

政府性基金系列研究之三： 把握政府投资基金运作特点需要了解的九大方面（上篇）

自财政部于 2015 年年底发布实施《政府投资基金暂行管理办法》（财预(2015)210 号，以下简称“**210 号文**”）以来¹，十年时间里，承担助力地方产业转型升级和发展、支持地方创新创业使命的地方政府投资基金发展迅速。根据清科创业(01945.HK)旗下清科研究中心统计，210 号文出台后，仅 2016 年年度设立政府引导基金已高达 392 只，目标规模约 3 万亿元人民币；截至 2023 年，我国累计设立政府引导基金 2,086 只，目标规模约 12.19 万亿元人民币。²在经济市场倍受各种因素冲击的大背景下，政府性出资对于市场经济活力的恢复发挥主导作用³，也成为目前私募基金市场上最主要的出资来源。

政府投资基金作为一种特殊类型的投资资金，在监管上有其特殊的要求。210 号文出台后，各地也陆续出台了地方政府投资基金的规则和政策。在长期的实践中，地方政府投资基金也形成了一些特有的操作模式、习惯和问题。了解这些特有模式、习惯和问题，无论是对于政府投资基金自身的建设，还是基金管理人⁴与政府投资基金的合作，均具有重要的参考意义。本文将结合 210 号文、地方性规则以及一般实践操作，就地方政府投资基金在监管和运作上的一些特殊模式、习惯和问题进行总结和分析，以供读者参考。

■ 运作模式

从“母基金模式”到“母基金+直投模式”。根据 210 号文第 2 条规定，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。实操中政府投资基金一般采用“母基金”的运作模式，即通过政府预算安排一部分资金成立政府投资基金，由政府投资基金作为母基金通过杠杆作用吸引社会资本、市场化投资机构成立参股子基金（以下简称“**参股子基金**”），并最终由参股子基金投向政府支持的领域。但近年来，参股子基金普遍存在退出难，返投落实难的情况，再加上地方政府投资基金自身团队建设的加强和经验的积累和增加，地方政府投资基金开始探索直投模式以掌握投资的主动权，“母基金+直投”的组合模式逐渐成为越来越多的选择。不管是母子基金模式，还是直投模式，财政资金并不以获取被投资企业股权的资本增值收益为首要目的，而是为所支持的产业和领域提供中长期资本供给，达到预期的政策目标后即时退出，实现财政资金的滚动循环使用。

政府投资基金必须设立为私募基金吗？从 210 号文对于政府投资基金的定义来看，政府投资基金是财政安排的一笔专项“资金”，而非法律实体。210 号文及相关规则未规定政府投资基金必须采用在中国证券投资基金业协会（以下简称“**中基协**”）备案的私募股权投资基金的形式。因此，虽然政府投资基金带有“基金”二字，但不能等同于私募股权投资基金。实践中，政

北京市柯杰律师事务所

总机: 8610 6506 9866 传真: 8610 6506 9863

北京市朝阳区工体北路8号院三里屯SOHO写字楼C座18层 (100027)

www.kejielaw.com

北京 | 上海 | 香港

府投资基金既可以采用“私募股权投资基金”的形式（例如江苏省政府投资基金（有限合伙）、福建省省级政府投资基金有限公司），也可以采用非“私募股权投资基金”的形式（例如湖北省投资引导基金有限公司）。在“私募股权投资基金”模式下，政府投资基金的运作模式与一般的私募基金相同，只是同时还需受制于政府投资基金的相关监管规则。在非“私募股权投资基金”模式下，通常是由财政下属的企业（多是地方金融控股公司下属的全资企业）接收财政的专项“资金”作为注册资本，成为政府投资基金。在这种模式下，因为本质上政府投资基金是使用自有资金进行投资活动，不存在募集他人资金进行投资活动的行为，因此不属于私募股权投资基金，也不需要受到私募基金相关规则的监管。

政府投资基金的管理模式。非“私募股权投资基金”形式的政府投资基金并不要求由在中基协登记的管理人进行管理。实操中，这种形式的政府投资基金主要衍生出两类管理模式。第一种是自行管理，即政府投资基金自身自行进行管理，即基金主体与管理主体合一，例如辽宁产业投资基金。第二种是委托管理，即基金主体与管理主体分离。委托管理模式下，又包括两类。一类是，由地方财政下属的专门的管理公司进行受托管理，但因为其管理的并非私募基金，所以无需取得私募基金管理人资质。另一类是，通过招募市场上有专业管理能力和经验的基金管理机构（通常地方政府会要求其取得私募基金管理人资质）进行受托管理，以加强政府投资基金管理的专业化水平和市场化程度。例如湖北省投资引导基金有限公司通过公开遴选中金资本、深创投两家中国头部基金管理机构共同受托管理引导基金。⁴

■ 出资模式

分批次出资+出资先决条件。在私募基金领域，常见的 call 款方式有两种，第一种方式为分批 call 款，即按照私募基金整体认缴规模的一定比例分批 call 款，例如按照 30%、30%、40%比例分三期 call 款，或按照每期 25%的比例分四期 call 款等，具体由商业谈判结果决定。第二种方式为按项目 call 款，即在拟投资项目已通过参股子基金内部投委会决策，甚至是参股子基金已与拟投资企业签署完毕投资协议后，管理人再按照拟投资项目的投资金额向投资人 call 款。不管是从资金安全性角度来看，还是从资金使用效率角度来看，第二种 call 款模式显然更具优势，因此也是市场化私募基金最普遍采用的方式。

但就政府投资基金对参股子基金的出资而言，根据 210 号文第 24 条规定，“各级政府单独出资设立的投资基金，由财政部门根据年度预算、项目投资进度或实际用款需要将资金拨付到投资基金。政府部门与社会资本共同出资设立的投资基金，由财政部门根据投资基金章程中约定的出资方案、项目投资进度或实际用款需求以及年度预算安排情况，将资金拨付到投资基金”。由于地方政府投资基金的出资来源是纳入政府预算的财政资金，其请款用款需要履行一定的手续和流程。如采用按项目 call 款模式，地方政府投资基金自财政部门申请拨款的流程会比较频繁，因此，地方政府投资基金参与的参股子基金更多会选择第一种 call 款模式，即分批 call 款。但在分批 call 款模

式下，因为 call 款和项目没有紧密绑定关系，为了避免在前批次出资款未充分使用或使用未达政策目标的情况下就 call 下期款，政府投资基金通常会对后续批次 call 款设置一定的先决条件，常见的包括：上一期实缴出资的 70% 已实际用于项目投资、下一期实缴出资对应储备项目清单和投资计划已明晰、阶段性返投等政策目标已完成等。如果先决条件没有满足，政府投资基金可以暂停后续出资。

最晚出资要求。早些年，出资顺位并不是政府投资基金特别关注的问题，但实践中经常出现政府投资基金的出资到位后，其他资金无法及时募集到位，导致参股子基金无法按时成立，政府投资基金出资闲置的情况。因此，政府投资基金开始关注其他资金的募集和到位情况，并相应调整了自身的出资策略，要求在其他资金出资到位后，政府投资金再最晚出资。于是，最晚出资逐渐变成了地方政府投资基金的普遍性要求，而且很多地方政府投资基金的规则中会明确要求这一点。如果存在多个地方政府投资基金或政府主体共同出资的，一般而言，级别高的地方政府投资基金要在级别低的地方政府出资主体出资完成后再出资，例如省级政府投资基金要在市、区级政府出资主体后打款。但如果存在同级别的政府出资主体共同出资的，通常会要求同时打款。如何实现上述最晚出资或共同出资，需要在条款上进行相应的技术设计。

■ 豁免嵌套

政府投资基金可豁免嵌套。根据《私募投资基金监督管理条例》（以下简称“《私募条例》”）第 5 条⁵、第 25 条⁶以及《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第 22 条规定⁷，私募基金作为资管产品，其所投资的私募基金，不得再投资私募基金（即嵌套不得超过两层）；但“运用一定比例政府资金发起设立或者参股的私募基金”不视为一层资产管理产品。

何为“运用一定比例政府资金发起设立或者参股的私募基金”？2023 年 9 月生效的《私募条例》尚未就此作出明确规定。历史上的监管口径多会引用于 2018 年 4 月 27 日发布实施的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的配套文件《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》进行认定。《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》第 6 条规定，符合该通知规定认定标准的政府投资基金接受资产管理产品及其他私募投资基金投资时，不视为一层资产管理产品。前述认定标准具体包括：第一，满足“中央、省级或计划单列市人民政府（含所属部门、直属机构）批复设立，且批复文件或其他文件中明确了政府出资的；政府认缴出资比例不低于基金总规模的 10%，其中，党中央、国务院批准设立的，政府认缴出资比例不低于基金总规模的 5%”条件；第二，符合 210 号文规定的“政府投资基金”⁸。这一认定口径也在《司法部、证监会负责人就〈私募投资基金监督管理条例〉答记者问》⁹中得到印证。

豁免嵌套与基金群。政府投资基金豁免嵌套的逻辑在于，政府投资基金的目

的是通过发挥政府资金的引导和杠杆作用，吸引和撬动更多社会资本和其他资金投向政府支持的领域。因此，理论上嵌套的层级越多，越能发挥政府资金的杠杆和放大作用。得益于政府投资基金豁免嵌套的政策，一些地方政府开始从总体上设计和规划地方的基金体系，发起和组建政府投资基金集群或基金矩阵。这样一方面可以整合政府的资金，通过顶层设计，统筹整个地区内政府投资基金的投向和产业发展规划；另一方面，可以最大限度发挥政府性资金的杠杆和放大作用。从而避免多头出资、多头管理情况下，要么基金投向过于分散，对当地产业发展支持有限；要么在某一领域过于集中，导致重复建设、相互竞争、产能过剩等问题。例如湖北省政府投资引导基金按照“9+N+X”模式构建参股基金矩阵，聚焦省委、省政府明确的“三高地、两基地”建设等重大战略、重点产业和领域开展投资活动，培育发展新质生产力¹⁰。

■ 合规观察员机制

更倾向于委派合规观察员而非投委。政府投资基金投资参股子基金的主要目的并非获取资本增值收益，而是通过撬动社会资本来充实地方产业和经济的资本供给，因此，政府投资基金对于参股子基金的投资活动的首要关注点不是投资项目的收益率，而是资金管理和运作的规范性以及政府政策目标的实现。另一方面，从责任和风险角度来看，地方政府投资基金通常会尽量避免参与项目的投资决策，以免承担投资专业判断方面的责任和风险。此外，一些地方政府投资基金本身缺乏专业的直投业务团队，也难以对直投项目做出专业判断。前述种种因素导致很多地方政府投资基金更倾向于向参股子基金的投资决策委员会（以下简称“**投委会**”）委派观察员而非投委会委员。该等观察员没有投资决策权，仅有知情权以及合规性审核权。

合规观察员机制如何运作？观察员行使合规性审核的方式有多种，例如事前合规性审核、事后合规性提示等。由于临投资流程的不可逆，事后提示合规性风险将导致整改难度加大，实操中，地方政府投资基金多采用事前合规性审核机制，即在投资方案上报投委会决策前，先由观察员就投资方案的合规性（重点是投资领域、投资地域、投资方式、投资比例等是否符合基金协议的约定）进行审核；在经观察员审核通过后，方可提交投委会审议决策；如果观察员的合规审核未通过，则不得提交投委会审议。通过观察员机制，一方面，地方政府投资基金可以对参股子基金的投资活动的合规性进行监督，另一方面，也可以完整了解拟投资项目的具体信息以及讨论表决情况，从而避免参股子基金从事偏离政策目标的投资活动。

对于采用事前合规性审核机制的合伙制参股子基金，需要关注的是：为避免突破有限合伙人的“安全港规则”，被认定为有限合伙人执行合伙事务，或被认定为地方政府投资基金实质决定投委会的决策方案从而架空基金管理人的职权，建议在参股子基金的基金协议中，明确约定观察员就投资议案的事前合规性审核，仅针对有限范围内的“合规性”事项发表意见，而非针对投资项目的技术、商业可行性等做出判断，也并非参与投资决策。

■ 强制退出机制

政府投资基金的强制退出要求。从提高财政资金的使用效率以及资金安全的角度出发，地方政府投资基金在参股子基金的基金协议中，通常会根据 210 号文¹¹及其适用的地方性规则，要求约定在特殊情形下无需其他投资人同意而强制退出的机制。前述特殊情形一般包括：一、地方政府投资基金拨出资一年以上参股子基金未开展投资业务的，二、参股子基金投资领域和方向不符合政策目标的，三、参股子基金未按参股子基金的基金协议约定投资的，四、锁定的参股子基金的关键人士和投委发生实质性变动等。

强制退出与封闭运作是否冲突？根据私募基金的监管规则，除监管规则预留的一定程度上的豁免空间¹²外，“封闭运作”一直是私募基金的一项重要原则和要求。地方政府投资基金投资的参股子基金，原则上也应遵循前述“封闭运作”的要求。那么政府投资基金的强制退出要求与“封闭运作”要求是否冲突呢？无论是 210 号文，还是地方性规则，均未对“强制退出”的具体退出方式做出明确规定。实践中，私募基金投资退出的方式一般包括减资退出（或合伙制下的退伙）和转让退出两种。如果地方政府投资基金要求采用减资方式退出（或合伙制下的退伙）的，则会与私募基金的“封闭运作”要求存在一定冲突。值得注意的是，《私募条例》第 5 条规定，“国家对运用一定比例政府资金发起设立或者参股的私募基金的监督管理另有规定的，从其规定”，看起来是允许政府投资基金在另有规定的情况下，可以突破国家对私募基金的监管要求。但 210 号文中规定的强制退出机制是否就可以因此当然构成私募基金“封闭运作”要求的例外，尚待相关配套监管规则进一步明确。不过我们认为，“封闭运作”是对投资人退出的限制，无论是从私募基金平等对待投资人的监管原则角度，还是从政府投资基金吸引社会资本合作的角度，政府投资基金和其他投资人在此类监管要求上应当被平等对待。

实操中如何处理？实操中，在“募资难”的大背景之下，基金管理人多会接受地方政府投资基金的“强制退出机制”，但为避免“强制退出机制”违反“封闭运作”要求继而给基金管理人带来合规性风险，基金管理人一般会要求在参股子基金的基金协议中争取约定以下限定条款：一，地方政府投资基金在行权时，须严格遵循私募基金的法律法规规定和监管要求。换言之，如地方政府投资基金要求退出的安排违反法律法规或监管要求，则基金管理人或其他合伙人有权拒绝配合。二，地方政府投资基金的“退出”仅能采用转让财产份额的方式实现地方政府投资基金的退出。前述处理方式，不仅可以满足地方政府投资基金的退出诉求，也能满足基金管理人的合规要求。但是，实践中，很多地方政府投资基金会比较保守，要求参股子基金的基金协议严格遵守 210 号文及适用的地方性规则中的要求，不同意增加任何针对政府投资基金退出的限定。从过往在中基协备案的实操口径来看，在参股子基金的基金协议中明确政府投资基金的特殊退出机制且不增加上述限定条款，一般也不会构成子基金备案的实质障碍。

以上我们介绍了政府投资基金在“运作模式”、“出资模式”、“豁免嵌套”、“合规观察员机制”、“强制退出机制”方面的特殊模式、习惯和问题，在下篇文章中，

我们将继续从“返投机制”、“绩效评价机制”、“容错机制”、“让利机制”方面进行介绍。

¹ 国家发改委于 2017 年 4 月 1 日发布实施《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规〔2016〕2800 号），提出了“政府出资产业投资基金”的概念。其与 210 号文下的“政府投资基金”的范围有一定的重合（如均为财政性出资），但也不完全等同。为方便讨论，本文将聚焦于 210 号文下的“政府投资基金”。

² 《年度盘点：新设立政府引导基金 107 只，助力产业升级转型》，具体详见：<https://free.pedata.cn/1440998437456821.html>。

³ 执中、招商银行、财联社联合出品的《中国私募股权市场出资人解读报告 2024》，“根据执中 ZERONE 统计，2023 年度全国 LP 认缴出资金额约 1.34 万亿，其中政府资金认缴出资为 8,809 亿，占比 65.6%，位居首位且超过半数，产业出资方和保险业机构紧随其后”。

⁴ 《以 200 亿撬动 2000 亿湖北设立省政府投资引导基金》，具体详见：http://czt.hubei.gov.cn/bmdt/dtyw/202307/t20230727_4769686.shtml。

⁵ 《私募投资基金监督管理条例》第 5 条，私募基金业务活动的监督管理，应当贯彻党和国家路线方针政策、决策部署。国务院证券监督管理机构依照法律和本条例规定对私募基金业务活动实施监督管理，其派出机构依照授权履行职责。国家对运用一定比例政府资金发起设立或者参股的私募基金的监督管理另有规定的，从其规定。

⁶ 《私募投资基金监督管理条例》第 25 条，私募基金的投资层级应当遵守国务院金融管理部门的规定。但符合国务院证券监督管理机构规定条件，将主要基金财产投资于其他私募基金的私募基金不计入投资层级。创业投资基金、本条例第五条第二款规定私募基金的投资层级，由国务院有关部门规定。

⁷ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第 22 条，资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

⁸ 为避免歧义，《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》第 2 条还规定了“基金投向符合产业政策、投资政策等国家宏观管理政策”、“基金运作不涉及新增地方政府隐性债务”等条件，本文不再赘述。

⁹ 根据《司法部、证监会负责人就〈私募投资基金监督管理条例〉答记者问》：……三是明确政策支持，对母基金、创业投资基金、政府性基金等具有合理展业需求的私募基金，《条例》在已有规则基础上豁免一层嵌套限制，明确“符合国务院证券监督管理机构规定条件，将主要基金财产投资于其他私募基金的私募基金不计入投资层级”，支持行业发挥积极作用，培育长期机构投资者。具体详见 https://www.gov.cn/zhengce/202307/content_6890795.htm。

¹⁰ 《湖北省政府投资引导基金 2024 年拟参股基金申报指南及管理机构遴选办法》，具体详见：http://czt.hubei.gov.cn/zfxgk_GK2020/zc_GK2020/qtzdgkwj/202402/t20240222_5093026.shtml。

¹¹ 《政府投资基金暂行管理办法》第 20 条：财政部门应与其他出资人在投资基金章程中约定，有下述情况之一的，政府出资可无需其他出资人同意，选择提前退出：（一）投资基金方案确认后超过一年，未按规定程序和时间要求完成设立手续的；（二）政府出资拨付投资基金账户一年以上，基金未开展投资业务的；（三）基金投资领域和方向不符合政策目标的；（四）基金未按章程约定投资的；（五）其他不符合章程约定情形的。

¹² 《私募投资基金登记备案办法》第 35 条：私募股权基金备案完成后，投资者不得赎回或者退出。有下列情形之一的，不属于前述赎回或者退出：（一）基金封闭运作期间的分红；（二）进行基金份额转让；（三）投资者减少尚未实缴的认缴出资；（四）对有违约或者法定情形的投资者除名、替换或者退出；（五）退出投资项目减资；（六）中国证监会、协会规定的其他情形。私募股权基金开放认购、申购或者认缴，应当符合中国证监会和协会的相关要求。

◇◇◇◇

本文作者为柯杰律师事务所张方（合伙人）、刘影。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的分析。