

政府基金与创投：如何将政府投资基金培养成耐心资本？

目前的一级市场，国资和政府投资基金已经成为资本供给的主要来源。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》**”），在就《创投17条》举行的国务院政策例行吹风会中提出，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”ⁱ。之后，《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》中也强调“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”。如何将政府投资基金培养成耐心资本，将成为各地政府面临的一个新的课题。

政府投资基金的任务之一是引导和撬动社会资本投向政府支持的领域，主要采用母子基金的投资模式。因此，如何将政府投资基金培养成耐心资本这一命题实际包含两个方面，其一是如何将政府投资基金自身及参股子基金培养为耐心资本；其二是如何发挥政府投资基金的引导作用，吸引更多的社会资本做耐心资本。

政府投资基金与耐心资本的匹配点和矛盾点

要回答如何将政府投资基金培养为耐心资本的问题，首先需要了解政府投资基金与耐心资本存在哪些匹配点和矛盾点。根据《政府投资基金暂行管理办法》（财预〔2015〕210号，以下简称“**210号文**”），政府投资基金的主要目的和任务是支持创新创业、支持中小企业发展、支持产业转型升级和发展。从制度设计初衷来看，政府投资基金更注重长期的产业政策目标，而非短期的资本增值收益。这与耐心资本的长期性具有天然的匹配性。但是实践中，政府投资基金的一些做法与发展和培养耐心资本的要求存在一定的矛盾，主要表现在：

风险容忍度低。210号文本身的思路是鼓励政府投资基金支持创新创业、支持中小企业发展。作为耐心资本，本身就是“投早、投小、投硬科技”，进行高风险的创业投资活动，需要有较高的风险容忍度。但是实践中，出于免责的考虑，地方政府部门对于政府出资的保值增值要求往往会比较刚性地理解和执行。因此，不管是从政府投资基金和参股子基金本身的风险偏好方面，还是相关经营管理责任人员的风险规避意识方面，均导致政府投资基金对项目亏损和风险容忍度较低，一旦出现亏损就面临被问责和追责的风险，进而导致政府投资基金和参股子基金对于风险较高的创投类项目不敢投、不愿投。

重产业招商，轻产业培育。从地方政府的角度来讲，产业招商本身没有问题，但与耐心资本做创投的逻辑存在一定的不匹配。产业招商更侧重于招揽现成的成熟企业，而创投的逻辑更侧重于发掘和培养有价值潜力的种子期、初创期企业。其实，从210号文的初衷来看，对政府投资基金原本的要求之一是“增加创业投资资本的供给，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”。在创业投资过程中，对创投基

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

金而言是企业价值发现、价值投资、价值培育的过程，最终收获资本增值收益；对政府而言，是技术培育和产业培育的过程，最终实现产业发展并获得其带来的税收、就业等政策效益，因此两者原本也是契合的。但实践中，地方政府为了降低产业培育风险，更快实现产业规模化，实现税收、就业、GDP 增长等政策目标，政府投资基金逐渐偏重于将已经发展相对成熟的企业招引到本地，而非花时间进行产业培育，不愿投早、投小，不愿试错。

如何将政府投资基金培养为耐心资本？

将政府投资基金培养为耐心资本，既需要政府投资基金自身的制度建设，也涉及国家层面的整体宏观政策和措施。本文只在地方政府可控的范围内进行讨论，即如何通过地方政府投资基金自身的制度建设，将政府投资基金培养为耐心资本。而要将政府投资基金培养为耐心资本，关键就是要发挥和强化政府投资基金与耐心资本的匹配点，解决矛盾点。

■ 发挥长期资本的优势——延长存续期

如上文所述，政府投资基金更侧重长期政策目标的实现，而非短期资本增值收益，其本身具有长期性。但过往实践中，很多政府投资基金参与或主导的母基金普遍存续期不长，传到下游后，导致各参股子基金的存续期较短。根据投中研究院的研究数据ⁱⁱ，在 2022 年及之前，参股子基金存续期不超过 7 年的占比最高；从 2023 年开始，参股子基金存续期不超过 10 年的占比才有所提升。而创业投资，尤其是天使、种子投资的投资周期普遍较长，从投资入股到 IPO 退出多需要 5-7 年甚至更长的时间。所以很多母基金的存续期难以满足创投子基金对创投类项目的投资周期的要求。因此，市场普遍呼吁延长政府投资基金及其参与的母基金的存续期，以从源头上提升资本的“耐心”。

我们注意到，近年来实践中发生了一些变化。一方面，一些既存的母基金开始延长存续期。例如原定于 2022 年 8 月到期的广州国资国企创新基金，后续将存续期延长至 2028 年 8 月 11 日ⁱⁱⁱ；55 亿元的上海浦东科技创新投资基金将存续期限由 10 年延长至 12 年^{iv}。另一方面，一些新设的母基金也将存续期拉长至 10 年以上。例如，2024 年 8 月 5 日，河南省财政厅发布的《河南省天使投资引导基金实施方案》规定母基金存续期为 15 年；去年 11 月，深圳市成立 20 亿元科技创新种子基金，存续期为 15 年^v。

■ 解决风险容忍度低问题——完善容错免责机制

解决政府投资基金和参股子基金风险容忍度低的问题，需要容错免责机制。其实，容错免责机制并非是一个新事物，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，部分地方政府也已经制定了容错免责机制或进行了探索。本次《创投 17 条》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”，再次肯定和强调了“容错免责机制”在培养耐心资本方面的重要性。从现有市场实践来看，“容错免责机制”的关键内容一般包括以下几个方面：

免责声明：容错免责机制的核心之一是“免责声明”。其基本精神是，在已经尽职的情况下，非人为因素导致投资仍出现亏损或不达预期的可以免责。具体而言，首先“免责”

的前提是“尽职”，即投资行为不存在违法违规、符合政策方向和基金定位、严格履行决策流程、不存在利益输送等。其次，在满足“尽职”的前提下，“免责”的适用情形一般还需属于以下情形之一：因国家政策调整导致投资亏损或不达预期；由于客观情势变化、行业风险等客观情况发生导致投资亏损或不达预期；在无先例可循或政策界限不明确的情况下，因大胆创新、先行先试突破政策限制而出现失误或未达到预期效果。

那么“免责”具体免的是什么责呢？从实践来看，“免责”一般是指对具体负责人员不作负向评价，例如：在平时考核、年度考核不作负向评价或者经认定后不纳入平时考核及年度考核范围；提拔任用、交流轮岗、职级职称晋升不受影响；评优评先不受影响；对出现偏差或者失误的人员不作党纪政纪处分等^{vi}。从免责的范围可以看出，其针对的更多是一种体制内的责任。因此，“尽职免责”的适用主体一般是针对政府投资基金的管理机构、决策机构及其工作人员（因为这些人往往具有体制内的身份），而不会延伸至参股子基金。由于参股子基金通常是由市场化的管理机构进行管理，对于参股子基金的管理机构一般通过专门的子基金绩效评价机制进行考核，通过考核结果的运用（影响管理费、绩效收益、政府投资基金后续出资等）进行约束。

容亏率：从现有各地政策来看，容亏率一般针对参股子基金的直投项目（包括子基金）而设置。例如武汉市对于参股基金主投种子期、初创期阶段的亏损的容忍率为60%^{vii}、成都市高新区对于种子、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%^{viii}。从公开信息来看，容亏率的机制过于原则，具体如何落地执行，还存在诸多疑问。

首先，容亏率机制是否意味着只要没有超过容亏率上限，管理机构就不承担责任？我们认为容亏率的适用，应当以管理机构的勤勉尽职为前提。如果管理机构未勤勉尽职导致子基金遭受损失，仍是要承担责任的。在这一点上，政府投资基金的参股子基金与市场化基金并无差异。

其次，如果亏损超过容亏率的上限，管理机构具体应该如何承担责任？如果管理机构已经勤勉尽职，即使子基金的亏损超过容亏率，按照市场化逻辑，且考虑到私募基金不得保底保收益的监管要求，也不应当让管理机构承担责任（对于亏损的约束，更应该通过管理机构出资或跟投等利益一致化安排来实现，让管理机构和投资人一荣俱荣，一损俱损）。那么设置容亏率又意义何在？我们认为：第一，如上文所述，由于地方政府对政府出资保值增值要求的理解和执行比较刚性，政府投资基金对参股子基金的考核也会非常严格，对亏损的容忍度很小。而容亏率的设置，实际是在一定范围内对这种刚性的打破。而且在有明确比率边界的情况下，也便于政府和政府投资基金的相关人员落实和执行。第二，从制度设计上，如果超过容亏率，不应当直接追究管理机构的责任，但可以影响其绩效评价的分值，即已勤勉尽职情况下出现的亏损是绩效问题，而不是责任问题。如此，才能尽量贴近市场化逻辑，才能给管理机构“不敢投、不愿投”的心态进行松绑。

整体考核：对政府投资基金政策目标、政策效果以整个基金的整体投资为基础进行综合绩效评价，不对单只子基金或单个项目盈亏进行考核^{ix}。即在考核维度上不只关注财务上的盈亏，而是综合看政策目标和政策效果的实现情况；在考核方式上不针对单支子基金或单个项目，而是看政府投资基金的整体运作效果，这样可以平滑单支子基金

或单个项目的亏损和收益，从考核上更加合理。

值得注意的是，近期广东省发布了将于 2024 年 10 月 1 日生效实施的《广东省科技创新条例》，强调了对国有天使投资基金、创业投资基金不以国有资本保值增值作为主要考核指标。虽然是考核指标方面的规定，但这一原则指向了容错机制背后的根本问题，更符合创投基金定位和属性，有一定的示范意义。

■ 解决重产业招商、轻产业培育问题——《公平竞争审查条例》的影响、顶层设计基金体系、完善考核机制、市场化运营

《公平竞争审查条例》的影响。重产业招商、轻产业培育，首先是地方政府的主观认知和意识问题。但客观原因也在于，相对于产业培育，过往的产业招商门槛更低，见效更快，诱惑力更大。在过往的招商引资中，地方政府主要采用的是股权投资+奖补招商并行模式，即除了给予股权投资外，地方政府会定向为引进的企业提供土地出让金优惠、税收返还、租金补贴、资金奖励等。这些优惠政策往往也是企业非常看重的。而且地方政府通过和企业签署协议的方式就可以定向给予企业政策优惠，门槛较低。通过这种股权投资+奖补招商并行的模式，就可以将外地的成熟企业招揽到本地，马上实现就业、税收、GDP 增长等目标，为何还要辛苦培育呢？由此导致，一方面基金变成了地方政府招商引资的辅助工具，没有发挥企业价值发现和价值培育的功能；另一方面也引发了一系列问题，例如很多地方的招商奖补政策不断内卷竞争，一些企业通过多次迁址，套利各地的优惠政策等。这些长期来看并不利于当地产业的发展。

虽然国家曾经多次出台文件禁止税收返还、先征后返等地方优惠政策，但因为文件效力位阶不高，且缺乏系统性，效果有限。但是，国务院于 2024 年 6 月 6 日发布《公平竞争审查条例》^x后，传统的奖补政策招商手段已经难以为继，各地的招商将聚焦到产业链和产业生态建设、营商环境打造等更高维度的竞争上，这也将促使地方政府重新重视产业培育的重要性，从而对过往重产业招商、轻产业培育的做法起到一定的抑制作用。在这种背景下，一方面股权投资基金的地位更加重要，“资本招商”成为了热门词汇；另一方面，也对地方政府如何用好股权投资基金提出了更高的要求。

顶层设计基金体系。要用好股权投资基金，首先需要地方政府立足当地产业和资源禀赋和优势，选择好适合的产业方向，做好产业链和产业生态规划，避免同质化。其次，围绕聚焦产业，整合当地政府资金和资源，统筹规划，从顶层设计上做好区域内政府投资基金的体系化设计和布局。一方面，横向上对地方的政府投资基金进行专业分类，成立专门的种子/天使母基金、创投母基金、产业母基金等，发挥不同基金的专长，涵盖企业成长的全周期。例如，郑州市打造的“母基金+天使/科创/种子基金+市场化基金”的国有“基金丛林”^{xi}；北京经开区政府投资引导基金构建的“产业升级基金+专项子基金（科创子基金、人才子基金等）及种子基金+市场化子基金”覆盖企业发展全生命周期的基金生态^{xii}；成都高新区搭建的“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^{xiii}等。另一方面，纵向上通过“政府投资基金-X 支母基金-N 支子基金”的链条延伸伞形结构，从某一产业方向出发向下涵盖多个产业细分领域和链条，最大限度发挥政府性资金的杠杆和放大作用。从近期的实践来看，地方政府投资基金向体系化、集群化方向发展的特征也越来越明显，例如湖北省“9+N+X”参股基金矩阵、杭州市“3+N”产业基金集群、南京市“4+N”产业基金集群。由此，通过顶层规划和体系设计，一来让各专业领域的基金发挥好对应的专业领域的功能，避免了用

创投基金去做产业招商的专业错配问题；另一方面也避免了多头出资、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，导致区域内重复建设、相互竞争、产能过剩等问题。

完善考核机制。要改变重产业招商、轻产业培育的情况，还需要完善政府投资基金对参股子基金的考核机制。实践中，政府投资基金对参股子基金的考核一般分为年度考核和整体考核（整体考核一般在政府投资基金从参股子基金退出前后进行）。考核指标主要是围绕“管理运营指标”和“效益指标”两个核心维度展开（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（下篇）——考评指标》）。

就年度考核来讲，年度考核的“效益指标”中通常会包括子基金内部收益率、子基金估值、被投资企业收入增长率等。由于创投基金投早、投小、投硬科技的特点，创投基金投资早期较难满足上述效益指标。如在对创投基金的年度考核中对上述效益指标进行考核，缺乏科学性，而且无法达到考核指标也会影响管理机构的投资积极性。因此，对创投子基金的年度考核中，应弱化对效益性指标（尤其是经济性的效益指标）的要求。

就整体考核来讲，过往基于产业招商的诉求，地方政府会更看重“效益指标”中的“政策效益”，例如被投资企业对当地就业、税收等方面带来的效益等。但由于创投基金所承载的使命不同，对于创投基金而言，其考核机制理应更侧重于科技成果转化效果、技术创新和突破、产业成长等成长性指标，轻就业、税收等结果性指标。

市场化运营和管理。重产业招商、轻产业培育，说明创投子基金并未发挥价值发现、价值培育、价值投资的功能和作用。背后反映的是创投子基金偏离市场化运营，管理机构话语权弱，政府干涉较重。实践中，一些地方政府为了产业招商，往往将不适合创投基金投资的产业项目强行推荐给基金。但因为地方政府是主要出资人，管理机构的地位弱，只能被动接受。但创业投资是市场化的专业投资行为，企业的技术和产品是否有市场价值，是否能成功，最终要由市场进行验证，需要靠市场的眼光来发掘。因此，要发展好创投基金还是要回归最简单的逻辑——市场化，即由市场化的机构按照市场化的逻辑来运营和管理，政府回归做好母基金投资人，做好绩效考核和宏观政策引导，避免直接干预创投子基金的投资活动。

此外，创投子基金偏离市场化运作的现实原因之一，是其主要出资方都是当地不同级别的国有或财政系统出资人，社会资本参与度低。在这样的出资结构下，地方政府自然对子基金有极大的话语权和影响力。出资结构更加多元化、市场化，子基金的运作才能更市场化。因此，子基金的运作要市场化，如何提高社会资本的参与度，也是重要的问题之一。

政府投资基金如何吸引更多的社会资本做耐心资本？

政府投资基金制度设计的初衷之一是要发挥引导作用，引导社会资本投向经济社会发展的重点领域和薄弱环节。所以在国家鼓励创投，鼓励耐心资本的背景下，政府投资基金不但自身需要做耐心资本，还需要引导更多的社会资本做耐心资本，才能更好的发挥政府投资基金原本的制度价值。虽然社会资本参与度低，与目前经济大环境有很大的关系，但对于地方政府而言，大环境虽无力改变，却可以通过制度建设而有所作为。而且，经济总有周期和起落，制度建设是为了更长远的目标。而要让政府投资基金引导

更多的社会资本做耐心资本，制度设计的关键是解决社会资本关注和担心的问题。

■ 让利制度

资本天然逐利，社会资本更是如此。创业投资活动虽然风险高，周期长，但只要有足够的利益，就可以吸引社会资本。因此，为引导社会资本进入政府支持的产业领域进行创业投资活动，由政府投资基金给予社会资本让利就成为自然而然的选择。

在 210 号文的制度设计里，就原则性允许政府投资基金给社会资本适当让利。但 210 号文本身没有就让利的细则进行规定。从已建立让利制度的地方实践来看，让利机制一般包括两种方式。第一种让利方式（也是最普遍的方式）是，在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，让渡给基金管理机构和**社会资本**（目前实践中对社会资本的让利相对少见），以进行激励。该等让利一般会与参股子基金的绩效考核机制相结合，与参股子基金的返投倍数^{xiv}、地方政府投资基金的收益情况等挂钩。另一种让利方式是，在参股子基金完成一定的政策目标后，允许管理机构或者社会投资人按照投资本金加固定收益（一般为银行同期贷款/存款基准利率）的价格，收购政府投资基金的份额，进而基金份额对应的收益进行让渡。不过实践中，许多地方政府引导基金的让利机制并没有很好落实和执行，没有发挥应有的引导作用和吸引力（具体可以参见政府性基金系列文章《把握政府投资基金运作特点需要了解的九大方面（下篇）》）。

要引导社会资本成为耐心资本，应当重视让利制度的作用，利用和落实好让利制度。在创投子基金中，政府投资基金可以对基金管理机构和**社会资本**进行更大的让利倾斜。一方面，针对创投投资周期长、风险大的特点，通过后端更大收益让利，可以作为对“耐心”的一种补偿，吸引更多社会资本参与创投子基金做耐心资本，引导管理机构进行耐心投资。另一方面，对于一些从纯市场化角度和未来资本化角度来看有较大不确定性的项目，社会资本可能会有所犹豫和担心，但从产业培育和发展角度，政府希望进行支持。在这种情况下通过更大的让利倾斜，可以增厚社会资本在基金后端整体收益，弥补社会资本担心的前端试错成本，从而有利于促成社会资本与政府投资基金的合作。

从各地的制度实践来看，一些地方在针对创投基金的让利政策上已经给予了特别优惠。就上文介绍的第一种让利方式而言，例如河南省财政厅于近期发布的《河南省天使投资引导基金实施方案》中明确，子基金满足返投要求后，母基金将投资于河南地区项目所得收益让渡给子基金管理机构及其他出资人；即只要完成返投目标，就给予让利（而一般的子基金需要根据各项考核指标的综合评分结果来决定让利幅度）。再例如，根据《青岛市人民政府办公厅关于印发青岛市政府引导基金管理办法的通知》（青政办字[2023]43号），在基金完成返投指标的前提下，对主投青岛市初创期、早中期科技型企业的参股基金，引导基金可按照参股基金投资青岛市初创期、早中期科技型企业相应额度超额收益的 70% 给予让利（一般项目为 50%）。就上文介绍的第二种让利方式而言，例如《武汉市经信委战略性新兴产业发展引导基金实施细则》规定，政府投资基金从创投子基金退出的，可以只收回母基金的原始投资额（如政府投资基金从其他非创投类子基金退出的，则需按照原始投资额及中国人民银行公布的同期存款基准利率计算退出价格）^{xv}。

■ 风险补贴制度

创投基金主要是投向种子期、初创期企业，投资项目出现亏损的风险较高。为了鼓励和引导更多的社会资本参与政府支持的产业领域和方向的风险投资活动，实践中已有部分地方政府推出了针对创投基金的风险补贴制度。即对于符合一定条件的创投基金的投资损失，由政府给予一定的补贴，以在一定程度上弥补和分担投资风险。

从各地（例如山东省^{xvi}、郑州市^{xvii}、西安市^{xviii}）风险补贴制度来看：其一，补贴的对象一般是创投机构对种子期、初创期企业的投资本金损失。其二，补贴金额一般是按照创投机构投资单个项目本金损失的一定比例计算，比例一般在 10%~20%之间。部分地区为实现补贴力度的最大化，还会明确规定在计算实际损失时，盈利项目不冲抵亏损项目。但是补贴金额通常也有一定上限，一般从单个项目的补贴金额和基金管理机构年度所获补贴金额两个口径进行限定。例如根据《山东省创业投资发展奖补资金管理实施细则》，单个亏损项目最高补贴 300 万元，每家机构每年累计补贴金额最高 600 万元。

虽然风险补贴制度不是专门针对政府投资基金和创投子基金的制度，而是普遍适用于当地创投企业和创投基金的制度。但其可以与政府投资基金的制度相互配合，更好地实现引导社会资本做耐心资本的目的。与此同时，风险补贴在制度设计上以及实际执行中也需要防范利益输送、制度套利等潜在的道德风险。

■ 发展 S 基金、并购基金，提供退出通道。

要引导更多社会资本进入创投领域，还有一个需要解决的关键问题——退出。一方面，创业投资周期长、风险高，面临的退出风险和压力更大。另一方面，考虑到政府投资基金重产业和政策收益、轻资本收益的特点，社会资本容易担心和政府引导基金在退出时点上产生分歧，出现退出难的问题。

就基金的退出方式而言，主要包括 IPO、S 交易^{xix}、并购、回购等。IPO 政策并非地方政府所能左右，回购也不是地方政府所应介入的事项。因此，从地方政府的角度，可以考虑由地方政府投资基金引导或主导组建 S 基金^{xx}和并购基金，向创投基金提供 S 交易和并购交易的退出通道，增加退出机会。具体而言：

- ▶ *组建 S 基金承接有证券化价值的项目。*对于证券化（IPO 或被上市公司并购，下同）可期待性较高，但培育周期较长，创投基金因为到期无法继续持有的项目，此类项目市场流通性通常相对较高，首先可以市场化出售以实现退出。但是如果暂时难以出售的，可以由政府投资基金与社会资本合作，或由政府出资主导设立 S 基金承接此类项目，实现创投基金的退出，S 基金待未来项目证券化时再退出。这样在为创投基金提供退出通道的同时，也带动了 S 基金的发展，有机会撬动更多的社会资本，激发市场活力。
- ▶ *组建并购基金承接证券化价值有限但产业价值较高的项目。*对于证券化存在难度或者已经无法证券化的项目，并不意味着没有其他价值。如果企业技术成熟，业务、收入稳定且有一定规模，也契合当地产业规划和需要，能够创造就业、税收、带动当地经济，甚至带动产业链，对当地政府而言还是有产业价值的。因此，可以由政府投资基金与产业资本合作，或由政府投资基金为主导，设立并购基金，收购此类有较高产业价值的项目，实现创投基金的退出，之后并购基金再寻求通过产业并购、重组等方式退出。如此一来，对于创投基金而言，增加了退出机会；对于企业而言，

避免了回购带来的重大影响；对于地方政府而言，保留了政府需要的产业和企业。

当然，S基金和并购基金并不是要给创投基金的退出进行兜底，而是挑选有相应价值的项目进行承接。因此，其并不能解决创投基金的所有项目的退出问题，但这毕竟在一定程度上增加了创投基金资产的流动性，从而在一定程度上可以缓解社会资本担心的退出问题。实践中一些地方政府已经将S基金和并购基金纳入到当地的基金体系和基金集群的建设中，以形成不同类型基金接力投资的基金链条。例如，合肥市成立的首支“S基金”——合肥市共创接力创业投资基金合伙企业(有限合伙)即为合肥国资“3+N”系列产业基金的重要组成部分^{xxi}。

结语

目前政府和国有资本已经成为一级市场的主导力量。虽然市场对这一现状有各种不同的看法、感受和态度，但是这一现状是市场参与各方需要认识、面对和接受的现实。我们应该在这一基础上，对如何用好这一力量，如何将其培养为耐心资本，进行积极的、有益的探讨。当然，培养耐心资本是一项长期和系统的工程，本文仅是结合我们的从业经验和观察，从非常有限的角度进行了探讨。我们会持续关注这一主题，专注于这一领域，并不时分享我们的经验、观察和见解。

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

ⁱⁱ 《2023年政府引导基金专题研究报告》，具体详见：<https://www.chinaventure.com.cn/news/80-20231205-378608.html>。

ⁱⁱⁱ 具体详见《广百股份：关于延长广州国资国企创新投资基金存续期限的公告》（2022-09-30）。

^{iv} 具体详见《浦东建设关于参与上海浦东科技创新投资基金的进展公告》（2024-06-18）。

^v 《深圳市科技创新种子基金申报指南及遴选办法》，具体详见：<http://www.tsfof.com/notice/detail/9654.html>。

^{vi} 《泰州市天使投资基金管理办法》，具体详见：https://smejs.cn/policy_show.aspx?id=c902fb17e28d484cb78fea877dc8f3da。

^{vii} 《武汉市人民政府关于推进产业基金高质量发展加快现代化产业体系建设的实施意见》，具体详见：https://3g.wuhan.gov.cn/zwgk/xxgk/zfwj/szfwj/202407/t20240726_2433944.shtml。

^{viii} 《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。

^{ix} 《温州市龙湾区人民政府关于印发龙湾区政府产业基金管理办法的通知》中强调了综合绩效评价的原则，具体详见：http://www.longwan.gov.cn/art/2022/9/8/art_1229557813_2014711.html。

^x 根据《公平竞争审查条例》第十条的规定，地方政府起草单位起草的政策措施，没有法律、行政法规依据或者未经国务院批准，不得含有下列影响生产经营成本的内容：（一）给予特定经营者税收优惠；（二）给予特定经营者选择性、差异化的财政奖励或者补贴；（三）给予特定经营者要素获取、行政事业性收费、政府性基金、社会保险费等方面的优惠；（四）其他影响生产经营成本的内容。

^{xi} 《郑州市金融工作局：力争2023年新增上市挂牌公司10家》，具体详见：<https://news.cnstock.com/news/bwqx-202309-5119141.htm>。

^{xii} 《一年形成覆盖企业发展全生命周期的健康基金生态 经开区政府投资引导基金撬动百亿金融活水》，具体详见：<https://open.beijing.gov.cn/html/yizhuang/gzdt/2024/3/1709541837576.html>。

^{xiii} 《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。

^{xiv} 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。

^{xv} 《武汉市经信委战略性新兴产业发展引导基金实施细则》第19条：引导基金一般应当在投资基金存续期满后退出，退出时与其他出资人同股同权。存续期未满足但已经达到预期目标的，鼓励引导基金以其他出资人回购、股权转让等方式退出。引导基金参与设立的子基金和引导基金参与设立的母基金以及母基金参与设立的子基金在本市投资额达到《管理办法》第二十四条规定要求的，引导基金从天使基金、种子基金退出时可以只收回原始投资额；引导基金从母基金以及其他子基金退出时，除收回原始投资额外，还应当按照股权转让时中国人民银行公布的同期存款基准利率或者协议约定收取收益。

^{xvi} 《山东省创业投资发展奖补资金管理实施细则》，具体详见：<http://www.shandong.gov.cn/jpaas-jpolicy-web-server/front/info/detail?iid=8551624863394e4db69365ba2a16b3b8>。

^{xvii} 《郑州发布 5 大类 25 条政策措施，大力开展基金入郑》，具体详见：<https://www.henan.gov.cn/2022/09-29/2615735.html>。

^{xviii} 《西安市打造创投生态十项举措》，具体详见：<http://www.xa.gov.cn/gk/zcfg/zcjd/zctj/6422a32bf8fd1c163f708585.html>。

^{xix} “S 交易”也称为“PE 二级市场交易”，根据交易标的的不同，通常可以分为“基金份额交易”和“投资组合交易”。“基金份额交易”即买卖私募股权投资基金 LP 份额的交易类型。“投资组合交易”即买卖私募股权投资基金已投资的投资项目的交易。本文所指的 S 交易指向的是“投资组合交易”。

^{xx} 如上文介绍，“S 交易”包括“基金份额交易”和“投资组合交易”。本文所指的 S 交易指向的是“投资组合交易”。相应的，此处的“S 基金”指专门从事或主要从事“投资组合交易”的私募股权投资基金。

^{xxi} 《我省首只“S 基金”落地》，具体详见：<https://www.ah.gov.cn/zwyw/ztzl/tdgzlzfz/xcx/565318781.html>。



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研究。