

### 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（下篇）

在上篇文章《政府性基金系列研究（三）——把握政府投资基金运作特点需要了解的九大方面（上篇）》中，我们介绍了政府投资基金在“运作模式”、“出资方式”、“豁免嵌套”、“合规观察员机制”以及“强制退出机制”方面的特殊模式、习惯和问题。本篇文章将对政府投资基金的“返投机制”、“绩效评价机制”、“容错机制”以及“让利机制”方面的特殊模式、习惯和问题进行介绍。

#### ■ 返投机制

为了确保参股子基金能实现“投资当地”以带动当地产业发展的政策性目标，对参股子基金和基金管理人在返投方面的要求一直是地方政府投资基金投资参股子基金的核心要求之一，也是基金管理人申请和引入地方政府投资基金时的核心关注点之一。返投要求的关键要素一般包括三个方面：返投的认定标准、返投倍数以及未实现返投目标的处理机制，具体可以参见政府性基金系列文章《2023年度地方政府性基金返投政策观察》、《政府性基金系列研究之二：地方政府性基金返投政策下的奖惩机制》。近年来，在普遍存在的返投难的大背景下，地方政府一方面在政策前端放宽了返投认定标准和返投倍数方面的要求，另一方面也在实践中不断强化返投约束机制的落地和执行，加强了对返投奖惩机制的落实要求。

**返投认定标准。**各地的规则总体上吸收了近年来不断发展的实践，更加多元化，认定标准不断放宽。同一控制下且无当地返投任务指标的基金在当地的投资等宽口径认定标准，越来越多的被地方政府投资基金所接受。

**返投倍数。**近年来多数地区的返投倍数进一步降低至1倍至1.2倍的区间内，甚至个别地方的返投倍数降至1倍以下，例如江西景德镇国控产业母基金在其子基金管理人招募公告中明确返投倍数为60%<sup>1</sup>。此外，为了保障返投要求的落实，越来越多的地方政府在基金管理人招募阶段即要求参与招募的管理人已有充足的当地项目储备。例如甘肃省省级政府基金在《甘肃省省级政府投资基金招募管理机构》中明确基金管理机构应“具备深厚的产业背景以及资源优势，在子基金投资领域拥有丰富的储备项目（尤其是甘肃省内项目）”<sup>2</sup>；再如龙江现代产业投资引导基金在《关于公开遴选黑龙江省龙江天使投资基金管理机构的公告》中明确“基金管理人在申报时应向省科技厅提供储备项目清单，储备项目须与基金投资策略和领域相匹配，且黑龙江省内储备项目的投资额高于基金首期实缴出资额的1.1倍”<sup>3</sup>。

**返投约束机制。**越来越多的地方政府投资基金要求在参股子基金的基金协议中落实返投未达到情况下的惩罚机制，包括扣减管理费、减少管理人的绩效分成、停止出资等。另一方面，在各地招商大战的背景下，能够招商外地企业到当地落地，则会受到更多的奖励。

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

虽然“GP 苦返投久已”，但在返投倍数趋近于 1 的情况下，地方政府的诉求实质变成“本地政府的资金投在本地”，对于担负促进地方经济发展使命的地方政府投资基金而言，这已经是底线性的要求。虽然实践出现了低于 1 倍返投要求的情况，但尚不具有普遍性，我们预期也不会成为普遍趋势。放宽标准、降低倍数、强化奖惩机制，背后反映的其实是两个更为深刻的问题。其一是地方政府投资基金的同质化。很多地区的政府投资基金在功能定位、重点投向和支持领域等方面重合度很高。在相同领域供给过剩的情况下，合适的投资标的就显得稀缺，返投完成的难度就变得更高，管理人的招商能力也就变得更为重要。其二是募资难和社会资本难觅。在募资难和缺少社会资本的情况下，许多参股子基金中主要出资人为当地不同级别和类别的政府出资人，其合计出资比例经常超过 50%，甚至超过 70%，因此，较高的当地出资比例决定了返投倍数本身无法设置的太高。

## ■ 绩效评价机制

地方政府投资基金主要是通过投资参股子基金发挥财政资金的杠杆作用和引导作用，地方政府投资基金作为投资主体，通常不会参与参股子基金的管理，而是由市场化的基金管理人来承担和负责参股子基金的管理。此时，便需要一个相对完善的绩效评价体系，约束和引导参股子基金的投资活动，评估市场化基金管理人的管理能力，判断参股子基金的政策目标的实现情况，以便更好的评估和引导参股子基金和地方政府投资基金的投资运作。210 号文针对政府投资基金的绩效评价作出了原则性的要求。之后财政部于 2020 年 2 月 12 日发布实施的《关于加强政府投资基金管理 提高财政出资效益的通知》就绩效评价做了进一步的规定和要求，包括事前绩效评估、绩效自评以及重点绩效评价的责任主体、评价内容以及挂钩机制等。从市场实践来看，地方政府投资基金对参股子基金的考评体系和结构的核心要素主要包含四个方面：考评指标、考评时间、考评方式以及奖惩措施，具体可以参见政府性基金系列文章《政府引导基金如何对参股子基金进行绩效考评（上篇）——核心要素》、《政府引导基金如何对参股子基金进行绩效考评（下篇）——考评指标》。

实践中，地方的绩效评价机制通常是在参股子基金的基金协议之外的一套单独规则和制度，对于参股子基金和管理人都有约束力，且参股子基金的基金协议一般也会作出原则性约定，参股子基金和管理人要接受地方政府投资基金的绩效评价和结果运用（包括扣减管理费、扣减绩效分成、停止政府投资基金出资等）。因此，对于希望募集地方政府投资基金的管理人而言，除了关注参股子基金的基金协议外，还应当事先重点了解地方政府投资基金的绩效评价制度，以便充分掌握地方政府投资基金的政策要求和导向，在更好地服务地方政府投资基金的同时，也为自身争取最大化的利益。而对于地方政府而言，在各地政府投资基金同质化、招商竞争越来越激烈的背景下，需要改变过去只关注返投的粗放式的管理模式，改为通过制定系统化、合理化且差异化的绩效评价制度，对子基金进行精细化引导和管理，以更好的实现地方的产业和政策目标。

## ■ 容错机制

近些年来，由于受到经济下行、A股IPO政策收紧等多重因素的影响，参股子基金投资效果不尽如人意，出现了投资项目失败或产生重大亏损的情形，政府投资基金及参股子基金管理人因此被问责追责的情况越来越多。面对被问责和追责的风险，政府投资基金及参股子基金对风险的厌恶程度越来越高，在投资方面的能动性受到越来越大的限制，在项目选择上更偏向于风险小的成熟和稳定型的项目，对于风险较大的初创型企业、小微型企业、技术尚不成熟的企业，存在不敢投、不愿投的情况。这与210号文“鼓励创业投资企业投资处于种子期、起步期等创业早期的企业”、“扶持中型、小型、微型企业发展”、“有效解决产业发展投入大、风险大的问题”等政策初衷相违背，也不符合国家倡导的“投早、投小、投硬科技”，发展耐心资本等未来政策方向。因此，如何设计合理的容错机制，让地方政府投资基金及参股子基金“放心大胆”的投向合适的行业和领域，又合理降低其承担责任的风险、减轻其投资的“心理负担”，已经成为行业关注的核心问题。

其实，早在国务院办公厅于2018年出台的《国务院办公厅关于推广第二批支持创新相关改革举措的通知》中，就提出“推动政府股权基金投向种子期、初创期企业的容错机制”。实践中，部分地方政府投资基金也已经制定了容错免责制度。例如，济南市财政投资基金适用的《济南市人民政府办公厅关于印发济南市财政投资基金尽职免责实施细则（试行）的通知》（济政办字〔2022〕36号），对尽职免责的适用条件和情形做了专门的规定。也有些地方政府投资基金将容错原则体现于对参股子基金和管理人的绩效评价之中。例如，2022年年初生效实施的《威海市市级政府投资引导基金管理办法》中，明确规定了对于引导基金以综合绩效评价机制替代对单支参股子基金或单个项目的盈亏考核机制，从而在一定程度上提高了对亏损的容错度。

2024年6月15日国务院出台了《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》（“《创投17条》”），其中明确提出要优化政府出资的创业投资基金管理，改革完善“容错免责机制”。2024年7月25日，在“2024成都高新策源资本生态大会”上，成都高新区发布了涵盖“资助—种子—天使—创投—产投—并购”的全生命周期资本支持服务体系，其中，对各类投资基金明确了亏损容忍的尺度，种子、天使、创投、产投、并购基金等政策性基金的容亏率从80%到30%进行设置，市场化基金的容亏率设置为20%。<sup>4</sup>虽然对不同类型的基金设置具体的容亏率不一定完全科学，但针对政府投资基金的管理体制和特点，设置简单但清晰的容亏率指标，可以明确责任边界，更容易落实和执行。可以预见，在国家顶层政策的推动和支持下，未来一段时期内，各地政府将会陆续推出或完善政府投资基金的容错免责政策，其中可能不乏一些地方将进行大胆的制度创新和探索，这有望让上述不敢投或不愿投的情况得到一定程度的改观。

但无论政策如何出台和完善，面对复杂多样的投资活动，政策在具体适用到个案中仍然存在自由裁量和解释的空间，而裁量和解释的权利掌握在政府手中。因此，关键还是在于地方政府在落实和执行政策中的态度。在项目真正

遇到风险或出现亏损时，如果政府仍以自身的“绝对免责”为首要考虑，对容错免责机制做严格解释和适用，则起到的效果仍然会比较有限。

## ■ 让利机制

不同于以盈利为主要目的的市场化基金，地方政府投资基金的政策目标之一是“发挥政府出资的引导作用”。因此，在参股子基金实现政策目标的前提下，给市场化基金管理人和社会资本一定分红权益的让渡，也是地方政府投资基金与市场化基金管理人和社会资本合作的基础和必然的选择。

地方政府投资基金让利是指，地方政府投资基金在收回本金以及门槛收益后或在实现预期目标后，将其获得的超出本金的收益的一部分，让渡给市场化基金管理人和社会资本（实践中，目前对社会资本的让利比较少见）以进行激励。该等让利一般会与考核机制相结合，重点考虑参股子基金对当地企业、产业、税收、就业等经济发展的影响力以及作出的贡献等因素，并会与参股子基金的返投倍数<sup>5</sup>、地方政府投资基金的收益情况等挂钩。210号文针对让利仅作出了原则性规定。由于国家层面未就地方政府投资基金让利的具体幅度、让利方式等出台进一步的规定，一些地方政府从国有资金保值增值角度，不敢轻易决策将政府投资基金的收益让利给管理人或社会资本。因此，在实操中，一些地方的规则中仅会就让利作出原则性规定，对于让利基数、让利方式均未予明确。继而在基金协议中，让利内容也仅会体现为原则性表述，地方政府引导基金不做具体承诺，待未来地方细化规则出台后，由地方政府投资基金与管理人、社会资本另行协商适用和执行。所以实践中，很多情况下，参股子基金管理人其实已经对让利不做期待。此外，有些地方政府投资基金虽然制定了相对细化的让利政策，但最后在落实方面需要经过复杂的流程和较长的时间，兑现起来也并不容易。以上情形都导致让利政策在很多地方的政府投资基金实操中没有发挥应有的作用和吸引力。

在目前项目退出尚且艰难的背景下，讨论让利机制似乎有些“遥远”和“奢侈”。但国家鼓励和支持产业转型升级、支持科技自主创新、支持硬科技的态度一直非常坚定；地方政府发展产业、发展经济的动力一直存在。而且，《创投17条》出台后，国家的政策方向是要“率先将国资和政府投资基金培育为耐心资本，发挥引领示范作用”<sup>6</sup>。因此，可以预见未来各地政府投资基金，无论是新基金的组建还是对参股子基金（尤其是创投基金）的投资活动，仍将保持相当的活跃度。面向未来，要发挥政府投资基金作为耐心资本的引领示范作用，让利机制也是一个可以好好利用的工具。通过对基金管理人和社会资本进行更大的让利倾斜，吸引社会资本参与创投基金，做耐心资本；引导参股子基金投早、投小、投硬科技，做耐心投资。同时，做好让利制度的落实和执行，让让利制度可见、可信。

## 结语

在当下经济下行、美元资本撤离、民营资本不振等复杂背景下，政府投资基金已经成为中国一级市场上资本供给的核心力量，同时也成为各地政府推

动产业转型升级，发展新质生产力的重要工具。《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》中强调“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本”。在新的时代背景下，政府投资基金又被赋予了新的使命，即发展“耐心资本”。下一篇文章，我们将围绕“如何将政府投资基金培养成耐心资本”进行讨论。

---

<sup>1</sup> 《江西景德镇国控产业母基金拟投资子基金管理人公开征集公告（2024 年度）》，具体详见：[http://gzw.jiangxi.gov.cn/art/2024/3/8/art\\_23065\\_4809035.html](http://gzw.jiangxi.gov.cn/art/2024/3/8/art_23065_4809035.html)。

<sup>2</sup> 《关于招募甘肃省省级政府投资基金管理机构的公告》，具体详见：<http://www.gsjkjt.com/info/1112/6668.htm>。

<sup>3</sup> 《关于公开遴选黑龙江省龙江天使投资基金管理机构的公告》，具体详见：[http://kjt.hlj.gov.cn/kjt/c113905/202404/c00\\_31728994.shtml](http://kjt.hlj.gov.cn/kjt/c113905/202404/c00_31728994.shtml)。

<sup>4</sup> 《建设全生命周期资本支持服务体系 成都高新区持续引入“金融活水”支撑引领产业高质量发展》，具体详见：[https://www.cdht.gov.cn/cdht/c139818/2024-07/25/content\\_c57531adccf74346af26075b55858cd8.shtml](https://www.cdht.gov.cn/cdht/c139818/2024-07/25/content_c57531adccf74346af26075b55858cd8.shtml)。

<sup>5</sup> 对于返投要求与地方政府投资基金的让利关联实操，我们曾在政府性基金系列文章《政府性基金系列研究之二：地方政府性基金返投政策下的奖惩机制》中有所梳理。

<sup>6</sup> 国务院政策例行吹风会，具体详见：<https://www.gov.cn/xinwen/2024zccfh/21/index.htm>。



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全面的研究。