533 金杯电工	合伙企业清算注销，按照法人资格丧失办理非交易过户，将其持有的金杯电工 100,310,992 股股份按实缴出资比例分配给全体合伙人 此外，因分配的上市公司股份涉及限售承诺，为保证合伙企业所作出的股份限售承诺的承接履行，合伙企业合伙人也已分别承诺在该合伙企业承诺的股份限售期内不得转让

3. 试点股票实物分配机制的展望

试点股票实物分配机制给基金退出带来了新的选择，长远来看，试点机制将有利于提高 PE/VC 行业的退出效率以及满足不同投资人的投资偏好。PE/VC 基金何时能成规模的开展股票实物分配以及进一步拓宽可参与试点的上市公司股票标的，还取决于证监会、基金业协会、中证登及相关监管部门出台基金股票分配的试点操作细则，进一步明确 PE/VC 基金参与试点的具体要求及条件、申请流程及操作细则、税费安排、信息披露要求等。

1. 点击阅读 [《投后管理实务之A股IPO上市后退出路径及注意事项》](#)

2. 点击阅读 [《创投基金实务指南之专题五：创投基金的退出优惠政策》](#)

3. 试点股票实物分配机制并未限制基金股票实物分配的基金阶段，尽管“不得参与试点的情形”中明确排除了锁定期内的股票参与试点，但理论上基金已完成注销或处于待注销状态亦可参与试点，在此情形下，理解可参照左述现行股票实物分配机制执行，具体操作尚待监管机构进一步明确。

2022-07-11