



环球律师事务所
GLOBAL LAW OFFICE

环球律师事务所

国有资产监管专题报告（第三辑）

2024年10月

前言

国有企业在中国经济中扮演着至关重要的角色，其合规性和高质量发展是国家治理的核心议题。随着法律法规的不断更新，国有企业的监管法律体系也在不断完善。

继本所 2020 年 3 月发布国有资产监管专题报告第一辑、2022 年 8 月发布国有资产监管专题报告第二辑，本所第三辑报告从国有企业合规体系建设的发展脉络出发，深入探讨了国资无偿划转、国有资产评估、国资机构参与红筹架构投资、国资参与私募股权基金投资、国企参股退出司法救济、央国企“虚假贸易”、国有企业关联交易、国有企业经营者集中等关键法律问题，并新增了公共数据流通合规这样的新兴领域议题。本辑报告全面覆盖了国资监管的多个层面，旨在为读者提供一个全面的视角，以理解国有企业在新时代下的法律挑战和发展趋势，从而更好地把握国有企业的发展方向和监管要求。

联系我们

如您欲进一步了解本报告所涉及的内容，您可以联系本所以下合伙人/顾问（按本报告文章章节顺序排序），您也可以联系您知悉的本所其他合伙人和律师：



金旭

jinxu@glo.com.cn



叶吟丹

yeyindan@glo.com.cn



夏韵漾

williamxia@glo.com.cn



康秋宁

qnkang@glo.com.cn



张桐

jzhang@glo.com.cn



张思婧

zhangsijing@glo.com.cn



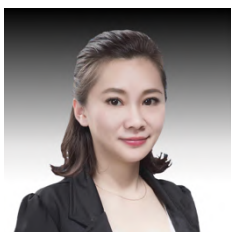
王京鹤

wangjinghe@glo.com.cn



赵珂

zhaoke@glo.com.cn



曹晴

caoqing@glo.com.cn



朱莉

zhuli@glo.com.cn



张真真

zhangzhenzhen@glo.com.cn



刘淑珺

liushujun@glo.com.cn



赵兰学

zhaolanxue@glo.com.cn



王铎

wanglai@glo.com.cn



苏莉

suli@glo.com.cn

环球国有资产监管专题报告（第三辑）

2024 年 10 月

目录

第一章：国有企业合规体系建设发展脉络梳理和趋势展望	1
第二章：国资无偿划转的法律关注点	6
第三章：国有资产评估二三事	12
第四章：国资机构参与搭建红筹架构投资要点	20
第五章：国资参与私募股权基金投资相关法律问题	35
第六章：国企参股退出之司法救济路径辨析	55
第七章：央国企“虚假贸易”方圆之辨（一）——穿透国资委 74 号文再看 “十不准”	61
第八章：新《公司法》下国有企业关联交易的合规管理	73
第九章：国有资本参与私募股权投资及退出的法律要点分析	87
第十章：国有企业经营者集中合规的新动向	109
第十一章：国有资产监管视角下的公共数据流通合规	121
环球简介	128
版权与免责	129

第一章：国有企业合规体系建设发展脉络 梳理和趋势展望

作者：金旭

一、国企合规体系建设法规发展脉络梳理

我国的企业合规管理工作相较国外企业，起步较晚，初期合规管理的立法和实践主要集中在金融、医疗等行业领域，先行的企业也多数是拥有海外业务的企业或者外商投资企业。随着国家法规发展，大型国企开始重视合规管理工作。根据《关于在部分中央企业开展合规管理体系建设试点工作的通知》（国资厅发法规〔2016〕23号），国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“**国务院国资委**”）于2016年推行部分中央企业开展合规管理体系建设试点工作。随后，部分大型中央企业（以下简称“**央企**”）开始合规管理试点工作，也有一些大型民营企业着手该项工作。

2018年7月1日，国家标准 GB/T35770-2017《合规管理体系指南》率先出台；随后2018年11月，国务院国资委发布《中央企业合规管理指引（试行）》（以下简称“**《合规指引》**”），《合规指引》在总结几家试点企业经验的基础上出台，很长一段时间作为央企合规管理体系建设的主要法律依据。2018年12月26日，国家发改委等七部门《企业境外经营合规管理指引》发布实施。

2022年9月16日，国务院国资委的官方网站发布了《中央企业合规管理办法》（以下简称“**《合规办法》**”），对央企的合规管理进行了全面规定，《合规办法》体现了2018-2022年间各央企及其下属企业合规体系建设及运行过程中总结的经验，是目前央企合规管理体系后续建设及完善的主要法律依据。

《合规办法》相比《合规指引》，提出了很多合规工作的具体要求。例如：

在组织架构设计方面，《合规办法》修改《合规指引》中合规管理负责人的表述，提出了首席合规官的概念。但同时也明确提出，不新增领导岗位和职数，由总法律顾问兼任首席合规官。在《合规办法》出台前，已有企业进行了类似的岗位设置，这体现了《合

规办法》对企业过往的实践成果的总结和接受。《合规办法》同时提出要求业务和职能部门设立合规管理员，落实责任到人。并且，在合规工作原则之一“坚持权责清晰”中也明确强调“管业务必须管合规”。

在合规制度建设方面，也提出了更明确具体的要求，比如要求央企建立健全分级分类合规管理制度；对于合规管理基本制度、合规管理具体制度和专项指南，都提出了明确要求。企业需考虑在《合规办法》规定的反垄断、反商业贿赂、生态环保、安全生产、劳动用工、税务管理、数据保护以及结合自身业务确定的风险较高的领域，制定具体的合规制度或专项指南。

在合规运行机制方面，合规风险识别评估预警机制、合规审查机制、合规风险报告机制、合规举报机制虽均延续了《合规指引》的内容，但《合规办法》也提出了更具体的要求，例如在合规风险识别评估预警机制中，要求央企建立并定期更新合规风险数据库；在合规审查机制中，对于谁来签字审查意见、审查标准、审查流程、审查要点以及审查情况开展后评估都提出了要求。

自《合规办法》出台，合规工作相比之前的摸索探索阶段，已经形成了基本确定的建立模式和工作成果。目前我国已经形成了以《合规办法》为核心，各项合规程序、实体法规、合规指南等围绕的国企合规法律体系。

二、 国企合规发展的趋势探讨和展望

近期国企合规发展的一项重大议题或者发展趋势就是三位一体或者五位一体。三位一体是指“内控、风险、合规”一体化建设，五位一体是在前述基础上增加“审计、法律”。我们知道自从开始强调合规体系建设，就曾出现是在现有体系中调整，还是另行单独建设独立体系的问题。而随着国企合规体系建设发展，从主管机关到实施企业在实践中的不断摸索，这一问题越发重要。

从监管层面，其实很早就开始，并一直在倡导一体化建设的思路：

2015年12月国务院国资委印发《关于全面推进法治央企建设的意见》，提出“探索建立法律、合规、风险、内控一体化管理平台”；

2018年11月国务院国资委印发《中央企业合规管理指引（试行）》，提出“推动合规管理与法律风险防范、监察、审计、内控、风险管理等工作相统筹，相衔接，确保合

规管理体系有效运行”。

2019年10月国务院国资委印发《关于加强中央企业内部控制体系建设与监督工作的实施意见》，进一步提出实现“强内控、防风险、促合规”的管控目标；

2021年10月国务院国资委印发《关于进一步深化法治央企建设的意见》，提出“探索构建法律、合规、内控、风险管理协同管理机制，加强统筹协调，提高管理效能”；

2022年10月1日国务院国资委颁布的《中央企业合规管理办法》正式施行，其第26条再次提出“中央企业应当结合实际建立健全合规管理与法务管理、内部控制、风险管理等协同运作机制，加强统筹协调，避免交叉重复，提高管理效能”。

可见，监管层面很早就意识到了合规体系单独建立可能并不适宜中国企业的现状，有必要做一体化建设，并且对于一体化建设的要求已经从“探索发展”到了“应当建立”。

从目前了解的情况来看，一体化建设也确实遭遇了一些困难。产生困难的原因主要在如下几个方面：

1. 各体系建设要求启动时点不同

就风险、合规、内控三大体系而言，2006年国务院国资委颁发《中央企业全面风险管理指引》，2008年五部委颁发《企业内部控制基本规范》，国有企业依据前述规则陆续建立了风险管理及内部控制管理体系，2018年国务院国资委颁发《合规指引》，国有企业依据该规则开始逐步建立合规管理体系。因为规则的独立和陆续出台，企业依规则而动，在体系建设初期，存在着风险、内控、合规三项工作分头推进、分别开展体系建设、制度建设的情况。

2. 各体系的法律依据分别制定，内容不同

各体系建设依据各自相关领域的法律法规和指导标准文件，比如风控体系建设依据《中央企业全面风险管理指引》《企业内部控制基本规范》及配套指引和《中央企业重大经营风险事件报告工作规则》等；内控体系建设依据《关于加强中央企业内部控制体系建设与监督工作的实施意见》《企业内部控制基本规范》及配套指引和《关于加强中央企业资金内部控制管理有关事项的通知》等；合规体系建设依据《合规指引》《合规办法》《企业境外经营合规管理指引》和《合规管理体系指南》等。这些法律依据和指导文件的结构、要求等都存在不同。因依据的不同，企业在实践操作过程中，也必然会遇到

矛盾、重复、不统一的困扰。

3. 各体系由不同职能部门管理或执行

根据我们以往的经验，特别是国有大型企业，法务、合规、内控、风险管理、审计，在企业内部，多是由不同职能部门负责，比如法务和合规可能在法律部（或者法律事务部、法律合规部等），而风险管理在风险管理部（或者风险合规部、审计风控部等），内控在内审部（或者审计风控部、审计监察部等），审计管理在审计监察部。不同部门管理和具体执行工作，必然在实践中会发生职责的交叉和重复。上升至国资监管层面，在国务院国资委内部，法务、合规、内控、风险管理、审计的工作，也是由国务院国资委下属不同的“局”或“处”监督管理。比如政策法规局负责指导推动国企法治建设、重大决策合法性审查等法务工作，综合监督局负责所监管企业内控体系建设、全面风险管理，组织开展合规管理监督，指导所监管企业内部审计工作等。

基于上述，不同的规则依据，不同的管理执行部门，必然会导致谁也难以吸收合并谁的局面，只好齐头并进，共同发展。对于其中重复的内容，就会导致管理资源的浪费，不利于企业整体的经营管理效率。

对于相同或相似的内容，国企合规建设工作可以考虑尽量吸收合并。就此笔者可举一例：风险的识别和管理。合规、内控、风险管理都会要求对风险识别和管理。但深入去看，合规多是关注与规则不符的风险，风险管理更多从经营角度关注不确定性的风险，例如市场风险，而内控关注公司内部的风险，比如财务风险等。就这一项，可以考虑在三个体系分别要求搭建风险数据库时，考虑搭建一个统一的风险库，而不是分别搭建三个。

此外，在推行一体化建设的大原则，也千万不能忽视各体系中的不同侧重点。一旦忽视，也可能对某一体系的全面健康产生不利的影响。因此一体化建设应在相同或相似的方面予以努力。具体建议如下：

对于相同相似点的建设工作，笔者有如下建议：

1. 组织职能统筹

体系建设的第一项工作就是组织架构设计和搭建，那一一体化的第一项工作也可以从此着手。例如：从上到下的统一安排，合规、风险管理、内控的最高决策机构统一放在

董事会，执行机构放在经理层，各部门按照职责作为具体的主要负责部门。又比如：企业调整成立法律风控中心，将法律管理、风险管理、内控都放在这个部门。架构设计协调了，人员配位协调了，后面的协调才可能成为现实。

在这方面可能遇到的实践困难是，原负责部门可能是分开的，职能合并可能会涉及组织架构调整，以及人员调动，落地可能遇到困难。

2. 统一工作机制

可以考虑将几项工作机制尽可能贴近统一，考虑每年的重要时点，将相似工作统一安排，比如统一各方面工作年初计划，统一整合年度报告。这降低了企业员工的工作量，提高工作效率。工作机制的统一还有赖于管理工具的整合。

3. 风险评估整合（管理工具整合）

我们在做体系建设和完善时一定会生成很多工具，比如内控方面的流程，或者合规方面的清单，比如岗位职责清单、合规义务清单、业务流程管控清单、风险数据库等等。如果每一个职能部门各做各的，肯定会重复混乱，比如说合规做个合规风险库，全面风险管理又做个全面风险库。如果可以整合管理工具，对于相同相似的工作，使用一套工具，对于一体化建设是有利的。

4. 制度和流程协同

内控主要关注内部流程，合规管理对于合规风险点也会关注内部流程，各体系可以考虑针对同一事项协同管理，把相同的内容合并，形成一套管控流程，提高管理效率。这方面的制度文件也可以尽可能统一。

5. 考核评价统一

各体系都可能涉及到考核评价，除了尽量协调评价的时间点外，也可以探讨设置一体化建设考核标准，制定统一的考核评价检查清单及评价底稿。最终可以达到既评价了具体体系效果，也评价了一体化的效果。

一体化建设工作任重道远，在实操层面必定会遭遇很多问题，其调整亦需要很长时间方可实现。笔者愿能在这项工作中贡献微薄之力，并将持续关注国企合规体系建设发展中出现的新题目。

第二章： 国资无偿划转的法律关注点

作者：叶吟丹 | 夏韵漾

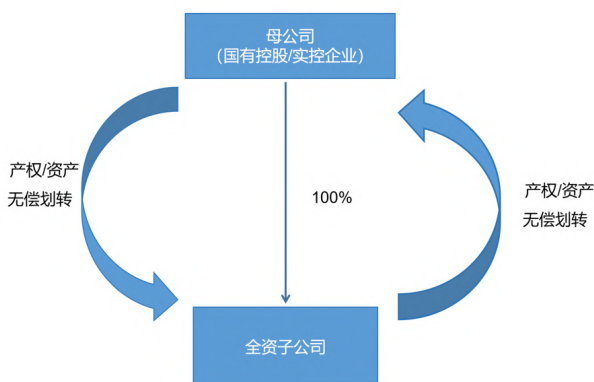
无偿划转是国有资产转让的特殊形式，在国企改革、重组过程中较为常见，其相较于股权转让、资产转让等常见的国有资产转让方式而言具有交易流程简便、灵活的显著优势。本文将结合我们在实操中的经验，着重阐述无偿划转实施过程中可能不同于传统股权或资产转让的适用范围、交易流程以及主要法律关注点。

一、 无偿划转的适用范围

（一） 无偿划转的适用主体

根据当前的国资划转法律框架，国有产权可以在下列主体之间进行无偿划转：

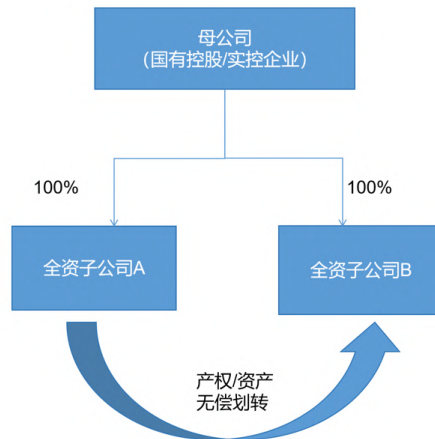
1. 政府机构、事业单位或向上穿透后 100%为国家出资的实体（包括国有独资企业、国有独资公司；国有独资企业、国有独资公司、国有事业单位投资设立的一人有限责任公司及其再投资设立的一人有限责任公司；国有全资企业）之间进行划转。
2. 国有控股或实际控制企业与其直接、间接全资拥有的子企业之间进行划转，具体如下图所示：



在上市公司公开的案例中，采用该等划转方式的包括但不限于：川恒股份（002895）将其直接持有的瓮安县天一矿业有限公司 49%股权全部无偿划转至全资子公司贵州福祺矿业有限公司；飞乐音响（600651）将其持有的全资子公司上海亚明照明有限公司和

上海飞乐工程建设发展有限公司的 100% 股权全部无偿划转至其全资子公司上海飞乐投资有限公司；宝莱特（300246）的全资子公司天津宝莱特将其所持有的天津市挚信鸿达医疗器械开发有限公司 40% 股权无偿划转至母公司宝莱特。

3. 国有控股或实际控制企业所直接或间接全资拥有的子企业之间进行划转，具体如下图所示：



在上市公司公开的案例中，采用该等划转方式的包括但不限于：中广核技（000881）的下属全资子公司中广核拓普（湖北）新材料有限公司将其持有的中广核拓普（四川）新材料有限公司 100% 的股权无偿划转至中广核技的另一下属全资子公司中广核高新核材集团有限公司；华建集团（600629）下属全资子公司华东建筑设计研究院有限公司将其所持有的上海申元岩土工程有限公司 100% 股权无偿划转至华建集团另一下属全资子公司上海建筑设计研究院有限公司。

上述划转适用主体范围的法律依据系基于下述规定：

1. 国有资产监督管理委员会于 2005 年 8 月 29 日颁布的《关于印发<企业国有产权无偿划转管理暂行办法>的通知》（国资发产权〔2005〕239 号，以下简称“239 号文”）；
2. 国有资产监督管理委员会于 2009 年 2 月 16 日颁布的《企业国有产权无偿划转工作指引》（国资发产权〔2009〕25 号，以下简称“25 号文”）；
3. 国有资产监督管理委员会于 2014 年 7 月 11 日颁布的《关于促进企业国有产权流转有关事项的通知》（国资发产权〔2014〕95 号，以下简称“95 号文”）；以及

4. 国有资产监督管理委员会 2022 年 5 月 16 日颁布的《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》（国资发产权〔2022〕39 号，以下简称“39 号文”）。

（二）无偿划转的标的

就无偿划转的标的而言，实操中较为常见的是股权在适用主体之间进行划转；除此之外，资产亦可作为无偿划转的标的。239 号文明确规定，实物资产的无偿划转参照其规定执行，亦有多地方性规章明确了可进行无偿划转的资产范围，例如：

1. 上海市国有资产监督管理委员会于 2020 年 12 月 7 日颁布的《上海市企业国有产权无偿划转管理办法》明确将企业房产、土地使用权和知识产权作为可以参照进行无偿划转的资产。

2. 深圳市国资委于 2021 年 3 月 16 日颁布的《深圳市属国有企业产权变动监管办法》明确将固定资产、无形资产、知识产权、债权、合同权益作为可以进行无偿划转的资产。

3. 天津市国资委于 2022 年 12 月 30 日颁布的《天津市国有产权无偿划转管理办法》明确将实物资产（不包括房产土地）、知识产权作为可以进行无偿划转的资产。

（三）不得实施划转的情形

根据 239 号文的规定，有下列情况之一的，不得实施无偿划转：

1. 被划转企业主业不符合划入方主业及发展规划的；
2. 中介机构对被划转企业划转基准日的财务报告出具否定意见、无法表示意见或保留意见的审计报告的；
3. 无偿划转涉及的职工分流安置事项未经被划转企业的职工代表大会审议通过的；
4. 被划转企业或有负债未有妥善解决方案的；
5. 划出方债务未有妥善处置方案的。

二、无偿划转的尽职调查

（一）财务审计/清产核资

根据 239 号文的规定，划转双方应当组织被划转企业按照有关规定开展审计或清产核资，以中介机构出具的审计报告或经划出方国资监管机构批准的清产核资结果作为企业国有产权无偿划转的依据。由此可见，委托会计师事务所对被划转企业进行审计或清产核资是无偿划转的法定程序之一，无偿划转交割时的账务调整将依赖于该等审计或清产核资的结果。

值得注意的是，审计或清产核资的机构通常由划出方和划入方两方共同委托，这也将增加划转双方对于相关结果的认可程度。

（二）法律尽职调查

虽说法律尽职调查并非无偿划转的法定程序，划入方委托中介机构进行法律尽职调查仍然有其必要性，尤其是在无偿划转将导致被划转企业发生控制权变更的情况下，主要原因如下：

1. 发现并解决历史遗留问题，特别是使得划转后因监管主体变化更加难以解决的问题在划转前予以解决。例如被划转企业在历史上存在增资未履行国资评估备案流程的情况，划入方未来弥补该等程序瑕疵的障碍将进一步增大，该障碍亦可能影响划入方未来向第三方主体转让相关产权。

2. 有助于厘清划出方和划入方之间的责任分配，明确对于划转之前产生的法律风险的承担方式。

3. 有助于厘清被划转企业的债务情况，并协助制定相应的债务处置方案。

具体而言，在无偿划转的法律尽职调查过程中，除惯常法律尽调需要关注的事项外，还需重点关注如下事项：

1. 历史沿革及股权。对于被划转企业从设立起的历次变更是否符合国资流程要特别予以关注，尤其是是否履行了国有资产评估备案以及国有产权变动登记手续，该等手续履行与否可能会影响划入方未来对于该等产权的处置。此外，对于被划转企业或其子企业有其他股东参与持股的情形，还需特别关注无偿划转导致的股权变化是否会影响到合营其他方的权利，若涉及则需要提前与合营方沟通并取得其认可。

2. 企业存续状态。若被划转企业拥有众多子企业，则需要着重关注每个子企业的存续状态，是否处于经营异常或者吊销的状态。在某些情况下由于相关被划转企业或其

子企业存续时间较长且后续不再运营，各种原因可能导致相关实体已经处于吊销状态，但注销可能又因为法定代表人无法找到而难以完成。对于处于异常状态又难以履行注销手续的相关实体，建议在划转交易时予以关注，可以要求划出方剥离该等实体或在划转交易前予以解决。

3. 劳动。若划转交易中涉及对于员工进行分流或清退的情况，该等职工分流安置事项应当经被划转企业职工代表大会审议通过。在尽调过程中需着重审阅被划转企业的职工代表大会规章制度，关注划转中涉及的员工安置事项是否已经根据相关规章制度履行了审议流程并经过审批。根据 239 号文的相关规定，被划转企业职工代会通过的职工分流安置方案是主管审批机构审查的书面材料之一，且 239 号文明确规定，若无偿划转涉及的职工分流安置事项未经被划转企业的职工代表大会审议通过的，不得实施无偿划转。

4. 重大债务。考虑到划出方需就划转交易通知其债权人的法定要求（根据 239 号文的规定，划出方应当就无偿划转事项通知本企业债权人，并制订相应的债务处置方案），对于划出方而言需着重关注并梳理其自身的重大债务以及或有债务，识别出所需通知的债权人范围，并尽可能在划转交易完成前取得重要债权人对于划转交易的同意。特别地，对于被划转企业涉及上市公司的国有股权划转，划出方需要另行取得其主要债权人对无偿划转的无异议函，具体依据为国有资产监督管理委员会、财政部、和中国证券监督管理委员会于 2018 年 5 月 16 日颁布的《上市公司国有股权监督管理办法》，其中规定国家出资企业、国有资产监督管理机构批准国有股东所持上市公司股份无偿划转时，应当审核划出方债务处置方案及或有负债的解决方案，及主要债权人对无偿划转的无异议函。

值得注意的是，在无偿划转未征得债权人同意的情况下，由于无偿划转行为会导致划出方责任财产的减少，若划出方的剩余财产不能足额清偿债务进而损害划出方债权人利益时，债权人提起撤销之诉可能会得到人民法院的支持。如（2017）最高法民再 92 号案件中，最高院认定，无偿划转行为显然减少了划出方广州市隧道开发公司的财产，损害了债权人国富发展有限公司的债权，债权人可以依法行使债权人撤销权，判决撤销广州市隧道开发公司无偿向广州市净水有限公司转让其持有的广州西朗污水处理公司 33% 股权的行为。

三、无偿划转涉及的经营集中申报

无偿划转系取得股权或资产的一种方式，若无偿划转导致一方取得对其他经营者的

控制权，则构成了经营者集中；在满足相关申报标准的情况下，需要向主管部门进行经营者集中申报。

关于申报的标准，根据国务院于 2024 年 1 月 22 日颁布的《国务院关于经营者集中申报标准的规定》第 3 条的规定，经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中：（1）参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 120 亿元人民币，且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 8 亿元人民币；（2）在中国境内的营业额合计超过 40 亿元人民币，且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 8 亿元人民币。

关于申报的时间点，根据国家市场监督管理总局于 2018 年 9 月 29 日颁布的《关于经营者集中申报的指导意见》第 14 条的规定，申报人应当在集中协议签署后，集中实施前向国家市场监督管理总局申报。根据该等规定，对于无偿划转涉及的经营者集中申报，应当在无偿划转协议签署后，实施无偿划转前依法向主管机关进行经营者集中申报。

需要注意的是，若未进行申报而实施经营者集中的，且具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，将可能被主管机关责令停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要措施恢复到集中前的状态，并处上一年度销售额百分之十以下的罚款。实践中已发生过在无偿划转案例中未依法进行经营者集中申报而被处罚的案例，例如在国市监处〔2019〕48 号行政处罚决定中，市监局认为辽宁港口集团通过无偿划转取得大连港集团和营口港务集团 100% 股权，取得了大连港和营口港的控制权且营业额达到申报标准，本次划转应当依法进行经营者集中申报；辽宁港口集团未依法进行申报违法实施经营者集中，决定对其处以 35 万元人民币罚款。

我们建议在无偿划转的相关交易开始时尽早咨询反垄断律师的意见，以评估相关划转交易进行经营者集中申报的必要性。

第三章：国有资产评估二三事

作者：金旭 | 康秋宁

国资监管规则的设计围绕着防止国有资产流失，其中，国有资产评估是防止国有资产流动过程中流失的非常基础和关键一环。国有资产评估保证了资产流动过程中对于资产价值量的正确反映。

一、国有资产评估规则演变

国有资产评估规则溯源到 1989 年 9 月《国家国有资产管理局关于国有资产产权变动时必须进行资产评估的若干暂行法规》，奠定了国有产权变动评估的基本原则。隔年 11 月国务院出台《国有资产评估管理办法》（以下简称“91 年评估办法”），规定国有资产评估须由政府部门立项和审核确认。该管理办法还规定了评估的类型、评估的程序等。1992 年 7 月，原国家国有资产管理局出台了前述办法的配套细则《国有资产评估管理办法施行细则》。91 年评估办法及其施行细则成为当时关于国有资产评估的主要规定。

1995 年 5 月，原国家国有资产管理局出台《关于加强企业国有产权转让监督管理工作的通知》，要求转让企业国有产权，必须严格按照《国有资产评估管理办法》（即上述 91 年评估办法）进行评估。评估价值应经国有资产管理部门确认，并据此作为转让底价。允许成交价在底价的基础上有一定幅度的浮动，如果浮动价低于评估价的 90%，要经同级国有资产管理部门批准。这成为日后国有产权转让对于价格的原则要求并执行至今。

2001 年的最后一天，国务院办公厅转发财政部《关于改革国有资产评估行政管理方式加强资产评估监督管理工作意见的通知》，国资评估的审批程序作出根本性调整，从原来的项目立项确认审批制度，调整成为适用至今的核准制和备案制。随后，财政部发出一系列有关国有资产评估的文件，包括《国有资产评估管理若干问题的规定》《国有资产评估项目备案管理办法》《国有资产评估违法行为处罚办法》《企业公司制改建有关国有资本管理与财务处理的暂行规定》等。¹

¹ 1998 年，国家国有资产管理局撤销，相关职能并入财政部，直到 2003 年 4 月，国务院国资委方正式挂

时间来到 2005 年 8 月，国务院国资委发布《企业国有资产评估管理暂行办法》（以下简称“**05 年评估办法**”），重新梳理了应当评估的经济行为。从 2006 年到 2014 年，国务院国资委和财政部交替出台有关评估的规定。由于国务院国资委与财政部的职责划分，金融类企业国有资产的基础管理由财政部负责，²故而财政部出台的文件主要针对国有金融企业的评估要求。2020 年 11 月，《国有资产评估管理办法》修订出台，但实际上该办法的参考意义不大，其主要是在 91 年评估办法的基础上，考虑到外商投资企业法规的变化，修改了外商投资企业的表述，相比 91 年评估办法，并没有其他调整。所以笔者理解，目前国有资产流动过程中涉及国有资产评估的，仍然是以 05 年评估办法为主要依据，并考虑之后一些中央和地方有关国资监管的其他规范性文件。同时国有金融企业则主要依据财政部出台的一些法规来执行。05 年评估办法颁行后，关于国有资产评估的现行法规主要包括：

序号	发文主体	规则名称	发文字号	主要内容	施行日期
1.	国务院国资委	企业国有资产评估管理暂行办法	国资委令第 12 号	规定应当进行资产评估的范围、核准制与备案制的适用情形及适用程序、国资监管机构对资产评估的监督检查职责及违反资产评估要求的法律责任等。	2005.09.01
2.	国务院国资委	关于加强企业国有资产评估管理工作有关问题的通知	国资委产权（2006）274 号	规定中央企业国有资产评估项目备案的管理权限、资产评估的委托主体、涉及多个国有产权主体的资产评估项目的管理方式、非国有资产评估项目核准/备案的管理权限、资产评估备案表的分	2006.12.12

牌成立，因而这期间的国有资产监管规则由财政部负责制定。

² 根据《国务院国有资产监督管理委员会主要职责内设机构和人员编制规定》（国办发〔2003〕28 号），国务院国资委的监管范围是中央所属企业（不含金融类企业）的国有资产；根据财政部金融司有关负责人就《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》答记者问，金融类企业国有资产的基础管理由财政部负责，原文链接：https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcejiedu/2007/200805/t20080519_27966.htm。

序号	发文主体	规则名称	发文字号	主要内容	施行日期
				类及企业价值评估标准等。	
3.	财政部	金融企业国有资产评估监督管理暂行办法	财政部令第47号	规定金融企业应当进行资产评估的范围、核准制与备案制的适用情形及适用程序、国资监管机构对资产评估的监督检查职责及违反资产评估要求的法律责任等。	2008.01.01
4.	财政部	关于金融企业国有资产评估监督管理有关问题的通知	财金〔2011〕59号	进一步明确金融企业资产评估的范围、资产评估的委托主体、资产评估项目核准/备案申报需报送的文件、国有资产评估项目备案的管理权限、评估结论的使用及评估机构的选聘等。	2011.06.16
5.	财政部	中央文化企业国有资产评估管理暂行办法	财文资〔2012〕15号	规定中央文化企业应当进行资产评估的范围、资产评估项目核准/备案申报需提交的文件及适用程序、资产评估项目核准/备案的管理权限、财政部对资产评估的监督职责及违反资产评估要求的法律责任等。	2013.01.01
6.	国务院国资委	企业国有资产评估项目备案工作指引	国资发产权〔2013〕64号	规定应当备案的国有资产评估项目进行备案的工作程序，备案管理单位对资产评估报告、其他报	2013.05.10

序号	发文主体	规则名称	发文字号	主要内容	施行日期
				告及境外评估或估值报告的审核要点等。	
7.	国务院国资委	关于建立中央企业资产评估项目公示制度有关事项的通知	国资发产权〔2016〕41号	规定中央企业资产评估项目公示的原则、公示范围、时间要求、公示途径、公示内容及对公示反馈结果的处理要求等。	2016.03.22
8.	财政部办公厅	关于规范金融企业国有资产评估项目核准备案工作有关事项的通知	财办金〔2021〕89号	规定财政部门对于金融企业报送的需核准/备案的资产评估项目应当如何处理。	2021.11.16
9.	国务院国资委	关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知	国资发产权规〔2024〕8号	针对中央企业及其子企业，规定对重大资产评估项目的管理要求、可以不进行资产评估的情形、可以聘请专业机构对相关标的进行估值的情形以及知识产权、科技成果、数据资产等资产交易流转的定价规则等。	2024.01.30

二、须评估的国有经济行为范围

如上述演变梳理分析，目前主要的经济行为范围仍然需要以 05 年评估办法为基础考量。根据 05 年评估办法，国有企业下列经济行为需要进行评估：

1. 企业改制，包括如国有企业改制为有限责任公司，以及有限责任公司改制为股份有限公司或反向改制。需要注意的是，根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》，如为中央企业或其子企业，有限责任公司改制为股份有限公司或者反向改

制，股东及持股比例不变的，可以不进行评估；³

2. 以非货币资产对外投资，需要评估出资的资产；

3. 合并、分立、破产、解散，需要注意的是适用本条的主体是国有出资企业及其各级子企业，并不包括国有参股企业，但也要求国有股东在履行决策程序时，按照国资管理规定发表意见，决策结果根据公司章程和内部管理规定最终确定；⁴

4. 非上市公司国有股东股权比例变动，这也是我们本文后续重点展开讨论国有参股企业增资是否需要评估的源泉条款；

5. 产权转让，转让国有产权需要进行评估，这则规定看起来很简单，实操中也会遇到问题，例如，未实缴出资的股权评估是否有所不同？笔者理解，转让股权的评估值基于被转让企业整体评估价值，是否实缴出资，并不影响，但是在转让股权时需要对权利受限的情况进行披露，并要求受让方继续履行出资义务；⁵又例如：公司制的国有企业转让其持有的基金合伙份额，虽然目前主流观点均认为国有合伙企业不适用 32 号令，但转让基金合伙份额，仍需履行评估程序；⁶

6. 资产转让、置换，需要注意的是，根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》，中央企业或其子企业拟通过公开挂牌方式转让无法获取标的企业资料的参股股权以及账面原值低于 500 万元（含 500 万元）的存货、固定资产等的，可以不进行评估；⁷

7. 整体资产或部分资产租赁给非国有单位，需要注意的是，根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》，中央企业或其子企业租赁能够获取公开市场价格

³ 根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》规定，中央企业及其子企业发生以下经济行为时，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以不对相关标的进行评估：5. 有限责任公司整体变更为股份有限公司或者股份有限公司变更为有限责任公司，股东及其持股比例不变。

⁴ 根据国务院国资委官网披露的关于“《企业国有资产评估管理暂行办法》是否适用于国有参股公司？”的问答，《企业国有资产评估管理暂行办法》第二条的适用范围包括国有全资、控股以及实际控制企业。国有参股企业发生《企业国有资产评估管理暂行办法》第六条相关经济行为时，国有参股企业的国有股东代表应当按照国资监管相关规定发表股东意见。原文链接：<http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c26903866/content.html>。

⁵ 根据国务院国资委官网披露的“关于企业产权转让相关事宜的咨询”的问答，国有股东尚未完全实缴注册资本而需要转让股权时，应将权利受限情况予以披露，并对受让方继续履行出资义务提出要求。原文链接：<http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c25767141/content.html>。

⁶ 根据国务院国资委官网披露的“关于国有全资公司转让有限合伙企业份额是否需进场交易问题的咨询”的问答，国有企业转让持有的有限合伙企业基金份额、有限合伙企业转让对外投资的企业股权不在 32 号令规范范围内；如涉及中央企业及其子企业转让有限合伙企业份额，应当根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》相关规定进行评估或估值。原文链接：<http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c31327747/content.html>。

⁷ 根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》规定，中央企业及其子企业发生以下经济行为时，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以不对相关标的进行评估：8. 拟通过公开挂牌方式转让无法获取标的企业资料的参股股权以及账面原值低于 500 万元（含 500 万元）的存货、固定资产等，或出售、租赁能够获取公开市场价格的房产。

的房产的，可以不进行评估；⁸

8. 以非货币资产偿还债务；
9. 资产涉讼；
10. 收购非国有单位资产；
11. 接受非国有单位以非货币资产出资；
12. 接受非国有单位以非货币资产抵债；
13. 法律、行政法规规定的其他需要进行资产评估的事项。

同时法规也规定了不需要进行评估的范围，具体包括：

1. 企业整体或部分资产无偿划转，这承继了《国有资产评估管理若干问题的规定》中的规定；
2. 国有独资企业与其下属独资企业（事业单位）之间或其下属独资企业（事业单位）之间的合并、资产（产权）置换和无偿划转。

需要注意的是，无偿划转虽不需要进行资产评估，根据《企业国有产权无偿划转管理暂行办法》（2005年8月29日施行），仍然需要开展审计或清产核资，以中介机构出具的审计报告或经划出方国资监管机构批准的清产核资结果作为企业国有产权无偿划转的依据。

三、国有参股企业增资交易的评估事宜

05年评估办法虽然出台时间较早，但至今依然是关于国有资产评估方面规定最全面也是依然有效的最主要的评估相关的法律规定。该办法第六条第（四）款规定，非上市公司国有股东股权比例变动，应当对相关资产进行评估。而根据05年评估办法第二条的适用企业范围描述，各级国有资产监督管理机构履行出资人职责的企业（所出资企业）及其各级子企业涉及的资产评估，适用本办法。05年评估办法对“所出资企业及其各级子企业”并未做进一步阐释，从广义的国有企业定义看，国有企业包含国有参股企业，所出资企业的子企业也应当包含国有参股企业，所以国有参股企业不应从第二条的适用企业范围中直接排除，即国有参股企业增资时如果国有股东未行使优先认购权同比

⁸ 根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》规定，中央企业及其子企业发生以下经济行为时，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以不对相关标的进行评估：8.拟通过公开挂牌方式转让无法获取标的企业资料的参股股权以及账面原值低于500万元（含500万元）的存货、固定资产等，或出售、租赁能够获取公开市场价格的房产。

例增资，国有参股企业的增资行为应当履行国有资产评估程序；但如果考虑国有股东对参股企业的控制力以及对增资交易可施加的影响和增资方以及参股企业对交易成本、效率的考量可能与国有股东希望评估的意愿存在不一致的客观情况，国有参股公司的增资是否应当履行评估程序即使有更为明确的适用要求也非国有股东可以单方决定，这导致很长一段时间，不但在法律法规层面对国有参股公司增资是否需要资产评估这个问题存在理解差异，在实操层面国有股东执行评估规定也存在一定困难。但无论如何，为避免国有资产流失，国有股东对于参股企业的增资是否需要评估的问题都是极为谨慎的。过往笔者在代表机构投资人以增资方式对被投资企业进行股权投资时，存在虽然被投资企业的国有股东占比仅为 1% 多，国有股东也要求目标公司履行了资产评估程序，甚至个别项目中被投资企业还在国有股东的坚持下以进场交易方式完成增资。

在 05 年评估办法实施后的十多年里，虽然陆续出台了多个涉及国有资产评估的法律法规，但都没有正面明确地对国有参股企业的增资行为是否需要履行评估程序做出回答，直到 2020 年 11 月 6 日和 2022 年 12 月 22 日国务院国资委官网上的两则答复，让国务院国资委对于这个问题的态度初露端倪。2020 年 11 月 6 日国务院国资委官网针对“请问国有参股公司（国有股东合计持股比例不足 5）增资引入一名外部民营背景股东时（会导致原国有股东持股比例变动）是否必须进行资产评估，并履行国有资产评估备案程序？”这一问题答复：国有股东应按照企业国有资产监督管理有关规定在有关经济行为的决策会议上，就其需要进行资产评估和履行国有资产评估备案程序表达意见，最终以股东会决议为准。类似地，2022 年 12 月 22 日有问题问到“《企业国有资产评估管理暂行办法》第二条规定：各级国有资产监督管理机构履行出资人职责的企业（以下统称所出资企业）及其各级子企业（以下统称企业）涉及的资产评估，适用本办法。请问，该条规定的各级国有资产监督管理机构履行出资人职责的企业（以下统称所出资企业）及其各级子企业（以下统称企业）是否包括国有参股公司？如果包括的话，国有参股公司属于各级国有资产监督管理机构履行出资人职责的企业还是属于各级子公司？”针对这个问题官网答复：05 年评估办法规定的企业包括国有全资、控股以及实际控制企业，国有参股企业发生 05 年评估办法第六条相关经济行为时，国有参股企业的国有股东代表应当按照国资监管规定发表股东意见。仔细阅读这两则答复后，会发现这两则答复回避了国有参股企业是否应当进行资产评估的问题本身，而是针对作为国有参股企业股东的国有企业应当在有关增资这一经济行为发生时所采取的措施给出指导

性意见。换言之，答复没说国有参股企业必须适用 05 年评估办法从而需要评估，但也没说参股企业增资不需要评估，而是在国有参股企业发生增资的经济行为时，要求国有股东发表股东意见，即在审议批准参股企业增资的股东会上发表是否需要依照国资监管规定进行评估的意见。我们认为，这样的答复与直接对国有参股企业增资是否需要评估进行规定，而相关规定又难以落地相比，客观上更符合国有参股企业非由国有股东实际控制的情况，而国有股东对国有参股企业的管理体现在与出资相匹配的股东权利的行使上也更为科学。

2023 年 6 月 23 日《国有企业参股管理暂行办法》(以下简称“《**参股管理办法**》”)正式生效，该办法的第二十条第二款规定：“参股企业通过增资扩股引入其他投资者，国有股东应当在决策过程中，按照国有资产监督管理有关规定就资产评估、进场交易等发表意见。”2024 年 1 月 30 日生效的《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》中也重申了相关精神，要求中央企业及其子企业参股的企业发生非国有股东增资及减资等经济行为时，国有股东应当比照国有资产评估管理相关规定，发表关于资产评估或估值的股东意见，最终以参股企业决策为准。至此有关国有参股企业的增资是否需要履行国资评估程序在法规层面有了较为清晰的答案，然而对于国有股东而言，可比照参考并作为发表股东意见的国有资产评估管理相关规定是什么，在没有评估结果的情况下如何判断潜在增资价格的合理性以及有无国有资产流失的风险，以及如何说服参股企业配合履行国有资产评估程序则是另一个问题。

第四章：国资机构参与搭建红筹架构投资要点

作者：张桐 | 曹哲源

红筹架构是一种独特的公司境外控股架构，其核心在于通过在海外（非中国本土）成立一家特殊目的公司（即“境外融资主体”），作为股权融资运作的核心平台，将位于中国境内的实际运营企业的资产、权益等有效整合并注入到境外融资主体中。随后，利用境外融资主体作为上市实体，在中国大陆境外的证券交易所进行公开融资或上市交易。简而言之，公司的运营活动仍保留在中国本土，但资本运作与上市活动则转移至境外进行运作，这种架构常被称为红筹架构。红筹架构实现了以境外融资主体名义在海外市场筹集资金，同时保留了境内企业的运营实体与业务基础。

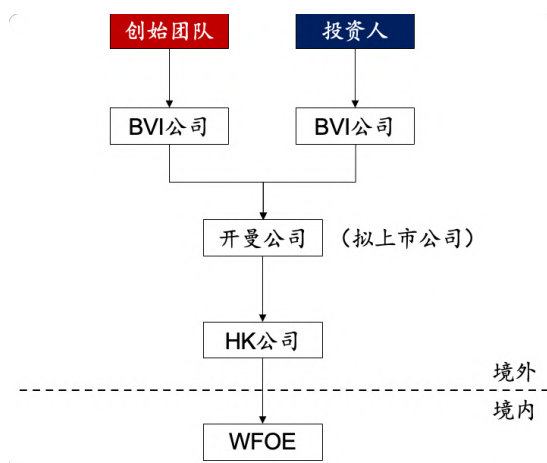
近年来，除了民营资本和外资对红筹架构的青睐，也有越来越多国资机构参与搭建红筹架构。本文将从常见的红筹投资架构、境内投资人（特别是国资机构）参与红筹或VIE架构的重组步骤、相关交易协议和法规注意要点进行简单介绍。

一、常见的红筹投资架构

实务中，企业与投资人会根据自身情况，选择搭建合适的红筹投资架构，本文先简单介绍四种常见的红筹架构的基本情况。

（一）小红筹架构

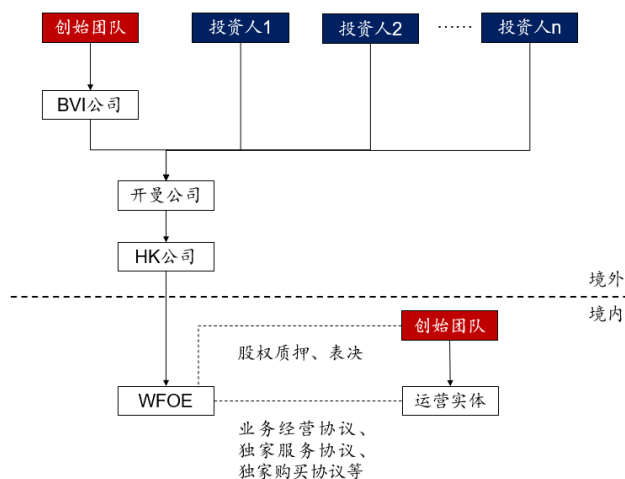
小红筹架构搭建如图所示：



“小红筹”是指境内运营实体的实际控制人是境内自然人，该自然人以境外控股的形式搭建的红筹架构。搭建小红筹架构的核心是创始团队、股份预留（ESOP）和投资人一同通过开曼和香港主体间接持有境内公司（WFOE）。在小红筹架构中，开曼公司会作为上市发行以及融资主体，境内公司则主要负责境内运营。小红筹架构设立成本较低，操作并不复杂，灵活性强，通常适用于无特别外商投资行业限制且考虑境外上市架构的被投资企业。

（二）红筹 VIE 架构

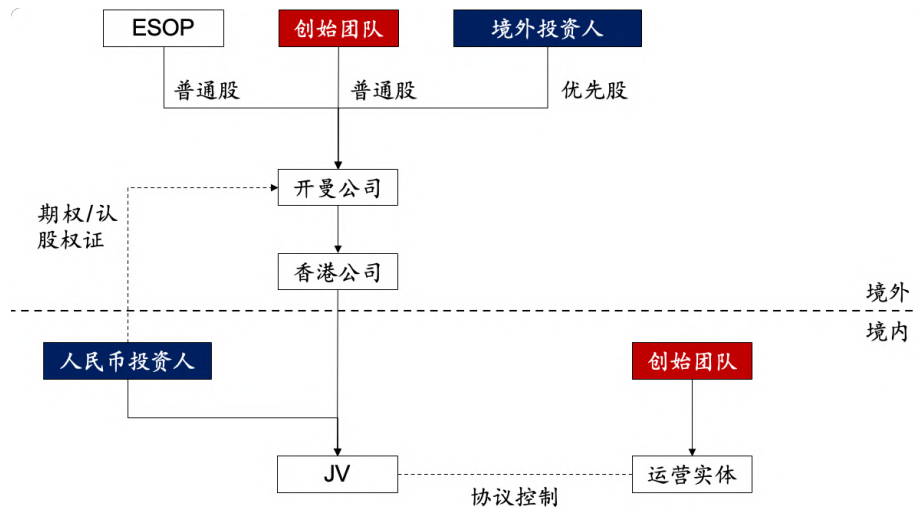
红筹 VIE 架构如图所示：



红筹 VIE 架构与小红筹架构在境外层面基本相同，主要区别在于国内层面，在红筹 VIE 架构中，创始团队需要通过境内公司（WFOE）与国内运营实体公司之间签订各种协议来达到控制效果。在搭建操作上具体而言，VIE 架构中创始团队和有关投资人先后设立境外融资主体、香港子公司（如有）、境内公司（WFOE），并由境内公司（WFOE）与境内运营实体（OPCO）签署一系列控制协议（例如：业务经营协议、独家服务协议、独家购买协议、股权质押协议等），使境外融资主体得以间接实际控制境内运营实体（OPCO），并由此实现对境内运营实体（OPCO）财务数据的并表。红筹 VIE 架构通常适用于受外商投资行业限制但考虑境外上市架构的被投资企业。

（三）合资双平台

合资双平台结构如图所示：



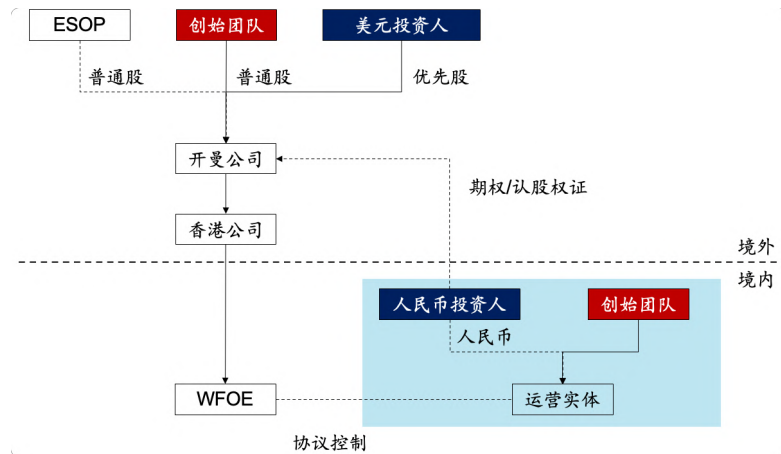
合资双平台架构是红筹 VIE 架构的变体结构，与红筹 VIE 架构的区别主要在于投资形式上，人民币投资人会对境内公司（WFOE）进行投资，认购新增注册资本，将其改变成一个境内中外合资企业（JV）。

搭建合资双平台有如下重要步骤：首先，创始团队、股份预留（ESOP）和境外投资人一同通过开曼和香港主体间接持有境内合资企业（JV）。其次，境内人民币投资人对于境内合资企业（JV）进行股权投资；与此同时，境外开曼平台向该境内人民币投资人发放一份期权或认股权证，此期权设计在人民币投资人成功获得对外直接投资（ODI）审批后得以行使，进而使人民币投资人直接拥有开曼公司的股权。最后，境内合资企业（JV）通过一系列控制协议，实现对境内实际运营主体（OPCO）财务报表的合并。

与红筹 VIE 架构相同，合资双平台架构同样适用于受外商投资行业限制但考虑境外上市架构的被投企业；值得注意的是，该架构往往常用于暂时解决境内人民币投资人的外汇汇出困难；在之后的资本运作中，或有重组架构的必要性。

（四）VIE 双平台

VIE 双平台结构如图所示：



VIE 双平台为红筹 VIE 的第二种变体结构，与合资双平台的不同之处在于，人民币投资人会将资金投入境内运营实体，而不是之前的中外合资企业（JV）。搭建 VIE 双平台有如下重要步骤：首先，创始团队、股份预留（ESOP）和境外投资人一同通过开曼和香港主体间接持有境内公司（WFOE）。其次，境内人民币投资人对境内实际运营主体（OPCO）直接进行股权投资；与合资双平台相同，境外开曼平台会向该投资人发放一份期权或认股权证，以便于人民币投资人直接获得开曼公司的股权。最后，境内公司（WFOE）通过一系列控制协议，实现对境内实际运营主体（OPCO）财务报表的合并。

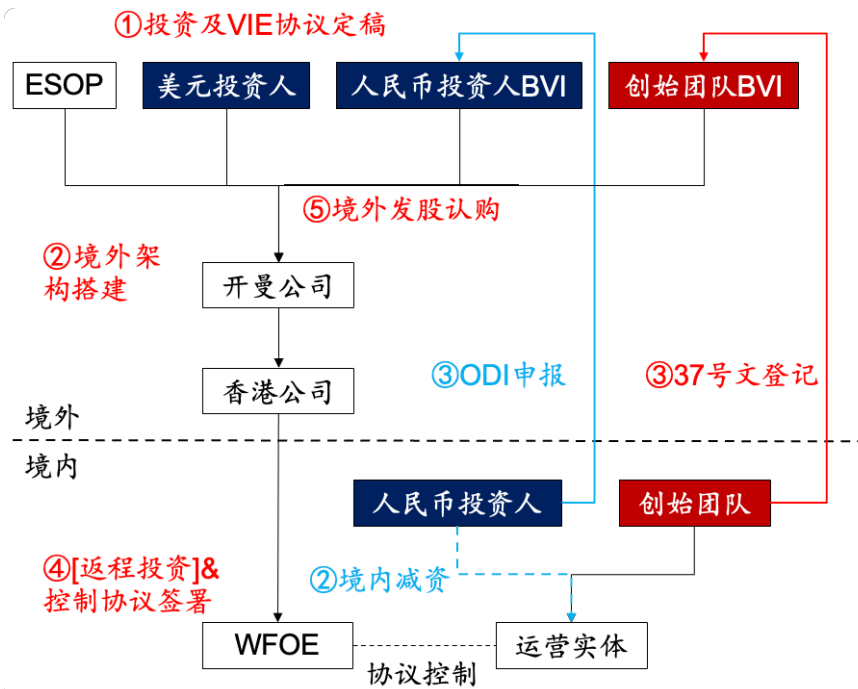
由于境内公司（WFOE）运用了 VIE 协议控制境内运营主体（OPCO），该架构通常适用于受严格外商投资行业限制但考虑境外上市架构的被投资企业；与合资双平台结构相类似，该结构也常用于暂时解决境内人民币投资人的外汇汇出困难。

二、境内投资人红筹 VIE 架构重组步骤

在搭建红筹 VIE 架构时，对于已经向境内运营实体进行投资的人民币投资人和创始团队而言，需要选择合适的方式外翻实现其权益，确保合规与安全。以下笔者将介绍境内投资人在进行红筹 VIE 架构重组时的重要步骤：

（一）境内平台红筹重组 VIE 步骤

境内平台重组红筹 VIE 步骤如图所示：



如上图所示，若国内运营实体原本已是创始人设立并吸收有关人民币投资人的人民币投资款的架构，需要重新搭建红筹 VIE 架构的，首先需要境内人民币投资人、创始团队各自创立 BVI 公司，与美元投资人共同设立开曼公司并安排股份预留（ESOP），且签署开曼投资协议。在境内人民币投资人与创始团队设立 BVI 时，需要注意境外投资文件对境内原有股权安排和优先权（若有）的替换，股东需要签署的文件主要可能包括终止境内股东协议以及其他与优先权利和公司治理有关的文件。

与此同时，需要确保所有境内投资方同步外翻，避免双重持股、合同权利真空或境内外优先权约定不一致导致冲突。对于境内运营实体（OPCO），在进行上述减资操作时，需要编制资产负债表、财产清单，进行减资股东会决议，应履行自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告的法定手续。

值得注意的是，在减资过程中，股东应尽合理注意义务，如公司减资时未依法履行通知已知或应知的债权人的义务，股东不能证明其在减资过程中对怠于通知的行为无过错的，当公司减资后不能偿付减资前的债务时，股东应当就该债务对债权人承担补充赔偿责任。

其次，创始团队外翻时需要进行 37 号文登记，⁹境内人民币投资人外翻时需要进行

⁹ 《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发[2014]37号）。

ODI 申报。具体而言，创始团队（境内居民）向银行申请 37 号文登记时，不应有跨境资金流动；在创始团队（境内居民）完成 37 号文登记之后，现有股东（境内人民币投资人）向发改委、商委申报 ODI，申报前需要通过公司内部决策及国资审批程序（如适用）。需要注意的是，ODI 申报各地口径存在差异，需结合个案情况提前与当地相关部门沟通。

上述步骤后，值得关注的重点在于各投资人与创始团队“返程投资”与签署 VIE 主体控制协议。在此过程中，开曼公司持股的香港公司需要新设境内公司（WFOE），并与境内运营实体签署相关控制协议。控制协议主要包括：《独家服务协议》，境内公司（WFOE）向境内运营实体提供独家咨询和服务，境内运营实体以支付服务费用的名义将经营利润转移到境内公司（WFOE），并通过分红的形式汇出至境外；《股权质押协议》，境内运营实体的股东将其持有的全部股权向境内公司（WFOE）质押，以担保相关控制协议的履行；《独家购股权协议》，在法律未来允许收购的情况下，境内公司（WFOE）（或其他境外主体）享有购买境内运营实体股权的权利；《授权委托书》，境内运营实体的股东将投票权委托于境内公司（WFOE）或其指定代表，保证境内公司（WFOE）对境内运营实体经营决策的控制力；《配偶同意函》，需要自然人创始人股东的配偶出具。

最后，在境外发股等涉及境外股东注册的手续方面，人民币投资人、美元投资人需要在开曼层面出资认购、注册开曼公司股份。

（二）境内人民币投资人进行 ODI 申报的要点

境内人民币投资人在境外设立 BVI 公司，属于境外直接投资（ODI），只有完成 ODI 备案并且获得核准手续后，才能开展其境外的后续投资安排。对于 ODI 申报程序的要点，笔者根据目前现有的法律法规及其他相关规定，总结为如下表格¹⁰：

¹⁰ 本简述仅为总结，不构成本所正式法律意见。除明文法规外，另须注意特定时期和地点的个案口径。

ODI 程序简介

投资主体	境外投资类型	国资监管部门程序（若适用）	发改部门程序	商务部门程序	外管程序	其他注意事项
中央管理企业	涉及敏感国家（地区）、敏感行业 ¹¹ 的境外投资	主业投资项目： <ul style="list-style-type: none"> 中央企业境外投资项目《负面清单》禁止类项目：禁止投资； 《负面清单》特别监管类项目：国资委审核把关 《负面清单》之外项目：企业自主决定 非主业投资项目：原则上不可以，国资委审核	国家发改委核准	商务部核准	不区分投资类型、投资主体，一律由外汇指定银行直接审核办理境外直接投资项下外汇登记	<ul style="list-style-type: none"> 投资主体通过其控制的境外企业开展中方投资额 3 亿美元及以上非敏感类项目的，投资主体应当将有关信息告知国家发展改革委。 涉及敏感国家（地区）、敏感行业的境外投资应当征求我驻外使（领馆）（经商处室）意见
	其他境外投资		国家发改委备案	商务部备案		
地方企业	涉及敏感国家（地区）、敏感行业 ¹¹ 的境外投资	按各省级国资主管部门具体规定办理，一般参照中央管理企业	国家发改委核准	商务部核准		
	其他境外投资		<ul style="list-style-type: none"> 中方投资额 3 	省级商务		

¹¹ 根据《企业境外投资管理办法》、《境外投资敏感行业目录》，“敏感国家和地区”包括：与我国未建交的国家 and 地区，发生战争、内乱等国家和地区，根据我国缔结或参加的国际条约、协定等，需要限制企业对其投资的国家 and 地区等；“敏感行业”包括：武器装备的研制生产维修，跨境水资源开发利用，新闻传媒，房地产，酒店，影城，娱乐业，体育俱乐部和在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。

投资主体	境外投资类型	国资监管部门程序（若适用）	发改部门程序	商务部门程序	外管程序	其他注意事项
	外投资		亿美元以下：省级发改部门备案 • 中方投资额 3 亿美元及以上：国家发改委备案	部门备案		

三、股权投资交易协议条款和交易中的注意点

交易协议是搭建红筹架构的重点，以下以表格的形式总结归纳了常见的不同司法管辖区中，各类股权投资优先权条款在不同司法管辖区常用的投资协议中的条款分布。

（一）协议条款相应分布

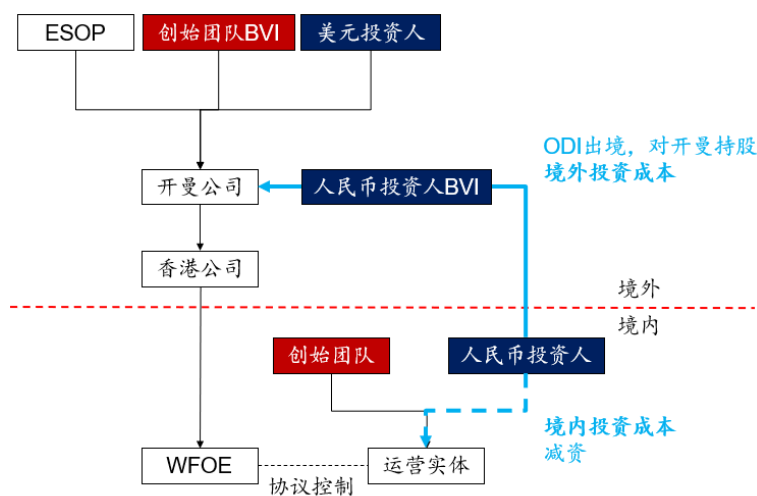
主要条款与关键问题	美国	开曼群岛	中国大陆
反稀释权与转换 - 普通股与优先股的转换比例 - 反稀释的价格调整 • 广义/狭义的加权平均价格 • 完全棘轮	章程	章程	股东协议
竞争问题等 - 禁止竞争 - 转让限制（例外：转给家人或关联方等；对谁施加限制：创始人还是投资人？）	投资者权利协议	股东协议 章程	增资协议/ 股东协议

主要条款与关键问题	美国	开曼群岛	中国大陆
- 投资限制（限制投资人？）			
优先分红权 - 年利率[n]%（单利 vs. 复利） - 累积性优先分红权 vs. 非累积性优先分红权 - 参与性优先分红权 vs. 非参与性优先分红权	章程	章程	股东协议
拖带权/强制随售权 - 谁来批准对外出售股权交易： <ul style="list-style-type: none"> • 创始人；和/或 • 董事会 / 投资人 - [n]×投资后估值和 QIPO 失败[n]年后本轮融资 - 拖带权人：投资人/ 创始人/ 两者	股东投票协议	股东协议 章程	增资协议
尽职调查 - 公司的陈述（正面事实） - 公司的保证（负面事实） - 交割时间 & 陈述保证是否有效延续至交割日 - 公司赔偿（普通 / 特殊 / 连带；责任的限制） - 约定 <ul style="list-style-type: none"> • 先决条件 • 交割条件 	股权认购协议 / 股票认购协议	股权认购协议 / 股票认购协议	股东协议
知情权与审查权 - 月度 / 季度 / 年度 - 审查权限	投资者权利协议	股东协议	股东协议
清算优先权 - 由特定的清算事件触发	章程	章程	股东协议

主要条款与关键问题	美国	开曼群岛	中国大陆
<ul style="list-style-type: none"> - 投资款 + [n]% 年利率 (单利 vs. 复利) + 宣告而未付的股息 - 有参与权 (的优先股) vs. 无参与权 (的优先股) 			
回购权 <ul style="list-style-type: none"> - 触发情形: <ul style="list-style-type: none"> • 在本轮融资后[n]年未能完成 QIPO • 严重违反交易文件 • 对赌协议 - QIPO 的定义 <ul style="list-style-type: none"> • 年份与交易所地点 • IPO 前市值阈值 • IPO 预计收益阈值 - 回购方: 公司 / 创始人 / 两者 - 回购价格 <ul style="list-style-type: none"> • 投资款 + [n]% 年利率 (单利 vs. 复利) + 宣告而未付的股息; 或 • 投资款的[n]倍 	章程 投资者权利协议	章程	股东协议
登记权 (美国证券交易委员会) <ul style="list-style-type: none"> - 要求注册权 - 第 3 表格注册权 - 跟随出售注册权 	投资者权利协议	股东协议 章程	不适用
优先认购权 <ul style="list-style-type: none"> - 优先认购发行的新股 (按比例) - 例外 (如: 员工股权激励计划, QIPO 等) 	投资者权利协议	股东协议 章程	股东协议
优先购买权、共同出售权 <ul style="list-style-type: none"> - 优先购买出售的老股; 和 - 共同出售 (共同出售权的触发机制 & 按比例出售) 	优先购买权协议	股东协议 章程	股东协议

主要条款与关键问题	美国	开曼群岛	中国大陆
估值和调整 - 股权结构表：交易前与交易后 - 调整机制	股权认购协议 / 股票认购协议	股权认购协议 / 股票认购协议	股东协议
实授创始人股份 - [n]年创始人权益的实授计划	投资者权利协议	股东协议 / 股份限制协议	股东协议
否决权 / 投票 / 保护性条款 - 股东大会（是否按投资轮次表决？） - 董事会会议与席位（或观察员） - 特别批准（如某事项对某特定股东产生不利影响）	章程 投资者权利协议 股东投票协议	股东协议 章程	股东协议 章程
其他 - 交易成本分配 - 所得款项用途 - 名称的使用	股权认购协议 / 股票认购协议	股权认购协议 / 股票认购协议	股权认购协议 股东协议

（二）VIE 上翻税基问题



境内人民币投资人外翻后，未来处置标的公司境外主体股权/份时，如果被认定为通

过实施不具有合理商业目的的安排间接转让中国居民企业股权；依据国家税务总局公告 2015 年第 7 号《国家税务总局关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》的规定需缴纳股权转让所得税。

从境内投资人上翻搭建红筹 VIE 架构后，产生税基损失的原因和结果上来看，如果境内人民币投资人对标的公司境内投资成本在外翻时没有完全退出并平移至境外层面成为境外主体投资成本（例如，标的公司在开曼层面仅以名义对价向人民币投资人发股）；并且未来处置境外主体股权/份时，境内主管税务局不认可人民币投资人此前支付给境内主体的投资额是相当于对整个集团的投资成本；这种情况将导致境内投资成本不能完全扣减，境内投资成本和境外投资成本数值的差额部分需要多征税。

对于该问题的解决方案，标的公司境内主体应以不低于境内投资成本减资回购人民币投资人所持股权，且人民币投资人将减资款通过 ODI 出境，认购标的公司境外主体的相应比例的股权。

需要注意的是，笔者的经验中注意到：我国部分地区的实操对外商投资企业外资股东的减资退出存在认缴注册资本额限制的障碍（也即不认可溢价的资本公积部分的减资对外汇出）。该问题的解决往往需要在资金池安排等特殊第三方金融服务上寻求方案。

就上述税基损失问题而言，各方也可签署相关协议，约定在标的公司没有足够资金回购、人民币投资人为自然人无法办理 ODI 或者人民币投资人 ODI 额度不足时，由标的公司及创始人承诺在未来实现投资退出时来补偿境内人民币投资人的税基损失。

（三）其他要点：境外上市考量

国资机构参与境内投资架构上翻实施红筹 VIE 重组的目的主要在于对被投资公司未来实现境外上市退出的期待。就此类公司重组实现境外上市方面的其他重要监管要点，我们对 2018 年《上市公司国有股权监督管理办法》（36 号令）与《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及相关监管规则适用指引等主要监管规则的梳理如下：

1. 港股 VIE 架构上市规则下的 Narrowly Tailored 原则

香港联交所在其相关上市决策文件中，对拟于中国香港上市的大中华发行人使用红筹 VIE 架构应符合严限要求做出了明确规定。其具体而言，港交所要求：上市申请人只可于必要的情况下以合约安排解决任何外资拥有权的限制，否则上市申请人必须直接持

有 OPCO 公司的最大许可权益（即外资产业政策下允许直接持股的相应股权比例不得以 VIE 方式持有）。

在港股平台使用红筹 VIE 架构安排股份上市时，需要重点关注上述 **Narrowly Tailored** 原则。在该原则下，上市申请人只可以在必要的情况下以 VIE 架构解决外商投资限制的问题，否则必须最大限度直接持有运营实体的权益。在实际可行的情况下，上市申请人须向监管机构索取适当的监管确认。同时，必须确认合约安排的有效性，在相关合约条款中需要包含境内运营主体公司股东授予上市申请人董事及其继任人行使境内运营主体公司股东所有权力，并确保不存在任何潜在利益冲突的内容；载有解决争议的条款；处理境内运营主体公司资产权利的内容。

有鉴于此，在中国大陆境内层面应当注意，使用红筹 VIE 架构在港股平台上市时，必须符合中国法律法规，拟上市公司必须证明能遵守《中华人民共和国外商投资法》及其他法律法规。最后，当法律允许上市申请人无须采用合约安排方式经营业务时，须终止合约安排。

2. 2023 年境外上市新规（《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及相关监管规则适用指引）

在 2023 年 3 月 31 日，中国证券监督管理委员会发布了《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》，根据第八条可以明确发生以下情形，企业不得境外发行上市：法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的；经国务院有关主管部门依法审查认定，境外发行上市可能危害国家安全的；境内企业或者其控股股东、实际控制人最近 3 年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪的；境内企业因涉嫌犯罪或者重大违法违规行为正在被依法立案调查，尚未有明确结论意见的；控股股东或者受控股股东、实际控制人支配的股东持有的股权存在重大权属纠纷的。对于境外发行备案报告，拟上市企业需要指定一家主要境内运营实体为境内责任人，向中国证监会备案；披露协议控制架构搭建的原因及具体安排；披露协议控制架构可能引发的控制权、相关主体违约、税务等风险；披露风险应对措施。

对于发行人境内律师，相关规则指出发行人境内律师需要进行专项法律意见核查，主要包括境外投资者参与发行人经营管理情况，例如派出董事等；是否存在境内法律、行政法规和有关规定明确不得采用协议或合约安排控制业务、牌照、资质等的情形；通

过协议控制架构安排控制的境内运营主体是否属于外商投资安全审查范围，是否涉及外商投资限制或禁止领域。

最后，发行人还需要做好与中国证监会的沟通工作，如果发行人可能存在上述不得境外发行上市的情形，证监会可以征求有关主管部门的意见。

3. 港股上市公司锁定期与退出的规范

对于港股上市公司的股东而言，对于公司 IPO 锁定期有明确的规定。简单来说，对于不同股东的要求如下：(a) 控股股东（上市后持股比例一般超过 30%），所持申请人股权在交易所买卖日起 6 个月（主板）/12 个月（创业板）内，不得出售；并且前述期满后 6 个月（主板）/12 个月（创业板）内，不得通过出售、设置权利或负担等形式使自身丧失控股股东地位。(b) 基石股东的禁售期为（就其基石配售部分）上市日期起至少 6 个月；(c) 其他股东一般会与发行人约定上市日期起 6 个月禁售。

需要注意的是，香港股市还有特殊规定，港股上市公司受限于《公司法》规定的 1 年禁售；但港股上市开曼公司暂无相关限制。在实操方面，还需要注意的事项有境内股东的外汇账户合规问题，需要区分（境内银行的）境内股东境外持股专用账户与（境外银行的）境内股东境外专用账户的区别。还需要注意其他材料的完整性与合规性，例如《境外持股登记表》、境外持股业务登记凭证（外管和银行）。该等银行账户或外汇管理手续的缺失，对境内投资人股东而言也往往会造成不必要的困扰。

（四）国有股东境外上市公司退出监管问题

对于国有股东参与搭建红筹 VIE 架构，并成功实现境外上市后，除却上述需要注意的监管要点外，其进行股份抛售退出时，还需关注有关法规下通过不同的退出交易模式下的审批问题。

以交易模式来区分，国有股东往往以证券交易系统转让、公开征集转让与非公开协议转让的方式来实现境外上市公司的股份退出。对于这三种方式，需要重点关注程序与审批层级划分问题。

首先，通过证券交易系统转让在程序上需要注意转让审批并且关注交易所规则变化，按照交易所规则进行转让；在审批层级方面，一般情况为国家出资企业内部决策，而其中需要国有资产监督管理机构审核批准的情况为：国有控股股东转让后持股比例低于合

理比例；国有控股股东会计年度内净转让达上市公司总股本 5%（总股本小于 10 亿股）或净转让量达 5000 万股（总股本超过 10 亿股）；国有参股股东会计年度内净转让达上市公司总股本 5%。

其次，通过公开征集转让在程序上的基本流程为国有股东内部决策；上市公司公告披露（国有控股股东转让导致控制权转移的应停牌）；征集审批（国有资产监督管理机构）；上市公司公开征集受让方；选择确定受让方；签订转让协议；转让审批；价款支付及过户登记。在审批层级划分方面，一般情况为国有资产监督管理机构审核批准；需要国家出资企业审核批准的情况为：国有控股股东所持股份公开征集转让，未导致其持股比例低于合理持股比例的事项；国有参股股东所持股份公开征集转让。

再次，如果国有股东选择通过非公开协议转让退出，则需要注意一些前置条件的达成，主要有：上市公司连续两年亏损并存在退市风险或严重财务危机，受让方提出重大资产重组计划及具体时间表；企业主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务，对受让方有特殊要求；为实施国有资源整合或资产重组，在国有股东、潜在国有股东（经本次国有资源整合或资产重组后成为上市公司国有股东的，以下统称国有股东）之间转让；上市公司回购股份涉及国有股东所持股份；国有股东因接受要约收购方式转让其所持上市公司股份的；国有股东因解散、破产、减资、被依法责令关闭等原因转让其所持上市公司股份；国有股东以所持上市公司股份出资。达成前置条件后，需要注意的程序有国有股东内部决策；签订转让协议；转让审批；价款支付及过户登记。在审批层级划分方面，一般情况需要国有资产监督管理机构审核批准；如果是国有股东所持股份在集团内部进行非公开协议转让，则需要进行国家出资企业审核批准。

四、结语

在近年的股权投资交易中，越来越多的国资机构以投资人身份参与了红筹 VIE 架构的上翻或搭建重组。上述内容为对于相关适用的法律和交易要点的总结简要归纳，希望对从事此类交易架构的市场主体有所参考作用。

第五章：国资参与私募股权基金投资相关法律问题

作者：张思婧 | 王京鹤

前言

近年来，伴随经济形势变化、产业结构转型等趋势，国有资本逐渐成为私募股权基金的重要资金来源。国务院在《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》中，将发挥政府出资的创业投资基金作用、落实和完善国资创业投资管理制度，作为培育多元化创业投资主体的重要举措；9月18日召开的国务院常务会议也指出，要推动国资出资成为更有担当的长期资本、耐心资本，完善国有资金出资、考核、容错、退出相关政策措施。国资在私募股权基金行业发展过程中的重要程度有望继续提高。

在参与私募股权基金过程中，除受私募基金监管框架的规制外，国有投资人需同时遵守国有资产监管的相关规定，导致国资与私募投资机构“联姻”的各个环节，都呈现出一定区别于非国有投资人的特点，准确理解和把握这些特点，对于国资自身的风险把控，以及投资机构对国有资本的成功募集与合规管理都非常关键。本文试对国资投资私募股权基金所涉的部分重点法律问题进行探讨。

一、参与私募股权基金的国有资本类型

从资金性质角度，参与私募股权基金的国有资本大致可分为财政资金与国有企业经营利润，其中财政资金又分为财政预算资金、中央和地方各类专项建设基金及其它财政性资金。

从投资主体来看，国资参与私募股权基金的主体较为多样，包括各级政府或所属部门、直属机构、政府引导基金、国有资本投资运营公司以及其他中央与地方国有企业。

资金性质与投资架构的不同，导致适用的监管规则有所区别，同时商业诉求与关注重点也存在差异，在国有资产保值增值的基本诉求基础上，国有资本往往还附加有产业拉动、行业扶持、生态建设等政策属性，并在参与私募股权基金的过程中有所反映，例如基金架构与条款设计、基金治理安排与运营机制等，均需不同程度满足国有投资人的

需求。

二、监管框架

如前言所述，国有资本参与私募股权基金，除适用以基金法、信托法为上位法的私募基金监管体系外，视其资金性质、主体类型等，还适用国有资产监管体系的相关规则，其中，较为核心的规定包括《企业国有资产法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》、《国有资产评估管理办法》、国务院国资委《企业国有资产交易监督管理办法》、财政部《政府投资基金暂行管理办法》、国家发改委《政府出资产业投资基金管理暂行办法》等。此外，各地国资监管部门通常出台有相关规范性文件以规范地方国企包括参与私募股权基金在内的各类经营活动。

三、关注要点

（一） 投资阶段

1. 尽职调查

国资参与私募股权基金，通常需要从商业、财务、法律角度对标的基金及其管理人开展尽职调查，进行可行性研究与论证。通过尽职调查，重点把握标的基金、标的基金管理人、托管机构等相关主体是否符合国资监管相关要求以及国资主体内部的遴选标准，例如对于政府出资产业投资基金，其管理人、托管机构应分别满足《政府出资产业投资基金管理暂行办法》所规定的相关条件，地方政府或其下属引导基金，也往往出台有相应的管理办法，对合作的投资机构设置一定条件。

2. 决策流程

国有资产参与私募股权基金前，需要履行严格的决策流程，一方面遵守国有资产监管中有关投资决策流程的相关规定，同时要符合国资主体自身的投资管理制度。例如：各级政府出资设立投资基金，应当由财政部门或财政部门会同相关行业主管部门报本级政府批准，并由同级财政部门将政府出资额纳入年度政府预算；中央企业参与基金，应当作为“三重一大”事项履行集团决策程序，按要求列入中央企业年度投资计划，存在特定情形的，还需要在集团决策后向国资委备案。

3. 国有产权/权益登记

国有产权登记管理是国资监管核心制度之一。国资因参与私募股权基金而形成的权

益，亦应作为国有产权履行登记程序。在具体登记规则方面，国资参与公司型基金与合伙型基金，适用的规定有所不同：对于公司型基金，产权登记制度主要适用《国家出资企业产权登记管理暂行办法》（国资委令第 29 号）；对于合伙型基金，则适用《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》（国资发产权规〔2020〕2 号）。相关要求总结如下：

程序	公司型基金	合伙型基金
1. 企业申请办理	<p>企业应当自产权登记相关经济行为完成后 20 个工作日内，在办理工商登记前，申请办理产权登记。</p> <p>产权登记仅涉及企业名称、注册地、主营业务等基础信息改变的，可在办理工商登记后申请办理产权登记。</p>	<p>有限合伙企业国有权益登记应当在相关情形发生后 30 个工作日内办理。</p>
2. 出资人填报登记信息	<p>由履行出资人职责的企业按照填报要求，填写有关登记内容和相关经济行为合规性资料目录，逐级报送国家出资企业。</p> <p>同一国有资产监督管理机构及其管理的多个履行出资人职责的企业共同出资的企业，由拥有实际控制权的一方负责申请办理产权登记；任一方均不拥有实际控制权的，由持股比例最大的一方负责申请办理产权登记；各方持股比例相等的，由其共同推举一方负责申请办理产权登记。</p> <p>非同一国有资产监督管理机构及其管理的多个履行出资人职责的企业共同出资的企业，由各方分别申请办理产权登记。</p>	<p>出资企业负责填报其对有限合伙企业出资所形成权益的相关情况，并按照出资关系逐级报送国家出资企业。</p> <p>多个出资企业共同出资的有限合伙企业，由各出资企业分别进行登记。</p>
3. 国家出资企业审核并报送登记信息	<p>国家出资企业负责对登记内容及相关经济行为的合规性进行审核后，向国有资产监督管理机构申请登记</p>	<p>国家出资企业对相关信息进行审核确认后完成登记，并向国有资产监督管理机构报送相关信息。</p>
4. 国有资产	<p>国有资产监督管理机构自国家出资企业报</p>	/

程序	公司型基金	合伙型基金
监督管理机构办理登记	<p>送产权登记信息 10 个工作日内，对符合登记要求的企业予以登记；对相关经济行为操作过程中存在瑕疵的企业，国有资产监督管理机构应当向国家出资企业下发限期整改通知书，完成整改后予以登记。</p> <p>已办理产权登记的国家出资企业，由国有资产监督管理机构核发产权登记证；已办理产权登记的其他企业，由国有资产监督管理机构或者由国有资产监督管理机构授权国家出资企业核发产权登记表。</p>	
5. 工商登记完成后的信息报送	<p>企业应当在办理工商登记后 10 个工作日内，将企业法人营业执照或者工商变更登记表报送国有资产监督管理机构；工商登记信息与产权登记信息存在不一致的，企业应当核实相关资料，涉及变更产权登记信息的，企业应当修改后重新报送，国有资产监督管理机构或者国家出资企业对相关登记信息进行确认后重新核发产权登记证、登记表。</p>	/

考虑到有限合伙企业机制灵活、架构多变的特点，《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》还允许各地方国资委按照规定要求，结合自身管理需要，制定符合本地区实际情况的有限合伙企业国有权益登记制度。

（二）基金运作

1. 投资策略

国资参与的私募股权基金，在投资策略方面应当与国资自身的资金属性与政策导向相契合，例如对特定产业、地域经济的带动与扶持等。国资在参与阶段，即应确保基金条款对该等投资策略有所反映和落实。

2. 投资限制

接纳国资投资人的私募股权基金，除遵守私募基金监管规则关于投资领域、投资方式等的限制性规定外，也应当遵循国有资产运用的负面清单，从国资投资人角度，在参

与基金时需要确保在基金文件中充分体现上述投资限制要求。例如，央企参与的基金，不得投向中央企业投资项目负面清单规定的禁止类业务；政府出资的基金，在运作过程中不得从事下列活动：

- (1) 从事融资担保以外的担保、抵押、委托贷款等业务；
- (2) 投资二级市场股票、期货、房地产、证券投资基金、评级 AAA 以下的企业债、信托产品、非保本型理财产品、保险计划及其他金融衍生品；
- (3) 向任何第三方提供赞助、捐赠（经批准的公益性捐赠除外）；
- (4) 吸收或变相吸收存款，或向第三方提供贷款和资金拆借；
- (5) 进行承担无限连带责任的对外投资；
- (6) 发行信托或集合理财产品募集资金；
- (7) 其他国家法律法规禁止从事的业务。

3. 信息披露与知情权

作为国资投资人，获得适当的信息披露、享有充分的知情权是监控基金合规运作，做好投后管理、提高资金效能的重要抓手。除监管规定以及基金合同约定的信息披露外，国资投资人通常需结合自身管理及信息报送等需求，提出更细化的信披要求。除此之外，国资投资人往往还通过提名观察员、参与基金咨询委员会、设置合规审查流程等方式，以更充分地把握基金投资运营状况。

（三）退出

私募股权基金的退出是基金运作的最后一个环节，也是投资人关注的核心内容之一。下文从投资人从基金退出和基金项目处置两个角度展开分析。

1. 国资作为投资人自基金退出

私募股权基金常见的退出方式包括两种：一是权益转让，指投资人将其持有的私募股权基金的股权或份额转让给基金其他现有投资人或其他第三方，从而退出私募基金；二是减资或退伙（为便于描述，以下简称“减资”），指在符合法律法规或基金合同约定的情况下，投资人通过同比例或非同比例方式在所投资基金中减少权益比例，实现从私募股权基金中退出。国资投资人从私募股权基金中退出这一环节，涉及国有资产监管相关的评估和进场交易问题。

(1) 评估问题

A. 转让私募基金权益是否需要评估

根据《企业国有资产法》、32 号令和 91 号令相关规定，**国有企业就持有的私募基金份额进行转让，原则上应当进行资产评估。**这里我们假设“国有企业”属于《企业国有资产交易监督管理办法》（国务院国有资产监督管理委员会、中华人民共和国财政部令第 32 号，2016 年 6 月 24 日起施行，以下简称“32 号令”）定义的国有及国有控股企业、国有实际控制企业。¹²在此前提下，国有企业转让公司型私募基金的股权和合伙型私募基金的份额均应当进行评估。

公司型私募基金适用 32 号令不再论述。如果私募基金采取有限合伙制的组织形式，此时基金投资人持有的是合伙企业的财产份额而非公司股权。就国有企业转让持有的基金份额是否适用 32 号令一直存在诸多讨论，而 2023 年 1 月 17 日发布的《国资委对十三届全国人大五次会议第 1529 号建议的答复》中提及：“关于 32 号令适用范围问题，国资委通过国资委官网政务咨询专栏多次公开回复，**有限合伙企业国有权益流转以及有限合伙企业投资形成的企业产权转让不适用 32 号令，相关事宜应当按照合伙协议执行。**”¹³国资委上述回复明确了国有企业转让其持有的有限合伙企业份额不适用 32 号令。

但是，国有企业出资所持有的基金份额属于上位法《中华人民共和国企业国有资产法》中规定的“国家对企业各种形式的出资所形成的权益”，也即属于国有资产，应遵循《国有资产评估管理办法》（2020 修订）（国务院令第 91 号，以下简称“91 号令”）的规定，**即国有资产占有单位就资产转让事宜应进行资产评估。**国有企业转让基金份额的行为属于为《企业国有资产评估管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会令第 12 号，2005 年 9 月 1 日起施行，以下简称“12 号令”）第六条所规定的需评估情形之“产权转让”。因此国有企业转让合伙型私募基金份额应当进行评估。此外，中央企业及其子企业转让有限合伙企业份额时应适用国资发产权规〔2024〕8 号文，根据相关规定进行

¹² 《企业国有资产交易监督管理办法》第四条：本办法所称国有及国有控股企业、国有实际控制企业包括：（一）政府部门、机构、事业单位出资设立的国有独资企业（公司），以及上述单位、企业直接或间接合计持股为 100% 的国有全资企业；（二）本条第（一）款所列单位、企业单独或共同出资，合计拥有产（股）权比例超过 50%，且其中之一为最大股东的企业；（三）本条第（一）、（二）款所列企业对外出资，拥有股权比例超过 50% 的各级子企业；（四）政府部门、机构、事业单位、单一国有及国有控股企业直接或间接持股比例未超过 50%，但为第一大股东，并且通过股东协议、公司章程、董事会决议或者其他协议安排能够对其实际支配的企业。

¹³ <http://www.sasac.gov.cn/n2588035/c27010972/content.html>

评估或估值。

相关规定摘录如下：

法律法规	制定机关	监管规定
<p>《中华人民共和国企业国有资产法》（中华人民共和国主席令第5号，2009年5月1日起施行）</p>	<p>全国人大常委会</p>	<p>第二条 本法所称企业国有资产（以下称国有资产），是指国家对企业各种形式的出资所形成的权益。</p> <p>第四十七条 国有独资企业、国有独资公司和国有资本控股公司合并、分立、改制，转让重大财产，以非货币财产对外投资，清算或者有法律、行政法规以及企业章程规定应当进行资产评估的其他情形的，应当按照规定对有关资产进行评估。</p> <p>第五十一条 本法所称国有资产转让，是指依法将国家对企业的出资所形成的权益转移给其他单位或者个人的行为；按照国家规定无偿划转国有资产的除外。</p>
<p>《国有资产评估管理办法》（2020 修订）（91 号令）</p>	<p>国务院</p>	<p>第三条 国有资产占有单位（以下简称占有单位）有下列情形之一的，应当进行资产评估：</p> <p>（一）资产拍卖、转让；</p> <p>（二）企业兼并、出售、联营、股份经营；</p> <p>（三）与外国公司、企业和其他经济组织或者个人开办外商投资企业；</p> <p>（四）企业清算；</p> <p>（五）依照国家有关规定需要进行资产评估的其他情形。</p>
<p>《企业国有资产交易监督管理办法》（32 号令）</p>	<p>国务院国有资产监督管理委员会、中华人民共和国财政部</p>	<p>第三条 本办法所称企业国有资产交易行为包括：</p> <p>（一）履行出资人职责的机构、国有及国有控股企业、国有实际控制企业转让其对企业各种形式出资所形成权益的行为（以下称企业产权转让）；……</p> <p>第四条 本办法所称国有及国有控股企业、国有实际控制企业包括：</p>

法律法规	制定机关	监管规定
		<p>(一) 政府部门、机构、事业单位出资设立的国有独资企业(公司), 以及上述单位、企业直接或间接合计持股为 100% 的国有全资企业;</p> <p>(二) 本条第(一)款所列单位、企业单独或共同出资, 合计拥有产(股)权比例超过 50%, 且其中之一为最大股东的企业;</p> <p>(三) 本条第(一)、(二)款所列企业对外出资, 拥有股权比例超过 50% 的各级子企业;</p> <p>(四) 政府部门、机构、事业单位、单一国有及国有控股企业直接或间接持股比例未超过 50%, 但为第一大股东, 并且通过股东协议、公司章程、董事会决议或者其他协议安排能够对其实际支配的企业。</p> <p>第十二条 对按照有关法律法规要求必须进行资产评估的产权转让事项, 转让方应当委托具有相应资质的评估机构对转让标的进行资产评估, 产权转让价格应以经核准或备案的评估结果为基础确定。</p> <p>第六十六条 政府设立各类股权投资基金投资形成企业产(股)权对外转让, 按照有关法律法规规定执行。</p>
<p>《企业国有资产评估管理暂行办法》(12号令)</p>	<p>国务院国有资产监督管理委员会</p>	<p>第六条 企业有下列行为之一的, 应当对相关资产进行评估:</p> <p>(一) 整体或者部分改建为有限责任公司或者股份有限公司;</p> <p>(二) 以非货币资产对外投资;</p> <p>(三) 合并、分立、破产、解散;</p> <p><u>(四) 非上市公司国有股东股权比例变动;</u></p> <p><u>(五) 产权转让;</u></p> <p>第八条 企业发生第六条所列行为的, 应当由其产权持有单位委托具有相应资质的资产评估机构进行评估。</p>

法律法规	制定机关	监管规定
《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规〔2024〕8号，2024年1月30日公布）	国务院国有资产监督管理委员会	二、进一步优化资产评估和估值事项 （二）中央企业及其子企业发生以下经济行为时，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以聘请专业机构对相关标的进行估值： …… <u>5.标的为有限合伙企业份额的交易。</u>

B. 减资退出是否需要评估

减资可以分为同比例减资和非同比例减资两种方式。不等比的减资行为均可能被认定为 12 号令第六条所列的“非上市公司国有股东股权比例变动”，则国有企业从私募基金减资退出需要遵守 12 号令以及关于评估的规定。等比例的减资行为没有发生股权比例变动，因此通常理解无需进行评估，这点在《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规〔2024〕8号）的规定中有所体现：“企业原股东同比例增资、减资”情形的，可以不对相关标的进行评估。此外，部分地方性规定（如上海市）就非同比例减资允许用估值报告代替评估程序。

C. 国有金融企业监管规定

根据财政部发布的监管规定，**如果国有企业属于国有金融机构，则其转让基金份额时应当委托资产评估机构对转让标的基金的整体价值进行评估。**此处国有金融机构指国有独资、国有全资、国有控股及实际控制金融机构（含其分支机构及拥有实际控制权的各级子企业）。

法律法规	制定机关	监管规定
《金融企业国有资产转让管理办法》（中华人民共和国财政部令 第 54 号，2009 年 5	中华人民共和国财政部	第二条 本办法所称金融企业国有资产，是指各级人民政府及其授权投资主体对金融企业各种形式的出资所形成的权益。 本办法所称金融企业，包括所有获得金融业务许可证的企业和金融控股（集团）公司。

法律法规	制定机关	监管规定
月 1 日起施行， 以下简称“ 54 号令 ”）		第十四条 转让方应当依照国家有关规定，委托资产评估机构 <u>对转让标的企业的整体价值进行评估。</u>
《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》（中华人民共和国财政部令 第 47 号，2008 年 1 月 1 日起施行）	中华人民共和国财政部	第二条 在中华人民共和国境内依法设立，并占有国有资产的金融企业、金融控股公司、担保公司（以下简称金融企业）的资产评估，适用本办法。 第六条 金融企业有下列情形之一的，应当委托资产评估机构进行资产评估： …… <u>（四）非上市金融企业国有股东股权比例变动的；</u> <u>（五）产权转让的；</u>
《关于规范国有金融机构资产转让有关事项的通知》（财金〔2021〕102 号，2021 年 11 月 29 日起施行）	中华人民共和国财政部	一、国有独资、国有全资、国有控股及实际控制金融机构（含其分支机构及拥有实际控制权的各级子企业，以下统称国有金融机构）资产转让应当严格遵守国家法律法规和政策规定……国有金融机构转让股权类资产， <u>按照《金融企业国有资产转让管理办法》（财政部令 第 54 号）等相关规定执行</u> ……除国家另有规定外，涉及底层资产全部是股权类资产且享有浮动收益的信托计划、资管产品、 <u>基金份额等金融资产转让，应当比照股权类资产转让规定执行。</u> 四、国有金融机构资产转让，按照《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》（财政部令 第 47 号）等有关规定需要进行资产评估的，转让方应当委托具有相应资质的评估机构进行资产评估并履行相应的核准、备案手续，并以经核准或备案的评估结果为依据确定转让底价…… <u>对投资协议或合同已约定退出价格的资产交易，依法依规履行决策程序后，经论证不会造成国有资产流失的，可按约定价格执行。</u>

D. 国资委监管规定及问答

如前文结论部分所述，就公司型私募基金的转股退出，如被认定为 32 号令规范范

围内的企业产权转让行为，则需进行评估。就合伙型私募基金的转股退出，国资委官网政务咨询专栏多次公开回复明确了国有企业转让其持有的有限合伙企业份额不适用 32 号令。但是，如果国有企业属于 12 号令下的“各级国有资产监督管理机构履行出资人职责的企业及其各级子企业”，则无论其投资的私募基金组织形式为何，国有企业通过转让和减资方式退出均需根据 12 号令第六条进行资产评估。

关于国有企业退出投资的法律适用及是否需要评估等问题，国资委回复总结如下表：

问题：	国有企业转让有限合伙企业财产份额是否适用 32 号文？（2019 年 5 月）
回复：	32 号令适用范围是依据《中华人民共和国公司法》设立的公司制企业。 <u>国有企业转让有限合伙企业份额的监督管理另行规定。¹⁴</u>
问题：	《企业国有资产评估管理暂行办法》是否适用于国有参股公司？（2022 年 9 月 8 日）
回复：	《企业国有资产评估管理暂行办法》（国资委令第 12 号）第二条的适用范围包括国有全资、控股以及实际控制企业。 <u>国有参股企业发生《企业国有资产评估管理暂行办法》（国资委令第 12 号）第六条相关经济行为时，国有参股企业的国有股东代表应当按照国资监管相关规定发表股东意见。¹⁵</u>
问题：	关于国有企业退出投资企业方式问题的咨询（2024 年 4 月 9 日）
回复：	<p>一般意义上国有企业退出所投资企业，即为将所持投资企业全部股权对外转让，可以按《企业国有资产交易监督管理办法》（国务院国资委 财政部令第 32 号）相关规定操作。</p> <p>公司减资、解散属于被投资企业全体股东决策的事项，应按照《中华人民共和国公司法》、公司章程严格履行决策程序，并按照《企业国有资产评估管理暂行办法》（国务院国资委令第 12 号）规定执行。其中符合<u>《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规〔2024〕8 号）中“企业原股东同比例增资、减资”情形的，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以不对相关标的进行评估。</u></p>

E. 地方试点——以上海市为例，可以估值报告代替评估

¹⁴ <http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c11349294/content.html>

¹⁵ <http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c26903866/content.html>

2022年6月17日，上海市国有资产监督管理委员会发布《上海市国有企业私募股权和创业投资基金份额评估管理工作指引（试行）》（沪国资委评估〔2022〕116号）（以下简称“《评估管理工作指引》”）。

《评估管理工作指引》指出，上海市国有及国有控股企业、国有实际控制企业，发生投资、转让经中国证券投资基金业协会备案的合伙型、公司型、契约型等各类私募股权和创业投资基金份额，以及企业持有份额的基金发生非同比例增减资等经济行为，应切实维护国有资产权益，对基金份额进行评估和备案。**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。**若符合《上海市企业国有资产评估管理暂行办法》（沪国资委评估〔2019〕366号）第六条相关规定的¹⁶，**可按经备案的评估值或最近一期审计报告确认的净资产值为基准确定相应价格。**

（2） 进场交易问题

A. 转让私募基金权益是否需要进场交易

国有企业就持有的资产/产权进行转让，原则上需要进场交易。相关规定摘录如下：

法律法规	制定机关	监管规定
《中华人民共和国企业国有资产法》 （中华人民共和国主席令第5号，2009年5月1日起施行）	全国人大常委会	第五十四条 国有资产转让应当遵循等价有偿和公开、公平、公正的原则。 除按照国家规定可以直接协议转让的以外， 国有资产转让应当在依法设立的产权交易场所公开进行。 转让方应当如实披露有关信息，征集受让方；征集产生的受让方为两个以上的，转让应当采用公开竞价的交易方式。
《企业国有资产交易监督管理办法》	国务院国有资产监督管理委员会、	第十三条 产权转让原则上通过产权市场公开进行。 转让方可以根据企业实际情况和工作进度安排，采取信息预披露和正式披露相结合的方式，

¹⁶ 《上海市企业国有资产评估管理暂行办法》（沪国资委评估〔2019〕366号）第六条，企业有下列行为之一的，可按经核准或备案的评估值或最近一期审计报告确认的净资产值为基准确定相应价格：（一）市国资委对国有全资企业增资；（二）按规定实施的无偿划转；（三）国有全资企业之间进行的国有产权置换、产权协议转让等行为；（四）增资或减资企业和投资方均为国有全资企业；（五）企业与其下属全资企业之间（或企业下属全资企业之间）产权协议转让、国有产权置换、非同比例增减资等，且不影响国有权益和其他股东权益的行为；（六）上级国有单位收回且不涉及资产处置的国有全资企业的解散清算行为。

法律法规	制定机关	监管规定
(32 号令)	中华人民共和国财政部	通过产权交易机构网站分阶段对外披露产权转让信息，公开征集受让方。

但是如上所述，国资委已明确国有企业处置其持有的有限合伙企业中的份额，不在 32 号令规范范围，为国有企业基金份额转让不强制进场交易留出了解释空间，并且国资委也对相关问题做了回复（请见以下）。因此国有企业转让公司型私募基金的股权应当进场交易，转让合伙型私募基金的份额，不强制根据 32 号令进场交易。

问题：	关于国有全资公司转让有限合伙企业份额是否需进场交易问题的咨询（2024 年 7 月 10 日）
回复：	<p>一、《企业国有资产交易监督管理办法》（国务院国资委 财政部令第 32 号，以下简称 32 号令）规范的对象是依据《中华人民共和国公司法》设立的公司制企业，不包括有限合伙企业，国有企业转让持有的有限合伙企业基金份额、有限合伙企业转让对外投资的企业股权不在 32 号令规范范围内。鼓励国有企业出资的有限合伙企业通过产权交易机构挂牌交易，转让对外投资的企业股权，广泛征集投资人，发现市场价格。</p> <p>二、如涉及中央企业及其子企业转让有限合伙企业份额，应当根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规〔2024〕8 号）相关规定进行评估或估值。¹⁷</p>

B. 减资退出是否需要进场交易

由于减资行为的法律关系双方股东，即投资人和被投基金，因此不具备进场交易的条件。因此无论是否为同比例减资，国资相关法律和规范性文件均未要求减资行为通过交易所进行的要求。但是我们也注意到国资委对于不等比减资（定向减资）的退出方式似有异议。

问题：	国有股东能否通过定向减资方式退出，是否需要进场（2021 年 12 月 2 日）
回复：	公司减资应按照《中华人民共和国公司法》、公司章程履行相应的工作程序。根据您的所述事项，国有股东退出所投资的公司原则上应当采取股权转让的

¹⁷ <http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c31327747/content.html>

	方式进行。 ¹⁸
--	---------------------

C. 国有金融企业监管规定

如果投资人属于国有金融机构，则其转让持有的私募基金份额应当进场交易。

法律法规	制定机关	监管规定
《金融企业国有资产转让管理办法》（财政部令第 54 号）	中华人民共和国财政部	第五条 金融企业国有资产转让包括非上市企业国有产权转让和上市公司国有股份转让。 <u>金融企业国有资产转让以通过产权交易机构、证券交易系统交易为主要方式。</u> 符合本办法规定条件的，可以采取直接协议方式转让金融企业国有资产。
《关于规范国有金融机构资产转让有关事项的通知》（财金〔2021〕102 号，2021 年 11 月 29 日起施行）	中华人民共和国财政部	三、 <u>国有金融机构资产转让原则上采取进场交易、公开拍卖、网络拍卖、竞争性谈判等公开交易方式进行。</u> 转让在公开市场交易的证券及金融衍生产品，应当通过依法设立的交易系统和交易场所进行。

D. 地方试点——以北京市、上海市、浙江省为例

地方性股权投资和创业投资基金份额转让试点实践显示，目前监管层面正积极推进股权投资和创业投资基金份额的区域性股权市场交易，同时鼓励各类国资相关基金份额进场交易，如北京鼓励所属国有企业的私募基金份额在北京市股权交易中心交易，但基金协议的事先约定优先，而上海市国资委则将上海股权托管交易中心作为国资背景基金退出的规范、有效的唯一通道。

a) 北京“股权投资和创业投资基金份额转让”试点

2021 年 6 月 21 日，北京市国资委、北京市地方金融监督管理局等部门联合发布了《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》（京金融〔2021〕217 号），该文件是全国首个关于股权投资和创业投资份额转让试点的政策意见，北京股权交易中心也成为全国首个展开股权投资和创业投资份额转让试点市场。

¹⁸ <http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854212/c22033203/content.html>

在原基金份额退出相关规定存在解释空间的背景下，北京市创新性地拓宽了股权投资和创业投资份额退出渠道，鼓励国有企业通过北京市股权交易中心转让基金份额。该文件明确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，简化国资相关基金份额转让审批流程，采取市场化方式确定最终转让价格。**允许基金设立协议事先对基金份额转让事项进行约定，并遵循约定优先的原则。**同时简化国资相关基金份额转让审批流程，**采取市场化方式确定最终转让价格，可以通过评估或者估值结果确定，而并不仅限于评估方式。**

北京股权交易中心的数据显示，仅在 2021 年开展试点第一年，已完成 11 单基金份额转让交易，交易规模达 10.39 亿元。

b) 上海“股权投资和创业投资基金份额转让”试点

2023 年 10 月 30 日，上海市国资委发布《上海市国有私募股权和创业投资基金份额转让监督管理试行办法》（沪国资委产权〔2023〕250 号）明确国有基金份额转让的进场交易要求，即国有背景下基金份额转让应当**通过上海股权托管交易中心以市场化方式公开进行。**《关于进一步促进上海股权投资行业高质量发展的若干措施》（沪府办规〔2023〕29 号）要求完善股权投资基金份额转让平台功能，提升股权投资基金份额估值定价透明性、公允性，**将此前股权投资基金份额转让的评估方式扩大至平台估值定价。**同时，建立完善通过股权投资基金份额转让平台转让市属国资基金份额的标准化、规范化程序。

c) 浙江省“股权投资和创业投资基金份额转让”试点

2023 年 11 月 29 日，浙江省国资委等多部门联合印发《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点指导意见的通知》，**明确支持各类国资相关基金份额通过份额转让平台转让交易，**将浙江股权交易中心作为全国第三家开展股权投资和创业投资份额转让试点建设的区域性股权市场。**该试点将采取市场化方式确定最终转让价格，国有基金份额首次转让报价应以经核准或备案的资产评估或估值结果为准，以后转让方确定转让报价时，基金中其他份额在份额转让平台的历史成交价格可作为资产评估或估值的重要参考依据。**

2. 基金项目处置

私募基金项目处置包括项目公司完成上市后退出现、持有的项目公司股权转让给第三方实现退出、通过减资实现退出等方式。

(1) 公司型私募基金项目处置

如果某私募基金为公司型私募基金，根据 32 号令定义的国有企业进行判断，符合政府部门、机构、事业单位出资设立的国有独资企业单独或合计持股占比 50%以上，或未超过 50%但是国有股东为第一大股东且实际支配该基金，则该公司型私募基金应当严格履行 32 号令对于项目处置的资产评估及进场交易等国资监管程序。

(2) 合伙型私募基金项目处置

如果某私募基金为合伙型私募基金，根据国资委就相关问题的答复，有限合伙企业对外投资的企业股权转让不在 32 号令规范范围内。实践中，鼓励有限合伙企业对外投资的企业股权转让通过产权交易机构挂牌转让。¹⁹据此，国有企业投资的合伙型私募股权基金不属于 32 号令下的国有企业，其转让投资形成的企业产权不适用 32 号令，原则上无需强制进场交易。

截至目前，国有资产监督管理制度未对有限合伙企业的投资项目是否需要评估作出规定。如果参考 12 号令及 91 号令的原则性规定，国有企业投资的私募股权基金在项目公司中持有的权益被认定为国有资产，则基金转让其所持有的标的的项目股权可能进行评估。实践中，市场化的基金管理人为了满足国有企业有限合伙人的要求，可能在项目退出环节请评估机构出具评估报告备查。

(四) 央企基金业务特殊要求

2023 年 2 月 3 日，国资委印发《中央企业基金业务管理暂行办法》（以下简称“《办法》”），为中央企业管理基金和中央企业参与基金（合称为“**央企基金**”）的募、投、管、退各环节相关事项规范化管理提供了明确的指导和要求。从大框架上来看，《办法》根据中央企业是否为实际控制管理人区分了中央企业管理基金和中央企业参与基金。根据设立目的不同，央企基金进一步区分为五类基金并分类监管：国家级基金、专项基金、产业基金、项目基金及财务性基金。具体而言，《办法》的监管要求包括以下几个方面：

¹⁹ <http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/n9854167/c30160558/content.html>

1. 基金的发起与设立

中央企业应当严格规范发起设立产业基金(中央企业需满足一定条件)和项目基金,原则上不得发起设立财务性基金。

(1) 基金的组织形式: 发起设立基金应当以公司制和合伙制为主, 除项目基金外, 一般不得使用契约制形式。

(2) 基金的规模和集中度: 对于发起设立认缴规模超过 20 亿元或集团合计认缴比例超过 30% 的产业基金, 以及认缴出资超过 1 亿元的参与基金(设立项目基金除外), 以及其他中央企业发起设立产业基金和出资参与资金, 中央企业应当在集团决策后向国资委备案。

2. 出资比例

央企基金应当充分发挥资本放大作用, 原则上中央企业在新设产业基金合计认缴出资不得高于 30%, 全部中央企业合计认缴出资不得高于 60%。中央企业参与基金认缴出资原则上不得高于全部认缴出资的 20%。

3. 基金的投资与退出

央企基金应当严格按照基金章程或合伙协议约定的投资方向和要求开展投资, 按规定履行资产评估或估值程序, 不得投向中央企业投资项目负面清单规定的禁止类业务。要求产业基金以直投为主, 子基金则必须直投。

4. 基金管控

基金重大投资决策等纳入集团“三重一大”范围, 中央企业应加强基金和基金管理人高管人员选聘和管理, 完善向基金和基金管理人派出董事、投资决策委员会成员等人员的授权权限和工作机制。即使对于参与基金, 中央企业也应当做到能派尽派, 有效使用派出席位, 保障出资权益。

(五) 投资境外私募基金

国有企业投资境外私募基金大体上有两个途径: 一是间接投资, 即以有限合伙人的身份投资境内设立的 QDLP 基金, QDLP 基金再投资境外基金; 二是直接投资, 即以有限合伙人的身份直接投资于境外私募基金。

1. 通过 QDLP 基金投资境外私募基金

合格境内有限合伙人（Qualified Domestic Limited Partner，以下简称“QDLP”）对外投资试点指获批准的基金管理人在中国境内成立 QDLP 基金，面向 QDLP 募集资金，再将募集所得的资金投资到境外私募基金。

QDLP 基金的投资范围除了境外私募基金，还包括境外非上市企业股权和债权、境外上市企业非公开发行和交易的股票和债券、境外证券市场（境外证券市场交易金融工具等）、境外大宗商品和金融衍生品。因此有限合伙人可以通过 QDLP 基金实现较为丰富的海外资产配置。

目前 QDLP 并没有在全国推广，而是在上海、北京、天津、深圳、青岛、重庆、海南、江苏、广东、宁波等地进行试点，并由各地方金融监管局监管。各地的试点政策大多对 QFLP 基金的管理人提出了较高的门槛，并对基金规模有一定要求。从有限合伙人的角度而言，需要满足对基金的最低认缴出资。

从境外投资监管的角度而言，QDLP 基金同样需要外汇局批复投资额度，在批准的额度范围内对境外投资，原则上无需就单个项目额外履行其他审批手续。目前北京、上海、深圳投资额度扩大至 100 亿美元，其余试点投资额度一般为 30 亿美元和 50 亿美元。

2. 直接投资境外私募基金

国有企业作为有限合伙人直接投资境外私募基金，主要受到两方面的监管，一是企业境外投资相关监管，二是针对国有资产的相关监管。

（1） 境外投资监管

企业境外投资的监管部门主要包括发改委、商务部，以及外汇管理局。

发改委根据《企业境外投资管理办法》（国家发展改革委令第 11 号）等相关规定，对境外投资实行核准和备案分类管理。实行核准管理的范围是投资主体直接或通过其控制的境外企业开展的敏感类（包括敏感地区和敏感行业）项目；实行备案管理的范围是投资主体直接开展的非敏感类项目。如果投资主体通过其控制的境外企业开展大额（指超过 3 亿美元）非敏感类项目的，在项目实施前通过网络系统提交大额非敏感类项目情况报告表即可。

商务部根据《境外投资管理办法》（商务部令 2014 年第 3 号）等相关规定，也对企业境外投资实行备案和核准管理。企业境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的，实行核准管理；企业其他情形的境外投资，实行备案管理。企业投资的境外企业开展境外再投资，对商务主管部门做事后报告。

外汇管理局的监管集中在资金出入境的环节。外汇管理局已经将大部分的审核权限授权给银行，银行在具体的业务环节根据《资本项目外汇业务指引》等审核企业提交的材料，完成资金跨境汇付。

综上，境外投资的资金来源于境内和来源于境外两种情形的监管原则可以简要总结为：资金来源于境内的，需要经过发改委和商务部核准或者备案等相对实质的事前审查，资金汇付还需要经过外汇管理局（银行）的审核；资金来源于境外的，一般的项目只需要在发改委和商务主管部门报告（无实质审查），资金汇付无需通过外汇监管程序。

前述监管差异影响投资境外私募基金便利性。私募基金（特别是盲池基金）大多按项目出资或者分期出资，并且通常有回拨、循环投资的机制，有限合伙人在收到出资通知后，通常需要在较短的时间内将出资到位。如果用境内资金投资境外私募基金，在前期审批时可能需要提前预计对基金出资的金额上限，并且在每次出资时需要银行予以配合，可能影响资金到账时间。如果用境外资金投资，则在执行上更为快捷便利。

但是需要注意，目前“在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台”属于发改委《境外投资敏感行业目录（2018 年版）》所列的敏感行业，主要是指以下境外投资活动：从境内投入资产、权益或提供融资、担保等，在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台，但不包括以下两类境外投资活动：（1）既不涉及境内投入资产、权益，也不涉及境内提供融资、担保等，全部从境外募集资金的股权投资基金或投资平台；（2）境内金融企业已取得国内金融监管部门批准的情况下，在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。在进行境外私募基金投资时，需根据交易结构和交易背景谨慎判断是否为敏感行业投资。

（2） 境外国有资产监管

国有企业境外投资的监管，除了本文前述所述外，根据中央企业和地方国有企业划分，国务院国资委和各地国资委均出台了相关的境外国有产权管理办法。

以中央企业为例，根据《中央企业境外国有产权管理暂行办法》的规定：中央企业及其各级子公司境外投资的评估要求在原则上与境内投资相同，在境外发生转让或者受让产权、以非货币资产出资、非上市公司国有股东股权比例变动、合并分立、解散清算等经济行为时，应当聘请具有相应资质、专业经验和良好信誉的专业机构对标的物进行评估或者估值，评估项目或者估值情况应当由中央企业备案。中央企业及其各级子企业转让境外国有产权，具备条件的，应当竞价转让或进场交易。文意解释相关规定，转让境外国有产权不具备竞价转让或进场交易条件的，并不强制使用这两种交易方法。

除了国资委的规定，中央企业的集团公司通常也会制定境外投资管理办法，对投资原则、负面清单、投资主体、投资标的，以及投资立项、决策流程和投资管理等做出规定。

结语

基于其国有属性、政策属性、法律关系特殊性等因素，国有资本在参与私募股权基金的过程中，受到多个维度、多个监管侧面的法律法规规制；厘清其中的重点问题，有助于进一步完善国有资金的出资、考核、容错、退出措施，使国有资本成为耐心资本的主力军。

第六章： 国企参股退出之司法救济路径辨析

作者：赵珂

2023年6月，国务院国资委印发了《国有企业参股管理暂行办法》（国资发改革规〔2023〕41号，以下简称“《暂行办法》”），《暂行办法》共六章三十三条，对国有企业参股投资管理、参股股权经营管理以及退出管理、监督问责等方面作出了详细规定，进一步完善了国有企业参股行为的统一监管标准。其中，第24条规定“除战略性持有或培育期的参股股权外，国有企业应当退出5年以上未分红、长期亏损、非持续经营的低效无效参股股权，退出与国有企业职责定位严重不符且不具备竞争优势、风险较大、经营情况难以掌握的参股投资”。该规定确立了“应退尽退”的原则，旨在引导国有企业聚焦主责主业。《暂行办法》的施行促使国企参股的退出机制重回国资监管及司法裁判的视野。加之《公司法》语境下中小股东救济体系及制度改革，参股退出难的旧题有无新解，亟待实践探索。

根据公司法及国资监管的立法、司法实践，国有企业退出参股企业的主要路径包括股权置换、股权转让、定向减资、异议股东股权回购、清算注销等。一般而言，股权置换、股权转让、定向减资等非诉讼路径高度依赖于多数股东的配合意愿，更不论其尚须遵循较严的法定程序和较高的合规要件。当参股企业出现《暂行办法》第24条规定的经营状况不明、低效无效、高风险的情况时，公司尤其是有限责任公司的股权价值已然不高，市场前景不被看好。根据普遍的商业逻辑可以预测，此时有意受让国企参股股权的投资人可谓“稀缺至极”。在多数股东“不置可否”的情况下，股权置换、股权转让、定向减资等非诉路径均难通行，司法救济路径或成为国企参股退出不得不发的一道利箭。本文尝试探讨国企参股退出场景下异议股东回购之诉以及公司解散之诉的现实选择要点。

一、异议股东回购之诉

当参股企业出现《暂行办法》第24条所述的5年以上未分红，在符合《公司法》第89条第1款第（一）项的要件下可直接行使异议股东回购请求权。但事实上，“应

退”的参股企业恐难以满足五年连续盈利的情况，多数情况下未能正常召开股东会，更遑论国企小股东对股东会决议投反对票。当然，司法裁判也认为若小股东无权自行召开股东会等客观障碍存在时，不能机械适用对股东会决议投反对票的要件，小股东曾以恰当方式表达过反对意见的即可提起回购之诉。

《公司法》第 89 条第 3 款在异议股东回购原有情形的基础上，新增了中小股东对于控股股东滥用控制权的回购情形，该款填补了股东压制下中小股东退出公司的救济空缺。从该款内容来看，通过异议股东回购之诉退出须同时满足如下条件：第一，公司控股股东滥用股东权利；依据《公司法》第 265 条，控股股东是指其出资额占有限责任公司资本总额超过百分之五十或者其持有的股份占股份有限公司股本总额超过百分之五十的股东；出资额或者持有股份的比例虽然低于百分之五十，但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会的决议产生重大影响的股东。第二，严重损害公司或者其他股东利益；一种观点认为，“滥用股东权利”的认定，应当与《公司法》第 21 条“禁止滥用股东权利”的规定以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉总则编若干问题的解释》²⁰关于民事权利滥用的认定方式相衔接。第三，请求公司按照合理的价格收购股权。一般情况下，小股东属于协商无果而被动行使该诉权，结合过往的司法实践，法院主要参考评估报告和审计报告两大标准来确定回购价格。

国企小股东在分析此退出路径利弊时，恐将面临如下的困难：第一，滥用股东权利的表现形式纷繁复杂，何种性质及程度的滥用才构成“严重损害”的后果，其裁判尺度有待于司法实践的验证。第二，控股股东的滥用行为本身较为隐蔽，尤其在参股企业经营状况不明的情况下，滥用及严重损害的举证较难。第三，即使国企小股东的回购请求权最终获得法院支持，相应的股权并非当然注销，参股企业若不具备偿付回购价款的能力和合规路径，则国企参股退出的时点不明，未能“一劳永逸”地解决国资关注的参股风险。此外，若控股股东存在严重损害公司及小股东利益的持续行为，则可能牵连国企对该参股投资失察失职的“嫌疑”。故在缺乏类案样本或裁判指引的现有阶段，通过异议股东回购之诉解决国企参股退出仍面临较大的现实局限。

二、公司解散之诉

²⁰ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉总则编若干问题的解释》第 3 条第 1 款规定：“对于民法典第一百三十二条所称的滥用民事权利，人民法院可以根据权利行使的对象、目的、时间、方式、造成当事人之间利益失衡的程度等因素作出认定。”

公司解散之诉规定在《公司法》第 231 条。该制度源于 2005 年设立,《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(二)》(以下简称“**公司法司法解释二**”)已于 2008 年就对公司解散之诉的审理原则和触发“公司僵局”的情形进行了规范并延续至今。公司解散之诉是指公司得以继续存在的某种条件已经丧失,虽经努力而不得恢复,由利害关系人向法院申请解散的情况。

结合相关规定及类案裁判可知,公司解散之诉的实质审查要件可以归纳为以下三方面:第一,公司经营管理发生严重困难;第二,继续存续会使股东利益受到重大损失;第三,通过其他途径不能解决。

(一) 公司经营管理发生严重困难的认定

公司法司法解释二第 1 条列举了公司经营管理发生严重困难的三种常见类型以及兜底情形。常见类型包括:第一,公司持续两年以上无法召开股东会或者股东大会;第二,股东表决时无法达到法定或者公司章程规定的比例,持续两年以上不能做出有效的股东会或者股东大会决议;第三,公司董事长期冲突,且无法通过股东会或者股东大会解决。前两种情形对应股东僵局,第三种情形对应董事僵局。三种常见类型的判别相对直观且有足够数量的类案裁判样本作为参考,本文不再赘述。

公司解散之诉所谓的“严重困难”侧重于管理性困难,而非经营性困难,这与《暂行办法》第 24 条所述的“长期亏损、非持续经营”的监管逻辑存在明显的不同。最高院在指导案例中认为:判断公司的经营管理是否出现严重困难,应当从公司的股东会、董事会或执行董事及监事会或监事的运行现状进行综合分析。“公司经营管理发生严重困难”的侧重点在于公司管理方面存有严重内部障碍,如股东会机制失灵、无法就公司的经营管理进行决策等,不应片面理解为公司资金缺乏、严重亏损等经营性困难。

若参股企业明显不符合上述三种常见类型,能否援引兜底情形呢?结合过往的司法实践,关于兜底情形的认定,因法律规定较为模糊,各级各地法院对其理解存在差别,故个案具有一定的自由裁量空间,但整体认定门槛较高、标准从严。法院往往不会单一认定公司经营管理发生其他严重困难,而是结合公司设立的商业目的、股东的合作信任基础、公司经营困难的程度、公司的经营前景等因素综合分析认定。²¹若小股东仅能举

²¹ 参见(2017)最高法民申 2148 号判决、(2018)最高法民申 3784 号判决、(2019)最高法民申 1474 号判决。

证证明其知情权、选任管理者、分红权等单项或多项股东权利受到压制或侵害，而公司设立目的并未完全落空、公司经营并未完全瘫痪，则难以援引兜底情形获得公司解散的救济。

（二）继续存续会使股东利益受到重大损失的认定

现行法律法规并无“利益受损”“重大损失”的统一量化标准。一般而言，公司解散纠纷案件中所述的“股东利益受到重大损失”并非是指全体股东的利益遭受具体、直接、有形的损害，而是指提起解散之诉的股东的利益遭受整体、间接、可能的损害。²²

（三）通过其他途径不能解决的认定

公司的解散不仅与股东利益相关，而且和市场秩序、社会稳定以及职工、债权人、消费者等其他利益方高度关联。公司解散之诉的立法本意将解散作为破解公司僵局的终局手段，原则上股东只有在穷尽其他解决途径仍然无法破除僵局，或者其他解决途径存在客观障碍，才能启动公司解散之诉。法院并非僵化地理解“通过其他途径不能解决”这一条件，例如（2017）最高院民申 2148 号案件中法院即认为，起诉股东是否已采取其他途径解决公司僵局并非法定的、强制性前置程序，即便起诉股东尚未采取其他途径解决，而径行提起公司解散之诉的，法院仍应予以受理，并展开实体审查，以保障股东提起解散之诉的程序性权利。某些情况下，起诉股东欲举证其曾尝试其他途径解决的可操作性较弱或存在客观障碍，若将穷尽其他途径作为强制性的前置条件，将违背公司解散之诉的立法本意。

若投资协议约定有未达业绩或利润分配指标时小股东请求大股东或关联方回购股权的条款，（2021）最高法民申 1623 号案件中法院认为小股东起诉解散公司之前应首先行使股权回购诉讼的救济措施，否则不满足“通过其他途径不能解决”的实质要件。

（四）调解原则对于国企选择退出路径的影响

公司法司法解释二第 5 条规定“人民法院审理解散公司诉讼案件，应当注重调解。当事人协商同意由公司或者股东收购股份，或者以减资等方式使公司存续，且不违反法律、行政法规强制性规定的，人民法院应予支持。当事人不能协商一致使公司存续的，人民法院应当及时判决。”

²² 参见上海二中院公众号：公司解散纠纷案件要素式审判指引（试行）| 适法统一。

“应退”的参股企业普遍存在其他股东无意配合股权置换、股权转让、减资等非诉路径的情形，国有小股东诉诸公司解散往往是被动无奈之举。没有司法权威的适度介入，股东之间很难通过协商去达成公司存续的替代方案，诉前协商成本较高、周期不明等因素增加了国企的决策压力。公司解散纠纷数量居高不下的背后不排除调解原则对于退股方的利好影响。

（五）社会公共利益对于国企选择退出路径的影响

（2017）最高法民再 373 号案件中法院认为：公司解散属于公司的生死存亡问题，关涉公司股东、债权人及员工等多方利益主体，关涉市场经济秩序的稳定和安宁。因此，人民法院对公司解散应慎重处理，应综合考虑公司的设立目的能否实现、公司运行障碍能否消除等因素。

（2017）豫 13 民初 13 号案件中法院认为：在判断公司应否解散时，不仅要考虑股东利益还要考虑到社会公共利益。公司法和司法解释虽然赋予了股东在法定情形下解散公司的权利，但是股东权利的行使应当受到公司及股东应承担的社会义务的约束。南阳高速公司经营的南邓高速作为全国高速公路网的有机组成部分，公司的存续与稳定关系到全国高速公路网的正常运行，关系到社会公共利益，对涉及社会公共利益公司的解散，必须在穷尽其他解决途径的情况下才能进行。

现行《公司法》第 19、20 条对公司所承担的社会责任亦有明文规定。社会公共利益属于相对抽象的概念，参股企业若从事特许经营业务或从事教育健康托育养老等公益属性的业务，可能因关乎社会公共利益造成其实质审查的标准更为严苛，其通过公司解散之诉退出的难度增加。

三、对国企参股退出的启发与提示

存量的参股企业若已出现《暂行办法》所述的“长期亏损、低效无效”，且同时符合控股股东滥用控制权的回购情形，则可以提起异议股东回购之诉。但若存在前文所述的《公司法》新规裁判尺度不明、举证困难、回购实操等现实局限和顾虑，则国企小股东可继而论证公司解散之诉的必要性、可行性。

《暂行办法》所述的“长期亏损、低效无效”侧重于对参股企业经营的判断，并非司法判令公司解散的实质理据。“应退”的参股企业是否适用公司解散之诉，应侧重论

证公司的内部治理机制是否失灵等管理性困难和僵局，并同时满足“继续存续会使股东利益受到重大损失”和“通过其他途径不能解决”的条件，缺一不可。若国企小股东仅能举证证明其知情权、选任管理者、分红权等单项或多项股东权利受到压制或侵害，而公司设立目的并未完全落空、公司经营并未完全瘫痪，则难以获得公司解散的救济支持。如前所述，对于经营状况不明、股东矛盾突出、股东协商无果的“应退”参股企业，通过法院在司法解散案件审理过程中的调解，既可能达成股权收购等使公司存续的替代性解决方案；调解不成的，也可借此得出小股东已穷尽途径和努力而只能通过解散救济的结论，这也是国企选择该退出路径的重要优势。

小股东达到百分之十的持股比例才有权单独提起解散之诉，国企拟投资新的参股企业，应对上述比例警戒线予以重点关注。投资协议中若设置与经营目标等挂钩的回购安排，则应尽量确保回购措施的实操性，仅有原则性约定而回购安排无法执行的，既可能丧失回购的有效救济，又可能错失公司解散的救济。

第七章：央国企“虚假贸易”方圆之辨

（一）——穿透国资委 74 号文再看“十不准”

作者：曹晴²³

前言

随着全球化经济发展、国际贸易和国内金融市场不断推进，我国中央企业、国有企业（以下统称“央国企”）作为国家经济重要支柱，以独特身份在国际和国内政治、经济、市场中扮演着重要角色。央国企一方面展现出了其在拓展市场、增强竞争力、贸易促进等领域的积极优势，另一方面却也暴露出部分央国企为追求规模扩张和利润最大化而出现的“越轨”现象，其中“虚假贸易”屡禁不止，尤为突出。

自 2012 年起，自国务院、国资委到地方各级政府和监管部门从呼吁到警告，力度不断加深，范围不断扩大，口径不断收紧。2023 年 10 月，国资委发布《关于规范中央企业贸易管理严禁各类虚假贸易的通知》（国资发财评规〔2023〕74 号，以下简称“74 号文”），定“虚假贸易”为顽疾，命“坚决根治”，立“十不准”禁令。然，该文实施近一年“仍有部分企业对虚假贸易问题重视不足、识别不准、追责不严，个别企业无视三令五申长期违规开展虚假贸易，造成国有资产重大损失”。就此，作者再试梳理，以期重视，以助理解、识别和防控。

一、“虚假贸易”概述

（一）“虚假贸易”概念浅析

从经济学、社会学角度看，贸易，是买卖或交易行为的总称，通常指以货币为媒介的一切交换、交易活动或行为（包括物品、服务），其本质目的是通过优化资源配置，获取需求、赚取利润。

“虚假贸易”的概念，目前尚无官方（法定）定义，此词最先出现在国际贸易视野，

²³ 实习生石俊涛对本文亦有贡献。

通常指通过各种非法手段开展进出口活动，导致统计数据远远高于实际情况的贸易，常见为：频繁地使用道具货物在保税区内进行进出口交易，或者通过借助他人进出口凭据以本公司名义进行进出口交易等行为。

本文所指“虚假贸易”，主旨“名为贸易（购销、供应），实为虚假、虚拟的伪贸易”，此类贸易并不以获取合法需求、赚取合法利润为目的，虽行“贸易”之表（或部分表象），却缺乏或没有真实交易需求或目的、缺乏或没有实际商品流动或资金流动，背离贸易（交易）常识、目的和本质的各类贸易活动。

（二）我国“虚假贸易”监管规定演进

1. 2012 年《关于加强中央企业资金管理有关事项的补充通知》（国资厅发评价[2012]45 号，已失效），明确“要加强融资性贸易业务管理，适度压缩融资性贸易规模，全面清理‘预付加赊销’业务减少资金占用，不得以各种形式变相出借资金”；

2. 2013 年《关于进一步加强中央企业大宗商品经营业务风险防范有关事项的紧急通知》（国资厅发评价[2013]31 号），明确“严禁开展无商品实物、无货权流转或原地转库融资性业务”；

3. 2016 年《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》（国办发[2016]63 号），明确：责任追究范围包括交易行为虚假或违规开展“空转”贸易；

4. 2017 年《关于进一步排查中央企业融资性贸易业务风险的通知》（国资财管[2017]652 号）明确：融资性贸易业务一经发现要立即停止并退出。强调“空转”“走单”类贸易业务，虽没有融资性质，但缺乏实物流或现金流，已完全脱离贸易实质，属于虚假贸易业务；

5. 2018 年《中央企业违规经营投资责任追究实施办法（试行）》（国务院国有资产监督管理委员会令第 37 号），明确：购销管理方面责任追究情形包括违反规定开展融资性贸易业务或“空转”“走单”等虚假贸易业务；

6. 2021 年《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），严禁融资性贸易和“空转”“走单”虚假贸易业务；

7. 2023 年《关于做好 2023 年中央企业违规经营投资责任追究工作的通知》（国资厅发监责[2023]10 号），指出紧盯屡禁不止“牛皮癣”业违规经营投资责任追究问题，

对国资委三令五申严禁工作融资性贸易、“空转”“走单”等虚假业务问题“零容忍”；

8. 2023年《关于规范中央企业贸易管理 严禁各类虚假贸易的通知》（国资发财评[2023]74号），再次重申“坚决根治虚假贸易顽疾”，以十条不准禁令（即“十不准”）的方式，逐一明确和列举了虚假贸易的形式、内容以及后果；

9. 2024年国务院《国有企业管理人员处分条例》，首次以行政法规高阶法令，明确严禁违法违规虚假贸易，并将此作为国有企业管理人员受处分行为之一：“违反规定进行关联交易，开展融资性贸易、虚假交易、虚假合资、挂靠经营等活动造成国有资产损失或者其他严重不良后果，依据公职人员政务处分法第三十九条规定，予以警告、记过或者记大过；情节较重，予以降级或者撤职；情节严重，予以开除”。

（三） 74号文语境下，央国企“虚假贸易”之禁——“十不准”

作为“虚假贸易”最近、最新、最全面的文件，74号文总结出“虚假贸易背离商业实质，干扰了正常的经济秩序和金融市场”，并明令禁止了如下十大项“虚假贸易”，即大家通称的“十不准”：

1. 不准开展背离主业的贸易业务；
2. 不准参与特定利益关系企业间开展的无商业目的的贸易业务；
3. 不准在贸易业务中人为增加不必要的交易环节；
4. 不准开展任何形式的融资性贸易；
5. 不准开展对交易标的没有控制权的空转、走单等贸易业务；
6. 不准开展无商业实质的循环贸易；
7. 不准开展有悖于交易常识的异常贸易业务；
8. 不准开展风险较高的非标仓单交易；
9. 不准违反会计准则规定确认代理贸易收入；
10. 不准在内控机制缺乏情况下开展贸易业务。

二、央国企“虚假贸易”之辨

(一) 滤镜下“十不准”条文详解

十不准	条文	重点解读
<p>1. 不准开展背离主业的贸易业务</p>	<p>本通知规范的贸易业务指为赚取购销差价从事的“两头在外”（原始采购端、最终销售端均在中央企业集团外）的商品买卖活动，不包括围绕生产开展采购、销售以及子企业之间的内部贸易业务。国务院国资委核定集团主业范围不包括贸易的中央企业应由集团董事会审批后围绕服务主业开展贸易业务，原则上不得开展与主业无关的贸易业务，关系国家能源、资源、粮食、国防、产业链供应链安全以及推动战略性新兴产业发展的特定贸易业务经集团董事会批准后可保留。主业范围包括贸易的中央企业应规范开展贸易业务，不得单纯为做大做强开展贸易业务。</p>	<p>本条为原则性、提领性规定，理解重点：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 贸易的实质和目的，系“赚取购销差价”，非虚增流水，非单纯获取通道费，亦非赚取差价外的其他利益或以“做大做强”为目的； 2. 贸易业务范围，为“商品买卖活动”，不包括服务； 3. 明确交易须围绕主业展开，强调“规范”； 4. 以承担购销风险而非资金风险为代价，明确交易的实质为买卖或购销，而非借款、融资或增信等其他非商业事项； 5. “两头在外”（原始采购端、最终销售端均在中央企业集团外）商品买卖活动，“均在中央企业集团外”是指均在某一家中央企业集团外。（国务院国资委网站，答复时间：2024年3月26日）
<p>2. 不准参与特定利益关系企业间开展的无商业目的的贸易业务</p>	<p>存在特定利益关系的企业主要包括以下情形：上下游为同一企业；上下游为母子公司或由相同的实际控制人控制；上下游企业交叉持股；上下游企业主要负责人、董事、监事、高级管理人员相同；上下游企业注册地址、实际办公地址、业务联系人或联系电话相同；上下游企业一方为另一方贸易合同履行提供担保；上下游企业存在长期业务关系，一方为另一方的重要供应商或特约经销商其他根据实质重于形式原则认定存在特定利益关系的情形等。如</p>	<p>列举式解释了“存在特定利益关系企业”范围，强调禁止开展“无商业目的的贸易业务”，本条主要指央国企参与到与外部主体贸易。</p> <p>重点：何为“商业实质”“商业目的”？</p> <p>商业实质是《会计准则》术语，见于“收入准则收入确认条件”“非货币资产交换准则”等处。《企业会计准则第14号—收入》(财会[2017]22号)第五条：“当企业与客户之间合同同时满足下列条件时，企业应当在客户取得相关商品控制权时确认收入：（四）该合同具有商业实</p>

十不准	条文	重点解读
	<p>开展的贸易业务具有上述特征，要严格核实是否具有商业实质，对无商业实质的贸易业务要坚决禁止，确有特殊理由的要报集团审批。</p>	<p>质，即履行该合同将改变企业未来现金流量风险、时间分布或金额……”</p> <p>个人理解：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. “商业实质”，指是贸易（买卖）双方具有众所周知、显而易见、直接呈现在货物、资金等商业利益上的互惠互利。即指“真实贸易”——目的真实、背景真实、基础真实、行为真实； 2. “商业实质”的真实体现为： <ol style="list-style-type: none"> （1）货物真实； （2）货权真实； （3）货权转移真实； （4）货权转移价格真实； （5）货款支付真实。
<p>3. 不准在贸易业务中人为增加不必要的交易环节</p>	<p>不得以完成考核目标、维持信用评级、获取外部融资、实现资金套利等为目的，在贸易业务中人为增加不必要的交易环节，如在上下游企业均为集团子企业的情况下人为引入外部企业参与集团内部贸易业务，或通过伪造上下游交易对手信息以及运输、仓储、收发货等单据虚构贸易业务交易背景，为外部企业提供赚取通道费或资金占用费的便利。</p>	<p>本条主要是规范央国企对原本自有贸易环节中的“虚假贸易行为”。</p> <p>前半段为国企行为的目的，后半段为外部企业的目的——赚取红利；前半段为“虚假贸易”（即以假乱真的“空转”等行为），后半段为“虚构贸易”（贸易根本不存在）。</p>
<p>4. 不准开展任何形式的融资性贸易</p>	<p>融资性贸易合同条款通常存在垫资、融资、借款本金、借款利息等借款合同常见表述，本质是无商业实质、以贸易业务为名对外提供资金，或通过结算票据、办理</p>	<p>“融资性贸易”是“十不准”的“带头大哥”，也是多种“虚假贸易”行为集中体现，直接为央国企赢得“影子银行”的“美誉”。</p>

十不准	条文	重点解读
	<p>保理、增信支持等变相提供资金，为上下游企业提供融资便利，充当融资通道，极易滋生腐败。融资性贸易资金方缺乏对货权的实际掌控，缺少对货物市场波动的关注，存在巨大资金风险，必须严格禁止。</p>	<p>“融资性贸易”主要分为两大类：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 买卖型：央国企作为资金提供方直接通过签订买卖合同方式加入贸易链条，包括委托采购型、托盘贸易型、循环买卖型、售后回赎等类型。此类型中，央国企以贸易形式直接提供资金，如托盘、代开证、预付款、赊销、黄金租赁等； 2. 增信型：央国企通过货物保管、监管等方式为资金需求方提供增信支持，帮助获得金融机构融资。包括质押监管型、仓储保管型、保兑仓型、保理型。如结算票据支付、贴现、办理保理融资等。 <p>在此类“贸易”中，央国企“缺乏对货权实际掌控、缺少对货物市场波动关注”，提供了与“商业实质”无关“资金”并且具有“巨大资金风险”，因此，融资性贸易，与其说是贸易，不如说是金融，以贸易之名，行金融之实——“必须严格禁止”（<u>这是 74 号文中，唯二处明令严禁之一</u>）。</p> <p>2023 年 10 月底，第六次中央金融工作会议，宣布进入“金融服务实体”“金融兜底式监管”新阶段，全面加强监督从“金融业务”扩展到“金融活动”。个中意味，值得深品。</p>
<p>5. 不准开展对交易标的没有控制权的空转、走单等贸易</p>	<p>空转、走单等贸易典型特征是缺少对交易标的（含担保物，下同）的控制权，主要有以下情形：交易标的控制权在整个交易过程中都未发生变更；交易前交易标的已由上游交易对手全部直接转移给下游交易对手占有；交易中中央企业对交易标的无实质控制，</p>	<p>本条更深层地剖析“商业实质”现实表现为：对“交易标的没有控制权”。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 所谓控制权，不仅是表面是否存在合同或货物登记在控制人名下，更重要的是要进行“实质审查”，即： <ol style="list-style-type: none"> （1）掌握货物控制权； （2）贸易买卖双方“互惠互利”，不包

十不准	条文	重点解读
易业务	<p>下游交易对手无需通过中央企业即可从上游交易对手直接获取交易标的；交易完成后交易标的仍然被上游交易对手或与其存在特定关系企业占有并控制。</p>	<p>括单方获利、或者双方均无利益；</p> <p>(3) 交易是为商业利益，不应包括政治利益、社会利益等非商业利益；</p> <p>(4) 商业利益应明显合理，不应包括极为微利、平进平出或高进低出；</p> <p>(5) 应以交易双方直接获取的商业利益，而非为其他主体买单。</p> <p>2. 控制权还体现为风险承担，比如购销风险、质量风险、仓储运输风险、货物灭失风险、价格波动风险、定价主动权等。</p> <p>3. 特别提示：在《企业会计准则》下允许贸易货物在上下游之间代管，也允许企业追认已经发生货权转移，而本条规定在央国企可能发生的虚假贸易状况下，则被禁止。</p>
6. 不准开展无商业实质的循环贸易	<p>循环贸易是通过相同企业或关联企业之间签订内容相同的多份买卖合同，形成一个闭合货物流转回路。无商业实质的循环贸易虽具有真实货物支撑，但货物仅在固定若干家企业内部循环，达到做大规模的目的，相应货物流转并未创造价值。在流转过程中为达到体现利润的目的，每一次流转都可能确认业务毛利，虽然有账面利润但实际形成了潜亏，<u>完全脱离了商业实质，必须严格禁止。</u></p>	<p>“无商业实质循环贸易”是 74 号文中，唯二处明令严禁之二，逻辑仍是“无商业实质”“未创造价值”“无利可图”“空转”。</p> <p>与其他条款不同，此处禁止是“无商业实质循环贸易”，意即：有商业实质的循环贸易，系真实贸易，允许开展。比如：大宗商品贸易回购、保兑仓下退货承诺、调剂货物、让与担保下货物回购等。</p>
7. 不准开展有	<p>不得开展货物流、票据流和资金流“三流”不齐备的贸易业务。</p>	<p>此条规定了三种“异常贸易”类型：“三流”不齐备、无法有效判断货物真</p>

十不准	条文	重点解读
<p>悖于交易常识的异常贸易业务</p>	<p>不得开展无法有效判断交易标的真实性的贸易业务，如不参与货物收、发环节，无法提供运输、仓储等物流环节单据、验收或贸易环节中其他外部单据，仅能提供与上下游企业之间自制的发货单或收货单；不关注货物存储状态，长期不进行实地盘点、对账，仅以存储场地提供的库存证明作为货物存在依据。如开展上下游合同条款高度一致、签订日期相同或相近且差价率明显低于市场平均水平的异常贸易业务，要严格核实商业实质，对无商业实质贸易业务要坚决禁止，确有特殊理由要报集团审批。</p>	<p>实性和购销差价率不明显。</p> <ol style="list-style-type: none"> “三流”不齐，与传统“四流不合一”（《国家税务总局关于加强增值税征收管理若干问题通知》国税发〔1995〕192号）要求商流、物流、资金流、信息流合一）可对应。“四流合一”要求： <ol style="list-style-type: none"> 商流对应贸易合同、发票、报关单等，指向货权、货权转移、货权转移价格； 物流对应仓单、提单、运单、货物收据，指向货物、仓储、运输； 资金流对应结算单、汇款单、转账回单，指向货款支付； 信息流指商流、物流、资金流相关票证及其相互印证，从而帮助形成决策。 <p>无论是“三流不齐”抑或“四流不合”，均可被视为无真实贸易背景的“虚假贸易”；</p> <ol style="list-style-type: none"> 对交易标的真实性判断，实为对“货物控制权”判断； 购销差价率不明确，实际上指没有明显、直接的“商业利益”。 <p>本款本质上仍是对“真实贸易”这一“商业实质”判断，故而要求“严格核实”，区分对待。</p>
<p>8. 不准开展风险较高的非标仓单交易</p>	<p>仓单具备金融产品的属性，分为标准仓单和非标仓单。标准仓单交易要参照金融衍生品业务进行管理，强化业务审批和准入审查，严格控制规模，严控恶意炒作和投机行为。非标仓单交易虽“三流”齐备，但企业实际上并不能</p>	<p>我国《民法典》第910条规定：“仓单是提取仓储物的凭证。存货人或者仓单持有人在仓单上背书并经保管人签字或者盖章的，可以转让提取仓储物的权利。”仓单虽然不是货物，但其代表货物，代表货权，具有金融产品——信用凭证的特点和属性。故而，仓单可以直接交</p>

十不准	条文	重点解读
	<p>真正掌握货权,存在较高风险,中央企业原则上不得开展非标仓单交易,确有特殊理由的要报集团审批。</p>	<p>易和流通。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 标准仓单:《期货和衍生品法》第 45 条规定:“本法所称标准仓单,是指交割库开具并经期货交易所登记标准化提货凭证。”;中国期货业协会《期货风险管理公司仓单服务业务指南(征求意见稿)》就仓单约定购业务流程阐述为:“合同标的为标准仓单,上游客户通过期货交易所系统办理过户登记,将标准仓单所有权转让给风险管理公司。合同标的为非标准仓单现货,上游客户通知货物所在仓库办理过户手续,将货物所有权转让给风险管理公司,风险管理公司清点并验收货物。风险管理公司与货物所在仓库签署《仓储保管协议》,仓库向风险管理公司出具仓单。” 2. 本条实指涉及“非标仓单交易”贸易,“不能够真正掌握货权,风险较高”,有“虚假贸易”和“虚拟贸易”嫌疑,除特殊情况,一般不得开展。 3. 实践中,还有与非标仓单极为相似“提单”,指承运人签发对运输货物负责凭单交付凭证,个人认为,也应参照非标仓单交易执行。
<p>9. 不准违反会计准则规定确认代理贸易收入</p>	<p>部分中央企业对《企业会计准则第 14 号—收入》(财会[2017]22 号)第三十四条关于代理交易收入确认把握不到位,全额确认代理贸易业务收入,不符合会计准则规定。中央企业应当综合考虑与代理贸易业务相关的风险转移、价格确定等事实和情况,以及委托加工业务中原材料核算情况,按照谨慎原则以净额法确认</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 贸易代理,根据《企业会计准则第 14 号——收入》(财会〔2017〕22 号)第三十四条规定:企业应当根据其在向客户转让商品前是否拥有对该商品控制权,来判断其从事交易时身份是主要责任人还是代理人。企业在向客户转让商品前能够控制该商品,该企业为主要责任人,用总额法确认收入;否则,该企业为代理人,用净额法确认收入。向客户转让商品前是否拥有对该商品控制权情况

十不准	条文	重点解读
	代理贸易或委托加工业务收入，防止虚假做大规模。	<p>请参考准则相关内容。（国务院国资委网站，答复时间：2023年12月19日）</p> <p>2. 向客户转让商品前能够控制该商品情形包括：</p> <p>（1）自第三方取得商品或其他资产控制权后，再转让给客户；</p> <p>（2）能够主导第三方代表本企业向客户提供服务；</p> <p>（3）自第三方取得商品控制权后，通过提供重大服务将该商品与其他商品整合成某组合产出转让给客户。</p> <p>3. 在具体判断向客户转让商品前是否拥有对该商品控制权时，不应仅局限于合同的约定，还应当综合考虑所有相关事实和情况，包括但不限于：</p> <p>（1）是否承担向客户转让商品主要责任；</p> <p>（2）是否在转让商品之前或之后承担了该商品存货风险；</p> <p>（3）是否有权自主决定所交易商品价格。</p>
10.不准在内部控制机制缺乏的情况下开展贸易业务	开展贸易业务的中央企业必须建立完善的贸易业务内控体系，明确集团分管贸易业务的负责人和部门，严格控制贸易子企业数量，对相同或相似的贸易业务进行优化整合。贸易业务范围及贸易子企业名单需由集团审批。中央企业不得对子企业考核收入类规模指标（战略性新兴产业除外）。开展贸易业务的子企业要制定贸易	<p>本条旨为“内控先行”，本质为风险管理和控制。</p> <p>本条特别强调：“国际贸易业务”要“遵循国际惯例”，实践惯例中，国际贸易对“虚假和虚拟”容忍度要高于国内，这也是值得进一步探究的。</p> <p>本条还提出了以内库信息系统和其他信息技术手段进行风控管理，一方面顺应新时代背景下数字经济，同时也意味着</p>

十不准	条文	重点解读
	业务内控实施细则，设立贸易内控专门岗位，严格业务审批程序，优化固定内部控制流程，明确关键环节内部管控措施，压实内控工作责任。未在本通知禁止范围内但确无商业实质的其他贸易情形也按虚假贸易业务进行管控。具有本通知禁止的有关情形但确有真实商业实质的贸易业务，要严格审核商业实质并报集团审批后开展国际贸易业务的商业实质遵循国际惯例判定。要在司库等信息系统中开发应用贸易业务风险管理功能模块，用信息技术手段防控各类虚假贸易业务。	内控进入数字化、一体化和系统化时代，再进一步，同金税四期一样，信息技术或将成为一面没有死角的照妖镜，让“虚假”无处遁形。

（二）“虚假贸易”背后的红外线

1. “虚假贸易”被严禁的实质

透过国务院、国资委系列规定，尤其是 74 号文“十不准”明令禁止，可以看到，国家对待央国企“虚假贸易”行为的态度经历了“限制开展”到“严格禁止”的转变。行文表述从“加强管理、适度压缩”到“规范管理、严禁虚假贸易、根治虚假贸易”，措辞力度由弱至强，态度由柔到刚，充分警示着“违法违规贸易”的敞口有多宽，风险有多大。

从上述对 74 号文“十不准”逐条剖析不难看出，央国企“虚假贸易”本质就是“模拟金融”和“虚增营收”，以“融资性贸易”“循环贸易”“空转”“走单”等形式，“应对”央国企内部考核和创收规模要求，“帮助”中小企业转贷增信。国家三令五申地强调、禁止和警示，实则是对央国企发出强烈的“脱虚向实”红灯信号。更进一步理解，国家中央金融工作会议强调“金融，是国民经济血脉”，以“贸易”为皮，行“影子金融”之实的“虚假贸易”终将黯然退场。

2. “虚假贸易”被严禁的主体范围

74 号文等文件直接指向是中央企业，但并不意味着其他国企就可稳坐钓鱼台。

如前所析，“虚假贸易”被严禁的实质是对变相金融的严禁、是对央国企“虚报假做”扰乱经济行为的严禁。2024 年国务院颁布的《国有企业管理人员处分条例》明确：融资性贸易、虚假交易、虚假合资、挂靠经营等活动为违法行为，所涉国有企业管理人员均将依情节被追究相关责任。该条例所称国有企业管理人员，包括国家出资企业中下列公职人员：（一）在国有独资、全资公司、企业中履行组织、领导、管理、监督等职责的人员；（二）经党组织或者国家机关，国有独资、全资公司、企业，事业单位提名、推荐、任命、批准等，在国有控股、参股公司及其分支机构中履行组织、领导、管理、监督等职责的人员；（三）经国家出资企业中负有管理、监督国有资产职责组织批准或者研究决定，代表其在国有控股、参股公司及其分支机构中从事组织、领导、管理、监督等工作的人员。

由此可见，“虚假贸易”被严禁对象，不仅限中央企业，任何形式国有企业，需得遵照执行。再扩言之，即使并非央国企，只要涉身于“虚假贸易”，比如获利（融资或增信）的民企、明知而为的银行及第三方公司（中转），均应受制于斯。

3. 肃清“虚假贸易”政治站位和“罚则”

74 号文末，将“虚假贸易”规范、整治问题，上升到了“从严治党”政治高度，意味深长而深刻，勿需多言。

结合 2024 年《国有企业管理人员处分条例》，“虚假贸易”行为责任人除面临就地免职、业绩考核及相关考核扣分、警告、记过或者记大过、降级、撤职、开除等处分外，涉嫌违纪或职务违法犯罪将移送有关纪检监察机关（机构），构成犯罪将被依法追究刑事责任。

第八章：新《公司法》下国有企业关联交易的合规管理

作者：朱莉 | 李菲

国有企业关联交易的合规不仅是国有企业规范治理的必然要求，也是保护国有资产不被侵蚀的重要屏障。本文拟结合新《公司法》规定与现有司法实践，对国有企业关联交易合规管理进行探讨。

一、关联交易规则的沿革与适用

（一）新《公司法》下的关联交易

关联交易的一般规则可见新《公司法》第 22 条，即“公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用关联关系损害公司利益。违反前款规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任”。该条规定并未直接对关联交易的内涵做出定义，亦没有明确规定关联交易的认定标准，而是通过消极义务型规范，从关联交易产生的后果出发，要求有关关联人不得利用关联关系损害公司利益，否则应当承担赔偿责任。

与原《公司法》相比，新《公司法》对关联交易的具体规定进行了补充和细化：（1）**延展适用范围**：将适用主体范围扩大至监事、董监高的近亲属，董监高或者其近亲属直接或者间接控制的企业，并以与董监高有“其他关联关系”的关联人作为兜底情形；（2）**新增主动报告要求**：要求无论金额大小，都应该向董事会或股东会进行报告，并按照公司章程的规定进行表决；（3）**新增“事实董事”**：通过“事实董事”制度，将实控人、控股股东纳入适用忠实勤勉义务的范畴。

公司法（2018 年修正）	公司法（2023 年修订）
第二十一条 公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用其关联关系损害公司利益。 违反前款规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。	第二十二条 公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用关联关系损害公司利益。 违反前款规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。

公司法（2018年修正）	公司法（2023年修订）
	<p>第一百八十条 董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务，应当采取措施避免自身利益与公司利益冲突，不得利用职权牟取不正当利益。</p> <p>董事、监事、高级管理人员对公司负有勤勉义务，执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意。</p> <p>公司的控股股东、实际控制人不担任公司董事但实际执行公司事务的，适用前两款规定。</p>
<p>第一百四十八条 董事、高级管理人员不得有下列行为：（四）违反公司章程的规定或者未经股东会、股东大会同意，与本公司订立合同或者进行交易；</p> <p>董事、高级管理人员违反前款规定所得的收入应当归公司所有。</p>	<p>第一百八十二条 董事、监事、高级管理人员，直接或者间接与本公司订立合同或者进行交易，应当就与订立合同或者进行交易有关的事项向董事会或者股东会报告，并按照公司章程的规定经董事会或者股东会决议通过。</p> <p>董事、监事、高级管理人员的近亲属，董事、监事、高级管理人员或者其近亲属直接或者间接控制的企业，以及与董事、监事、高级管理人员有其他关联关系的关联人，与公司订立合同或者进行交易，适用前款规定。</p>
	<p>第一百八十五条 董事会对本法第一百八十二条至第一百八十四条规定的事项决议时，关联董事不得参与表决，其表决权不计入表决权总数。出席董事会会议的无关联关系董事人数不足三人的，应当将该事项提交股东会审议。</p>
<p>第二百一十六条 （四）关联关系，是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的</p>	<p>第二百六十五条 （四）关联关系，是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的</p>

公司法（2018年修正）	公司法（2023年修订）
企业之间的关系，以及可能导致公司利益转移的其他关系。但是，国家控股的企业之间不仅因为同受国家控股而具有关联关系。	企业之间的关系，以及可能导致公司利益转移的其他关系。但是，国家控股的企业之间不仅因为同受国家控股而具有关联关系。

（二）国资监管规定下的关联交易

国资监管规定下对关联交易的一般规则可见《企业国有资产法》第 43 条，即“国家出资企业的关联方不得利用与国家出资企业之间的交易，谋取不当利益，损害国家出资企业利益。”同时，《企业国有资产法》将关联交易分为绝对禁止类、相对限制类、合规监管类以及其他无限制类四种类型：

（1）绝对禁止类：国有独资企业、国有独资公司、国有资本控股公司不得无偿向关联方提供资金、商品、服务或者其他资产，不得以不公平的价格与关联方进行交易。

（2）相对限制类：未经履行出资人职责的机构同意，国有独资企业、国有独资公司不得有下列行为：（一）与关联方订立财产转让、借款的协议；（二）为关联方提供担保；（三）与关联方共同出资设立企业，或者向董事、监事、高级管理人员或者其近亲属所有或者实际控制的企业投资。

（3）合规监管类：国有资本控股公司、国有资本参股公司与关联方的交易，依照《公司法》和有关行政法规以及公司章程的规定，由公司股东会、股东大会或者董事会决定。由公司股东会、股东大会决定的，履行出资人职责的机构委派的股东代表行使权利。公司董事会对公司与关联方的交易作出决议时，该交易涉及的董事不得行使表决权，也不得代理其他董事行使表决权。

（4）其他无特别限制类：其他不受上述特别规定限制的交易。

同时，《企业国有资产法》第 72 条明确规定，在涉及关联方交易、国有资产转让等交易活动中，当事人恶意串通，损害国有产权益的，该交易行为无效。

此外，有关国有企业关联交易的监管规则还散见于各法律、行政法规及规范性文件。例如，《国有企业参股管理暂行办法》第 7 条规定，在参股投资方面，不得选择与集团公司及各级子企业领导人员存在特定关系（配偶、子女及其配偶等亲属关系，以及共同

利益关系等)的合作方。《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》(国办发〔2016〕63号)第二条规定,国有企业经营管理有关人员违反国家法律法规和企业内部管理规定,未履行或未正确履行职责致使发生下列情形造成国有资产损失以及其他严重不良后果的,应当追究责任:在购销管理方面,利用关联交易输送利益;在投资并购方面,违规通过高溢价并购等手段向关联方输送利益。《国有企业领导人员廉洁从业若干规定》第5条规定,国有企业领导人员应当忠实履行职责,不得有利用职权谋取私利以及损害本企业利益的下列行为:在本企业的同类经营企业、关联企业和与本企业有业务关系的企业投资入股等。

二、关联交易的正当性的判断

(一) 关联方的认定

构成关联关系是判断关联交易的前提。经比照新《公司法》及国资监管规定项下关联方的定义,可见新《公司法》相较于《企业国有资产法》,关联方定义明确新增了实际执行公司事务的控股股东、实际控制人(即“**事实董事**”)、事实董事的近亲属、事实董事及其近亲属直接或者间接控制的企业,并增加了与董监高“有其他关联关系”的兜底情形。实践中,公司的董监高或法定代表人同时在其他公司任职,可能会被认定为可能导致公司利益转移的其他关联关系。

关联方		
公司法 (2023年修订)	企业国有资产法	企业会计准则第36号——关联方披露
(1) 董事、监事、高级管理人员,以及实际执行公司事务的控股股东、实际控制人; (2) 上述主体的近亲属; (3) 上述主体以及上述主体的近亲属	董事、监事、高级管理人员及其近亲属,以及这些人员所有或者实际控制的企业。 (即不包括参股企业)	(1) 下列各方构成企业的关联方:(一)该企业的母公司;(二)该企业的子公司;(三)与该企业受同一母公司控制的其他企业;(四)对该企业实施共同控制的投资方;(五)对该企业施加重大影响的投资方;(六)该企业的合营企业;(七)该企业的联营企业;(八)该企业的主要投资者个人及与其关系密切的家庭成员。主要投资者个人,是指能够控制、共同控制一个企业或者对

关联方		
公司法 (2023 年修订)	企业国有资产法	企业会计准则第 36 号——关联方披露
直接或者间接控制的企业； (4) 与董监高有其他关联关系的关联人。		一个企业施加重大影响的个人投资者；(九) 该企业或其母公司的关键管理人员及与其关系密切的家庭成员。关键管理人员，是指有权力并负责计划、指挥和控制企业活动的人员。与主要投资者个人或关键管理人员关系密切的家庭成员，是指在处理与企业的交易时可能影响该个人或受该个人影响的家庭成员；(十) 该企业主要投资者个人、关键管理人员或与其关系密切的家庭成员控制、共同控制或施加重大影响的其他企业。 (2) 仅与企业存在下列关系的各方，不构成企业的关联方：(一) 与该企业发生日常往来的资金提供者、公用事业部门、政府部门和机构；(二) 与该企业发生大量交易而存在经济依存关系的单个客户、供应商、特许商、经销商或代理商；(三) 与该企业共同控制合营企业的合营者。

司法实践中，人民法院此前以事实认定替代形式认定的裁判口径，例如，最高人民法院在（2019）最高法民申 2728 号民事裁定书中认为，公司的高级管理人员应是执行公司出资人的决策、拥有执行权或一定程度的决策权、掌握着公司内部管理或外部业务的核心信息，并决定公司的决策及发展方向的特定人群。判断公司相关人员是否为高级管理人员，应从该人员是否担任《公司法》规定的职务，或者公司的章程是否将担任其他职务的人员规定为公司的高级管理人员进行分析。非公司高管但实际行使公司高管职权并利用关联关系损害公司利益的，应当依法承担赔偿责任。

值得注意的是，在《国有企业参股管理暂行办法》第 7 条规定中，在参股投资选择

合作方的特定场景下，将关联方的范围进一步延展至集团公司及各级子企业领导人员的亲属以及存在共同利益关系的主体。我们理解，该项规定的具体实施尚待结合国资监管要求予以进一步观察，包括但不限于国有企业相关领导人员的范围、特定关系中“共同利益关系”的界定、亲属担任合作方的非管理层或非核心岗位是否适用等。

（二）关联交易的情形

参考《企业会计准则第 36 号——关联方披露》的列举，常见的关联交易包括购买或销售商品、购买或销售商品以外的其他资产、提供或接受劳务、担保、提供资金（贷款或股权投资）、租赁、代理、研究与开发项目的转移、许可协议、代表企业或由企业代表另一方进行债务结算、关键管理人员薪酬。有实务观点认为，对于“关联交易”中的“交易”，应作功能性或经济性的广义理解，其外延不限于资产使用转让、货物买卖合同等法律行为，还应涵盖其他基于意志的会对公司资金、资产和收益等产生影响的措施。“交易”可以有偿，也可以无偿，既包括商业上的合同、交易、安排，还包括诸如撤销、单方解除合同、抵销、行使期权等行为。

（三）关联交易正当性的判断标准

如前所述，法律本身并不直接给予关联交易负面评价，新《公司法》原则上不否认关联交易的效力。综合新《公司法》及国资监管规定的关联交易制度体系，可见关联交易正当性是重点，而其判断分为两条路径，一是通过事后的实际结果判断有无损害公司利益或国有资产，即实质公允；二是基于事先的评判标准，通过程序正当的事项来推定有无损害公司利益或国有资产，即程序正当。

程序正当一般理解为包括“事先报告+合规审议”，以反映关联交易系出于公司真实意思表示。根据新《公司法》第 182 条、第 185 条规定，董监高应当就与订立合同或者进行交易有关的事项向董事会或者股东会报告，并按照公司章程的规定经董事会或者股东会决议通过，董事会或股东会表决时，关联董事或股东还应回避。

需要注意的是，根据《最高人民法院关于适用〈公司法〉若干问题的规定（五）》（以下简称“《公司法解释五》”）规定，“关联交易损害公司利益，原告公司依据公司法第二十一条规定请求控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员赔偿所造成的损失，被告仅以该交易已经履行了信息披露、经股东会或者股东大会同意等法律、行政法规或者公司章程规定的程序为由进行抗辩的，人民法院不予支持”，即履行法定程序不足以

免除董监高及控股股东、实控人关联交易赔偿责任。最高院民二庭相关负责人就《公司法司法解释五》答记者问中，进一步释明：“关联交易的核心是公平，本条司法解释强调的是尽管交易已经履行了相应的程序，但如果违反公平原则，损害公司利益，公司依然可以主张行为人承担损害赔偿。”因此，关联交易正当性判断标准可以从程序正当方面入手，并以实质正当为最终判断标准。

在实质正当层面的判断标准包括：

（1）定价公允：即交易价格是否公平合理，对此通常采用的方法是看该交易所造成的公司所失与所得是否相当，并且，看与市场一般价格的对比关系，也就是公司是否愿意以同等的条件与第三人进行交易，也即关联方使公司付出的代价不能高于公司可能给予第三人的代价。

（2）符合正常的商业交易原则：判断不公平的关联交易的核心标准为公司利益是否转移，并且交易目的应该与公司目的保持一致，或者服务于公司目的，对公司经营确实物有所值。一般而言，在诉讼中进行关联交易的主体对交易公平性负有举证责任，即其应当提出证据以证明该交易是公平的。

例如，在最高人民法院（2021）最高法民再 181 号案中：核心争议焦点之一为关联交易是否损害了公司利益。公司通过关联交易所采购的配件均非标准件，无统一市场定价，不同厂家生产的产品之间价格差别较大，且被告在案件中亦举证其采购价格低于部分市场价格。故一审、二审法院均以在案证据未能证明关联交易价格过高，且交易期间公司均为盈利状态为由，驳回了原告要求关联董事损害赔偿的诉请。但最高院从关联董事是否履行了对内披露义务、案涉关联交易价格是否符合市场公允价格、关联交易行为与损害结果之间的因果关系等角度进行阐释，最终认定关联交易损害了公司利益。最高人民法院查明案涉交易模式为，关联方在市场上采购加工定制产品后，转售给其唯一客户（即案涉公司）。最高人民法院认为，应当从交易的实质内容即合同约定、合同履行是否符合正常的商业交易规则以及交易价格是否合理等进行审查。在案涉交易模式中，案涉公司本可以在市场上直接采购相关产品，但董事利用在公司实际运营中的职权，通过由董事的关联主体采购产品则增设了不必要的环节、增加了采购成本，缺乏交易的必要性与合理性，因此增加的购买成本（即中间价差）为公司的损失，再审改判关联董事予以赔偿。

三、新《公司法》下国有企业关联交易合规义务分析

(一) 国有企业关联交易的司法认定及法律后果

序号	情形	案号	审理法院	裁判摘要
关联关系认定问题				
1	国有企业与其股东持有的另一企业开展的交易属于关联交易	河北省高级人民法院(2020)冀民终277号	河北省高级人民法院	《企业国有资产法》第四十三条第二款规定,“本法所称关联方,是指本企业的董事、监事、高级管理人员及其近亲属,以及这些人员所有或者实际控制的企业”。兴安爆破器材公司的股东和高管张振新同时也是滨达运输公司的股东,故滨达运输公司与兴安爆破器材公司双方之间存在关联关系。
2	一方的法定代表人、执行董事,同时与另一方存在投资控制关系的,应认定交易双方存在关联关系,由此产生的交易当属关联交易	江西省鹰潭市中级人民法院(2021)赣06民初62号	江西省鹰潭市中级人民法院	《公司法》第二十一条规定,公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用其关联关系损害公司利益。《公司法》第二百一十六条规定,关联关系是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的企业之间的关系,以及可能导致公司利益转移的其他关系。如果不按照程序进行关联交易,则损害一方公司的利益而无效。徐国彬为原告的法定代表人、执行董事,同时又是被告的投资人、实际运营者,且徐国彬同时掌控着原告、被告两家公司的印章。因此,原、被告间客观上构成公司法上的关联关系,由此产生的交易当属关联交易。
关联交易效力认定问题				
3	关联交易经过公司内部决议	最高人民法院	最高人民	根据原审查明的事实,在案涉《生产线兼并协议》签订时,嵩岳公司与颂春公司系

序号	情形	案号	审理法院	裁判摘要
	<p>审批且存已实际履行，则排除恶意串通情形；关联交易的价格经过评估机构确定，则不属于不公平价格进行关联交易的情形</p>	<p>(2017) 最高法民申 1968 号</p>	<p>法院</p>	<p>关联公司，案涉交易确属关联交易。但是，案涉关联交易获得了嵩岳公司全部股东即河南省永登铝业有限公司和河南省地方铁路集团有限责任公司的一致决议批准，不能认定为嵩岳公司与颂春公司双方恶意串通所为；且嵩岳公司完成案涉收购后，实际接收了案涉生产线，案涉交易并未损害其合法权益，故案涉交易不违反《企业国有资产法》第四十三条和第七十二条关于禁止利用关联交易，恶意串通损害国有产权权益的规定。</p> <p>案涉交易的合同价格原为双方协商确定的 2.01 亿余元，后经嵩岳公司单方委托评估得出的价格为 1.814 亿余元，而颂春公司亦同意将合同价格变更为上述评估价格，故案涉交易不属《企业国有资产法》第四十四条所规定的禁止国有企业以不公平价格进行关联交易的情形。</p>
<p>4</p>	<p>关联方的代表人无代表权且关联交易未经决议，则关联交易并非出于公司真实意思表示；交易内容同时违背了正常的商业规则，如亏损由一方承担等安排，则属于以关联交易损害公司利益，应</p>	<p>江西省鹰潭市中级人民法院 (2021) 赣 06 民初 62 号</p>	<p>江西省鹰潭市中级人民法院</p>	<p>《协议书》第二条规定，原告铜板带公司授权行使经营权期间，产生的亏损全部由原告铜板带承担。徐国彬利用原告与被告的关联交易，将一方公司商业风险全部转嫁给另一方公司，目的在于完成其与原告所约定的工作考核目标、获取自己的业绩奖励，是一种企业资产的转移，明显超出正常的商业规则，直接损害了公司、股东及债权人的利益，导致国有资产被侵害。且签订《协议书》等关联交易行为，未经原告公司股东会决议，徐国彬亦不能代表原告公司的真实意思表示。徐国彬超越权限决定原告与被告公司订立合同的代表行为属无效代表行为，所签《协议书》应</p>

序号	情形	案号	审理法院	裁判摘要
	认定为无效			当无效。
5	关联交易未履行《企业国有资产法》第46条的决议程序，仅系管制性规定，未经股东会、董事会决议的，不影响合同效力	河北省高级人民法院(2020)冀民终277号	河北省高级人民法院	兴安爆破器材公司在签订合同时，虽然没有依照《企业国有资产法》第四十六条的规定，由公司股东会、股东大会或董事会作出决议。但该规定属于管理性规定，依据最高人民法院关于适用《合同法》若干问题的解释(二)第十四条“合同法第五十二条第(五)项规定的‘强制性规定’，是指效力性强制性规定”，该行为不属于合同无效的法定情形。故兴安爆破器材公司主张案涉《货物运输合同》未经公司股东会、董事会决议，应属无效的上诉理由不能成立，本院不予采信。
		河北省承德市中级人民法院(2020)冀08民终2179号	河北承德市中级人民法院	上诉人河北兴安民用爆破器材有限公司宽城分公司并无股东会、股东大会或者董事会，河北兴安民用爆破器材有限公司亦将分公司经营权权利下放，本案所涉交易虽未经公司股东会、股东大会或者董事会决定，但该情况属于公司内部管理问题，无法产生对外抗辩的效力，因此不能以本案所涉交易行为未经公司内部程序通过为由而认定为无效。其次，《合同法》第五十二条第五款所述的“强制性规定”按照合同法司法解释(二)第十四条之规定，是指“效力性强制性规定”，而通常涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的规定才认定为效力性强制性规定，《中华人民共和国企业国有资产法》第四十三条、第四十六条应理解为管理性强制性规定，违反管理性强制性规定不能导致本案所涉及的炸药买卖交易行为无

序号	情形	案号	审理法院	裁判摘要
				效，故上诉人河北兴安民用爆破器材有限公司宽城分公司与被上诉人宽城盛世久安爆破工程有限公司之间的买卖合同合法有效。
6	违反《企业国有资产法》第44条、第72条的规定，无偿将国有房产提供给关联方使用的合同，系恶意串通，损坏国有资产权益的行为，关联交易无效	山东省东营经济技术开发区人民法院 (2019) 鲁 0591 民初 3984 号	山东省东营经济技术开发区人民法院	根据《合同法》第五十二条规定，有下列情形之一的，合同无效：（一）一方以欺诈、胁迫的手段订立合同，损害国家利益；（二）恶意串通，损害国家、集体、或者第三人利益；（三）以合法形式掩盖非法目的；（四）损害社会公共利益；（五）违反法律、行政法规的强制性规定。根据《企业国有资产法》第四十四条规定，国有独资企业、国有独资公司、国有资本控股公司不得无偿向关联方提供资金、商品、服务或者其他资产，不得以不公平的价格与关联方进行交易。《国有资产法》第七十二条规定，在涉及关联方交易、国有资产转让等交易活动中，当事人恶意串通，损坏国有资产权益的，该交易行为无效。本案中原告系国有独资公司，涉案房屋所有权证中载明该房屋为国有房产，涉案合同名为租赁，实为无偿使用，涉案合同造成国有资产的流失，损害国家利益，同时违反法律禁止性规定，应属无效。无效合同自始没有法律约束力。
关联交易举证责任问题				
7	原告未能证明国有资产遭到实际且确定的损失时，不能否定关联交	最高人民法院 (2021) 最高法民申	最高人民法院	由于《企业国有资产法》并未禁止国家出资企业与关联方进行交易，而适用第七十一条第四项的规定需以造成国有资产损失为前提且相应法律后果为赔偿责任，并无行为无效的表述，故在三秦长宏公司未

序号	情形	案号	审理法院	裁判摘要
	易的效力	5483 号		<p>能举证证明国有资产遭到实际且确定的损失的情况下主张李长宏签订案涉租赁合同无效缺乏充分的事实根据和明确的法律依据。原审法院根据三秦长宏公司的经营现状，结合案涉租赁合同并未处分该公司财产所有权且未实质侵害利益攸关方的合法权益等现实考量，认定三秦长宏公司主张案涉租赁合同无效所依据的事实根据和法律依据尚不充分并无不当。</p>
8	<p>关联交易纠纷中，股东会决议程序存在瑕疵，影响对公司的真实意思认定；国企与其子公司存在关联交易的，未经子公司股东会决议，需由控股股东国企承担交易公平性的举证责任</p>	<p>北京市高级人民法院 (2021)京民终422 号</p>	<p>北京市高级人民法院</p>	<p>虽然 2017 年东湖湾公司股东会决议和 2017 年东湖湾公司董事会决议均同意签订《解除协议》，但由于该两份决议系在缺少东湖湾公司另一股东城韵公司同意的情况下作出，即便该决议的作出符合公司法及公司章程的规定，《解除协议》实际上也只是城建公司一方的决定。</p> <p>如前所述，相关证据证明东湖湾公司已经履行了《合作经营协议》项下补偿款的支付义务，故在正常的商业逻辑下，只有《合作经营协议》无法继续履行系东湖湾公司的原因以及《合作经营协议》继续履行会导致东湖湾公司利益减损的情况下，《解除协议》的签订才具有公平性。但正如一审法院判决所认定的，“城建公司未提交证据证明签订《解除协议》时存在东湖湾公司未能按项目需求投入资金的行为”“城建公司提供的证据不足以证明项目公司必然亏损”，而城建公司是否可以按《合作经营协议》转让股权权益以及《合作经营协议》未通过世纪城市公司股东会决议均非东湖湾公司导致，故一审法院认定城建公司没有充分正当事由主导签署《解除协议》，属于滥用控股股东地位损</p>

序号	情形	案号	审理法院	裁判摘要
				害东湖湾公司利益正确。公司法第二十一条第一款明确规定公司的控股股东不得利用关联关系损害公司利益，城建公司的上述行为违反了公司法第二十一条第一款的规定，一审法院据此认定案涉《解除协议》的签订属于以合法形式掩盖非法目的，《解除协议》无效，并无不当。

（二）新《公司法》规定对国有企业关联交易合规义务的影响

如前所述，在目前的司法实践中，一方面，根据《公司法司法解释五》，无论关联交易是否具备程序正当性，如关联交易不符合实质公允性给公司造成损失，关联董监高仍需承担损害赔偿责任。另一方面，在关联交易实质公允的情况下，公司利益未受损害，关联董监高一般无需承担赔偿责任。新《公司法》的修订可能会产生以下两方面影响：

（1）在关联交易的公平性的证明方面。刘贵祥法官认为，《公司法司法解释五》是在我国当时公司法缺乏对关联交易的正当程序规制，才采用了实质公平标准以实现司法阶段对关联交易公平性的审查，即无论是否符合程序性规定，交易方均需要证明该交易结果是公平的，才能免责。但是，由于新《公司法》完善了关联交易程序，之后的司法实践可以更加关注程序本身的公平价值。即“法律或公司章程中对所涉关联交易有明确程序规定的，关联交易符合法定程序的，主张该交易不公平，要求损害赔偿的一方应当举证证明该交易实质损害了公司利益；关联交易没有遵循前述程序规定或者法律、公司章程中对所涉关联交易没有明确程序规定的，则交易方必须举证证明该交易结果的实质公平，否则应当对公司承担不公平交易损害赔偿责任。”²⁴

（2）在董监高的赔偿责任方面。由于新《公司法》完善了董监高赔偿责任制度，因此，即使公司利益或国有资产未受损害，如董监高未履行关联交易的报告义务等程序事项，均属于法定忠实义务的违反。

（三）国企关联交易的合规建议

²⁴ 参见刘贵祥：《新公司法适用中的若干问题》，载《法律适用》2024年第6期。

基于新《公司法》关联交易规则的发展，对国有企业董监高等人员履职的合规性、关联交易的正当性也产生了重要影响，针对国有企业关联交易的合规事宜，我们就此提出如下几点建议：

（1）考虑在公司章程条款中明确股东会、董事会对关联交易的审批权限。企业可以结合自身实际情况，针对不同类型的关联交易，对企业自身的影响程度，设置不同的决策机构以及表决机制。

（2）考虑要求董监高履行定期披露义务。董监高能否勤勉、忠实、合法合规的履职，企业的发展路径有着密切影响，在内部规章制度中，筑起遏制不当关联交易的第一道防线，内部重要人员定期披露其本人及近亲属对外投资、经营情况，及时报告潜在的关联交易，增强其合规意识。

（3）建议对于关联交易的开展全流程存档留痕。注重合理安排关联交易合同的条款内容、履行方式，多方论证交易的必要性及合理性，尤其是价格确定上，尽可能留存交易各方的磋商、谈判、承诺函等资料，必要时可以对交易标的依法评估核定作价，以便于论证交易的实质公平性。

四、结语

国有企业关联交易，需结合交易类型进行合规管理。不得开展绝对禁止类的交易；对于非禁止类交易，则在确有必要的前提下，需注意严格履行外部审批同意、内部报告决议程序。同时，密切关注立法、司法领域关联交易相关规则的变化，及时完善合规体系，留存证明关联交易合法性的证据，有利于稳固国有企业的运营发展。

第九章：国有资本参与私募股权投资及退出的法律要点分析

作者：张真真 | 张一帆

前言

国有资本，特别是政府引导基金，自 2018 年资管新规之后开始成为私募股权投资的第一大出资主体，2023 年占比已过半，约为 51%²⁵。其中既有国有资本作为基金 LP 从而间接投资标的企业的情况，也有设立直投资基金直接投资于标的企业的情况。从整个国家层面的高质量发展来说，国有资本参与私募股权投资，能够有效推动人工智能、互联网、大数据、智能制造、芯片半导体、绿色能源等创新经济形态的发展，成为经济从高速发展换挡高质量发展新时期推动产业创新的重要动力引擎。但也应当看到，国有资本在私募股权投资及退出中面临更为严格的监管要求，且政府引导基金/国资 LP 还需要兼顾招商引资、产业落地等职责。近期发生的国有基金批量回购潮也引发市场的广泛关注。

本文主要从人民币基金 GP、国资 LP、标的企业的多重视角，看待近年来国有资本参与私募股权投资及退出中，各方利益的平衡、博弈过程，以及实操中各方面临的重点、痛点法律问题，并根据笔者经验为如何促进各方利益协调发展、共建良好的私募股权投资生态体系、服务我国新质生产力发展提供相关建议。

一、标的企业投资及退出的国资监管要求

（一） 国资投资人投资阶段

1. 标的企业本身属于国有及国有控股企业、国有实际控制企业的情况

在投资阶段，如果被投资的标的企业本身属于国有及国有控股企业、国有实际控制企业的情况，由于新引入投资，就会构成国有背景企业增资的情况。特别是对于国资投资人参与混合所有制企业改制的项目中，经常会触发此情形。

²⁵ 数据援引自融中研究《2023 年中国私募股权发展蓝皮书》。

在《企业国有资产交易监督管理办法》（以下“**32号令**”）颁布前，国有企业增资扩股问题的规定散见于《企业国有资产法》、《企业国有资产监督管理暂行条例》等法律法规和各类规范性文件中，缺乏系统性。有关国有企业增资扩股的规定过于原则，缺乏可操作性，导致实践中增资主体不明确、增资程序不规范、国有企业股权因增资被稀释、国有资产流失等问题不同程度地存在。

“**32号令**”从国有资产监管的角度对国有企业的增资问题进行了较为完整和系统的规范，填补了之前国有资产法律体系关于国有企业增资规定的空白，有利于国有企业更加公开、公正、公平地择优选择多元化的投资者，有利于加强国有资产监督管理，避免国有资产流失。

国有投资人的组织形式	资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	国有产权登记要求
公司制	需要进行资产评估	一般不涉及国资监管机构或政府的批准，但中央企业在境内从事的股权投资还需要遵守《中央企业投资监督管理办法》所提到的中央企业投资项目负面清单，即列入负面清单禁止类的投资项目，中央企业一律不得投资；列入负面清单特别监管类的投资项目，中央企业应报国务院国资委审核；负面清单之外的投资项目，由中央企业按照企业发展战略和规划自主决策。	需要进场交易	逐级报送一级国企，由一级国企向国资监管机构申请办理占有产权登记。
合伙制	是否适用 32号令 存疑，但审慎角度建议评估	同上	由于 32号文 并没有明确规定国有投资人为合伙制的情况下是否需要进场交易，同	根据《国资委关于印发<有限合伙企业国有权益登记暂行规定>的通知》，国

国有投资人的组织形式	资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	国有产权登记要求
			时各地执行情况不一，因此仍有待国资委进一步规范，建议与国资监管机构进行沟通，并取得其明确意见。	有投资人应当于每年1月31日前更新上一年度的对外投资情况等信息。

2. 标的企业存在国有股东，但标的企业本身不属于国有及国有控股企业、国有实际控制企业的情况

在投资阶段，如果被投资的标的企业现有股东中存在国资成分，由于新引入投资，会导致原有股东持股比例变化，根据《企业国有资产评估管理暂行办法》（以下简称“12号令”）相关规定，非上市公司国有股东股权变动时，需要现有股东进行资产评估，并向国资监管机构申请办理产权变动登记。

3. 标的企业本身不存在国资成分的情况

如果被投资的标的企业现有股东中没有国资成分，除非：（1）有权的国资监管机构或者一级国企²⁶认定该等投资行为属于12号令所规定的“收购非国有单位的资产”，或者一级国企有内部监管要求，一般不需要进行资产评估。但在国资投资人组织形式为公司制的情况下仍需逐级报送一级国企，由一级国企向国资监管机构申请办理占有产权登记。在国资投资人组织形式为合伙制的情况下，还需根据《关于引发〈有限合伙企业国有权益登记暂行规定〉的通知》（以下简称“2号令”）的规定，在每年1月31日前向国资监管机构更新上一年度的对外投资情况。²⁷

（二） 国资投资人退出阶段

²⁶ 一级国企系指国资委或其他政府部门直接作为出资人的一级国有企业。

²⁷ 在国有投资人为合伙制的情况下，由于《国家出资企业产权登记管理暂行办法》（以下简称“29号文”）并没有明确将合伙企业排除在外，是否仍需按照29号文的要求办理产权登记建议与国资监管机构进行沟通，并取得其明确意见。

标的企业层面的退出路径涉及 IPO、并购、股权转让、回购、清算等各种方式，IPO 和并购之后又涉及二级市场卖出股票。本文主要针对近期频发的国资回购潮分析股权回购场景下国资投资人应当关注的重点法律问题。此外，针对 2023 年 8 月 27 日，证监会发布《证监会统筹一二级市场平衡优化 IPO、再融资监管安排》（以下简称“827 新规”）以来 A 股 IPO 退出路径不畅，更多标的企业选择海外上市的情况，国资投资人可能面临一二级市场估值倒挂、红筹架构搭建合规性等问题，笔者也将给出相关分析建议。

1. 股权回购

（1） 公司回购 Vs 股东回购？

IPO 是国内私募股权基金最常见的项目退出方式，因此投资协议中对于挂钩上市的回购条款非常看重，而随着被投资企业上市失败，近些年来股权回购诉讼案件激增。由于司法实践裁判要点从合同效力转入合同可履行性，在合同可履行性的实体判断过程中，华工案和《九民纪要》确立了以资本维持原则作为公司股权回购条款是否具备可履行性的判断标准，而在我国现行公司法资本维持原则下，公司股权回购只能通过定向减资的途径。同时，根据《九民纪要》及最高人民法院民事审判庭第二庭在其编著的《〈全国民事审判工作会议纪要〉理解与适用》（人民法院出版社出版，2019 年 12 月第 1 版）的相关解读，对于公司承担股权回购责任的情形，《九民纪要》给投资人提供了如下规则和预期：（一）公司回购必须先履行减资程序；（二）公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回投资人的诉讼请求；（三）公司履行减资程序不具有可诉性。

基于上述规则和预期，在公司承担股权回购责任的情形下，国资投资人需要在投资协议中就如何在事前和事后促使公司完成减资程序并实现股权回购事项进行约定，否则未经过减资程序，国资投资人要求公司按照投资协议的约定支付回购价款，在目前司法实践中很难得到法院的支持。因此，建议国资投资人在投资协议的公司股权回购条款中补充定向减资的相关约定，包括但不限于：

（1）公司股权回购条款应明确若出现了公司回购的情形，公司及其原股东应履行定向减资的义务，包括但不限于公司应履行减资相关的内外部程序，原股东应在定向减资的股东会决议中投赞成票，并确保后轮融资的投资者接受该条款的约束；

（2）需要关注国资投资人的否决权条款中是否包括禁止公司在未经国资投资人同意的情况下做出变卖资产或者业务调整的行为，或者产生大额债务，避免公司转移资金

后无法履行回购义务；

(3) 如因公司、原股东及后续股东未能履行上述配合义务，则构成违约，需由违约方对国资投资人因此遭受的损失承担连带赔偿责任。

虽然人民币基金可以通过投资协议约定公司及其他股东在定向减资中的配合义务并规定相应的违约责任，但在公司及/或其他股东未能履行配合义务时，人民币基金无法强制公司进行定向减资，而只能追究相关违约方的违约责任，且在司法裁判过程中，该等违约金可以依据公平原则予以调整，可能无法实现人民币基金依据违约责任条款追偿全部股权回购价款的目的。

考虑到定向减资程序是否实现，取决于公司及其他股东的配合，并非国资投资人所能控制，目前市场上国资投资人常见做法是要求股东回购，同时公司对股东回购义务承担连带担保责任。《九民纪要》征求意见稿第 10 条一度采纳了最高人民法院在强静延与曹务波等股权转让纠纷再审案的立场，认定公司担保有效。但最终版本删除了该条，未作任何规定。因此，公司为股东回购义务承担连带担保责任是否有效及是否可以履行的问题，仍需司法实践继续探索。根据刘燕老师在《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析》一文中的意见，公司担保责任是否仅适用《公司法》有关公司担保的关联交易决议程序，还是需要同时适用资本维持原则进行实质判断，需要具体问题具体分析：如果被担保的受让方股东不具有履约能力，则公司的担保的合法性应以不违反资本维持原则为前提；如果受让方股东有履约能力，只是因为公司提供的是连带责任担保而被转让方股东先予执行，则公司可以将对受让方股东的债权作为一笔资产确认，并应对相关股东的资产采取相应的保全措施。此时，公司的担保也可以作为一般的关联交易对待，并不启动资本维持原则的检验。²⁸

鉴于公司担保仅需要履行公司内部决策程序，不涉及外部公告及工商变更，且可以作为国资投资人投资的交割先决条件。虽然在后续执行过程中，需要考虑承担回购义务的股东是否有履约能力，并可能适用资本维持原则，对公司是否应当履行担保责任可能需要进行实质判断，但由于不涉及定向减资等非人民币基金可控的外部障碍，相较之公司股权回购需要履行的定向减资程序而言，**要求公司股东回购，同时公司对股东回购义**

²⁸ 参见刘燕：《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析》，载《法学研究》2020 年第 2 期，第 147-147 页。

务承担连带担保责任的做法，对国资投资人而言，可执行性方面可能更优。

(2) 股东回购——国资投资人股权转让退出需要履行的国资监管流程

对于政府引导基金和合伙制的国有基金来说，我们理解存在差异化的国资监管空间。

A. 政府引导基金

政府引导基金从子基金层面退出的相关规定在后文基金层面退出的部分进行阐述。

本部分只考虑政府引导基金/政府引导基金子基金直投项目退出的情况。

根据 32 号令第六十六条规定，“政府设立的各类股权投资基金投资形成企业产(股)权对外转让，按照有关法律法规规定执行”。

首先，鉴于政府引导基金的资金来源是财政出资，那么要注意会受到《政府投资基金监督管理暂行办法》（财政部）和《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改委）的管辖。此外，政府引导基金通常有各地相应的适用政策，根据各地情况略有不同，需要事前详细予以了解。

相较之政府引导基金在子基金层面的退出有比较明确的规定（具体详见下文），政府引导基金在项目层面的退出规定多散见于地方的管理办法，且约定较为原则，以下梳理了几种常见的规定情形：

地区	规则	具体规定
北京市	《东城区政府投资引导基金管理办法》	第二十一条 引导基金清算退出需经区政府批准,清算退出时,对于归属于政府的本金、投资收益和利息,按照财政国库管理制度有关规定及时足额上缴国库。引导基金对子基金及直接投资项目的投资, 经领导小组批准后退 出。
长沙市	《长沙市政府引导基金管理办法(试行)》	第六条引导基金应当按照基金有限合伙协议或基金公司章程明确的退出期限,以 股权转让、上市减持、回购 等方式实现退出,退出资金应及时收回并归集,除明确约定继续用于引导基金滚动使用外,应按照财政国库管理制度有关规定及时足额上缴国库。
上海	《黄浦区政府投资基金管理	第二十三条 引导基金管理机构应当在投资协议中明确约定退出条件和退出方式,并在退出阶段 按照协议约定退出 。

地区	规则	具体规定
	办法》	<p>如出现确实难以按照协议约定退出的情况，引导基金管理机构制定<u>退出方案，报投决会审议同意后执行</u>。对于已经达到预期投资目标或引导基金管理机构认为确有必要实施提前退出的，由引导基金管理机构提出，经投决会审议通过，可以实施提前退出。引导基金管理机构可以在协议中作出提前退出的安排，并在满足协议约定条件的时候实施提前退出。</p> <p>第二十四条 按照项目直投模式运作的引导基金，<u>所投资企业的创始人及实控人，原则上不得先于引导基金退出其在该企业的股权</u>。</p>

综上，政府引导基金自项目层面退出，暂未找到需要履行评估或进场交易程序的规定，但具体操作仍需要根据各地管理办法的规定进行差异化安排。

B. 合伙制的国有基金

监管机关对有限合伙企业是否适用 32 号令的问题，一直没有对外做出明确的表态。根据后续出台的相关规则、以及监管机关以答疑形式给出的官网回复，目前监管机关倾向于认为 32 号令不当然适用有限合伙企业，但也“鼓励”合伙制国有基金进场交易，且对于央企业管理的基金自项目层面退出有明确的评估要求，具体约定如下：1) 2018 年 5 月 16 日,国务院国有资产监督管理委员会、财政部和中国证监会共同发布《上市公司国有股权监督管理办法》，于 2018 年 7 月 1 日实施。该办法第 78 条明确提出：“国有出资的有限合伙企业不作国有股东认定，其所持上市公司股份的监督管理另行规定”。虽然从字面解释认为该规则仅适用于上市公司，但这个规定释放出合伙制基金不作为国有股东认定的信号；2) 国资委在其官网上以问题答疑的方式，确认了有限合伙企业不直接适用 32 号令。即国资委答复：32 号令第 4 条是针对公司制企业中的国有及国有控股、国有实际控制等情形进行分类，合伙企业中合伙人的权益和义务应以合伙协议中的约定为依据；3) **鼓励**国有企业出资的有限合伙企业通过产权交易机构挂牌交易，转让对外投资的企业股权，广泛征集投资人，发现市场价格；4) 如涉及中央企业管理基金按照市场惯例对外投资或转让所持股权，应当根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规〔2024〕8 号）相关规定进行评估或估值。

综上，在合伙制的国资投资人股权转让退出的情形下，是否需要适用 32 号令，进行国有资产交易的特别程序，尚未有统一的监管标准，各地执行情况不一，仍有待国资委进一步规范。建议国有投资人仍需密切关注后续的国资监管动向，并注意实操中不要造成国有资产流失的风险。

C. 政府引导基金、合伙制国资基金以外的国资监管要求

根据国资监管的相关法律法规的规定，国资投资人在进行股权转让时一般需要经过资产评估、评估核准或备案、国资审批、进场交易和产权登记的程序。具体规定列表如下：

资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	产权登记要求
<p> 转让方应当委托具有相应资质的评估机构对转让标的进行资产评估，产权转让价格应以经核准或备案的评估结果为基础确定。 </p> <p> 新的转让底价低于评估结果的 90% 时，应当经转让行为批准单位书面同意。 </p> <p> 资产评估项目还需按照国家 and 地方层面的具体规定在国资监管机构、中央企业或被授权的地方一级国企完成核准或备案。 </p>	<p> 国家出资企业应当制定其子企业产权转让管理制度，确定审批管理权限。其中，对主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务子企业的产权转让，须由国家出资企业报同级国资监管机构批准。 </p> <p> 转让方为多家国有股东共同持股的企业，由其中持股比例最大的国有股东负责履行相关批准程序；各国有股东持股比例相同的，由相关股东协商后确定其中一家股东负责履 </p>	<p> 根据 32 号令一般需要进场交易，即需要信息披露、交易价款支付等。 </p> <p> 32 号令第三十一条 以下情形的产权转让可以采取非公开协议转让方式：（一）涉及主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域企业的重组整合，对受让方有特殊要求，企业产权需要在国有及国有控股企业之间转让的，经国资监管机构批准，可以采取非公开协议转让方式；（二）同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式。 </p>	<p> 逐级报送一级国企，由一级国企向国资监管机构申请办理注销产权登记。 </p>

资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	产权登记要求
	行相关批准程序。		

D. 协议条款如何匹配国资投资人的监管诉求

鉴于国资投资人在股东回购的场景下，可能需要履行相关国资监管流程，投资协议的回购条款也需要匹配国资的需求，回购价格建议约定为投资本金加上一定的年化回报率与回购股权评估价格孰高者为准的表述。

(3) 公司回购——国资投资人减资退出需要履行的国资监管流程

根据国资监管的相关法律法规的规定，当国资投资人为公司制时，在进行减资时一般需要经过资产评估、评估核准或备案、国资审批和产权登记的程序。具体规定列表如下：

资产评估要求	国资审批要求	进场交易要求	产权登记要求
<p>需要进行资产评估，但是符合《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规[2024]8号）中“企业原股东同比例增资、减资”情形的，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以不对相关标的进行评估。</p> <p>为了避免产生回购价款定义不一的情形，可以在签订的协议时便规定，公司回购的价格以评估价和固定回报两者较高者为准</p>	<p>可以将减资理解为非公开协议方式的企业产权转让行为，类比适用 32 号令第三十三条，需要进行国资审批或备案。</p>	<p>一般不需要进场交易</p>	<p>逐级报送一级国企，由一级国企向国资监管机构申请办理注销产权登记</p>

当国资投资人为合伙制时，在进行减资时，由于国资委的答疑偏向于认为 32 号令不当然适用有限合伙企业，可以主张不需要国资审批、资产评估及进场交易。但根据 2 号令的要求合伙制国资投资人仍需办理注销产权登记。

2. 海外上市

(1) 一二级市场估值倒挂的问题

827 新规之后，受监管影响，A 股 IPO 的难度大幅增加。且由于一级市场股权融资不及预期的现实情况，导致被投资企业及其大股东、实际控制人、早期投资人都希望选择海外上市的路径解决融资的问题，并同步取消被投资企业及股东的回购义务。

但海外上市可能面临一二级市场估值倒挂的问题，特别是对于投资轮次靠后的国资投资人，考虑到由此引发的国有资产贬值风险，往往无法批准被投资企业的海外上市方案。若受限于上述国有投资“不能产生亏损”的考核红线，被投资企业可能会丧失上市和融资的窗口期，且在 A 股 IPO 仍然较为困难的情形下，最后大概率要通过回购、诉讼、仲裁及其他追责程序来解决，且未必不会产生亏损。

以上国资监管难题若不能得到很好解决，可能产生国资投资人与被投资企业的对抗情绪，并由此引发双输的结果。极端情况下，强硬的追责要求可能会把企业家置于失信被执行人的境地，对于创新类、科技类企业发展将造成不可逆的损失。

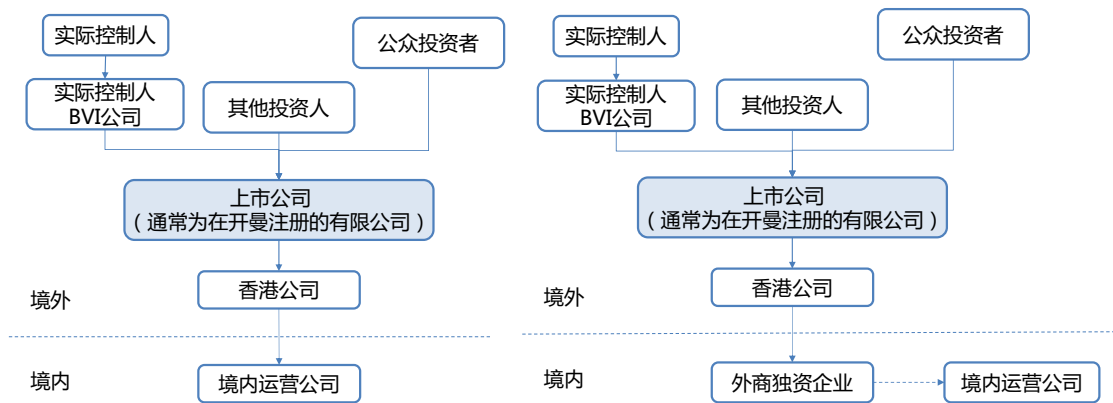
针对该现象，今年 6 月，国务院办公厅发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》提出，“优化政府出资的创业投资基金管理，改革完善基金考核、容错免责机制，健全绩效评价制度；健全符合创业投资行业特点和发展规律的国资创业投资管理体制和尽职合规责任豁免机制，探索对国资创业投资机构按照整个基金生命周期进行考核。”同时，各地国资也不约而同开启探索步伐。近日，《广东省科技创新条例》正式审核通过。该《条例》共十一章 94 条，围绕“基础研究+技术攻关+成果转化+科技金融+人才支撑”几个方面布局。一方面表现在越来越多的地区出台相关政策，给予创投机构投资风险补贴；另一方面表现在基金考核机制方面，越来越多的地区开始探索完善考核机制，并设置较高的亏损容忍率，例如 9 月 18 日刚刚发布的佛山市南海区科学技术局发布《佛山市南海区蓝海科创天使投资基金管理办法（第六次征求意见稿）》中指出“原则上对单个项目的亏损或单个年度亏损，不作为对基金运营情况的负面评价。建立天使投资基金风险容忍机制，允许基金出现最高不超过 80% 的亏损。”此外，各地也在不断完善母基金行业对基金管理人本身的尽职免责容错机制，例如 7 月 5 日发布的《东城区政府投资引导基金管理办法》第三十九条明确列举了六种相关部门及引导基金管理机构工作人员履行职责过程中的免责情形。

我们将密切关注该等容错机制的具体落地情况，希望企业在未来上市融资的过程中，不再陷于国资投资人的“容错”之困，能够选择符合市场和行业发展规律的上市融资路径。

(2) 国资投资人需要关注的重点法律问题

A. ODI 备案

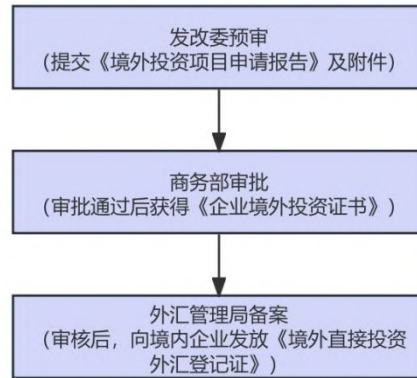
海外上市，除了 H 股之外，均需搭建红筹架构。红筹结构是指在开曼群岛等地设立控股公司作为上市主体，通过直接持股或协议控制境内的运营实体，并以境外控股公司的名义在境外交易所上市的结构，具体示意如下：



在此架构中，由于国资投资人需要通过 ODI 流程外翻到境外开曼公司层面持有股权，因此需要关注标的公司整体红筹架构搭建的合规性，并完成自身的 ODI 备案流程。

具体流程为：

- a) 向发改部门提交项目信息和申请材料，包括项目基本情况、投资计划、可行性研究报告等；
- b) 向商务部门提交申请材料，包括企业基本信息、境外投资计划等。商务部审批后，将发放《企业境外投资证书》，证书有效期通常为两年，企业需在此期限内 在境外开展投资；
- c) 在银行完成外汇登记，银行作为外汇管理局的代理机构，进行外汇审



需注意的是，在实践中，经常存在多个境内投资主体同时投资或先后投资于同一境外企业或项目。根据《企业境外投资管理办法》的规定，当存在多家机构股东时，发改委往往会依据投资金额、商务部门依据持股比例判断牵头办理 ODI 备案程序的第一大机构的注册地办理，以确保由相对大股东牵头进行备案或申请核准。同时还需注意在涉及到多个投资主体时需要明确各自的责任和程序，包括如何处理与既有投资者的备案衔接等问题。

此外，如果投资主体涉及到国资的情况，由于其特殊性质，往往涉及国家资源和公共利益，国务院国资委等监管部门对国有企业境外投资有严格的审批和监管要求。因此在进行境外投资时，除进行上述一般性的核准、备案流程外，可能需要由律师事务所为其出具法律意见书，以此作为合规性审查的重要依据，以确保投资行为符合国家法律法规及政策要求。

B. 国有股标识

根据 36 号令第三条规定，国有股东在符合（一）政府部门、机构、事业单位、境内国有独资或全资企业；（二）第一款中所述单位或企业独家持股比例超过 50%，或合计持股比例超过 50%，且其中之一为第一大股东的境内企业；（三）第二款中所述企业直接或间接持股的各级境内独资或全资企业这三种情况下，需要在其证券账户上标注“SS”。但国有出资的有限合伙企业不作国有股东认定，其所持上市公司股份的监督管理另行规定。

据此，上市中介机构通常要求公司制的国资投资人在提交上市申请前取得国有股标识。

二、国有资本在基金层面的投资和退出

（一）基金层面投资需要关注的国资监管问题

国资 LP 对基金的投资，与国资投资人对标的企业的投资面临的国资监管流程基本一致。

需要注意，类似中央企业管理基金项目层面退出的要求，涉及基金层面合伙份额转让的，也应当根据《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规〔2024〕8号）相关规定进行评估或估值。

此外，需要注意政府引导基金对子基金投资时，对基金管理人资质、社会资本占比、返投比例等有相关要求。子基金及其管理人在满足相关条件的前提下，才能获得政府引导基金的出资。部分地区管理办法的要求梳理如下：

地区	规则	具体规定
北京市	《东城区政府投资引导基金管理办法》	<p>第十七条 子基金聘请专业管理团队按照市场化方式运作。子基金管理机构应至少符合以下条件：（五）至少有 3 名具备 3 年以上股权投资或基金管理工作经验的专职高级管理人员，管理团队稳定，具有良好的职业操守和信誉；（六）具备良好的管理业绩，至少在拟投资的领域内主导过 3 个股权投资成功案例；（七）子基金管理机构应在子基金中参股或认缴一定份额；</p> <p>第二十七条 除对子基金管理机构支付管理费外，子基金在遵循章程或协议中有关约定目标且运作符合引导基金相关规定的前提下，引导基金部分收益可让利于基金管理团队。（一）当子基金达到协议约定投资于东城比例，且在子基金年化收益率超过约定基准收益率时，在确保区级财政性资金获取基准收益的前提下，对子基金管理机构进行超额收益奖励。该奖励在子基金收益分配时直接分配给子基金管理机构。当子基金未完成返投要求时，子基金管理机构不得参与引导基金出资部分获得的超额收益奖励。</p>
长沙市	《长沙市政府引导基金管理	<p>第十六条 子基金管理机构应符合以下基本条件：（六）至少有 3 名具备 5 年以上投资或相关业务经验的专职高级管理人员，且高级管理人员经营管理业绩良好；至少有 3</p>

地区	规则	具体规定
	办法（试行）》	<p>个以上成功的股权投资案例；基金管理团队关键人在基金运作期间中途退出需取得长投控股书面同意。</p> <p>第十八条 天使（种子）类子基金投资于长沙市范围内企业的投资总额不低于市、区两级出资总额（含财政和国有企业出资）的 1.0 倍；产业引导类子基金投资于长沙市范围内企业的投资总额不低于市、区两级出资总额（含财政和国有企业出资）的 1.2 倍。</p> <p>第十九条 子基金存续期内，最终认定返投的企业必须在长沙市依法登记注册并纳税，具体包括：（一）子基金投资机构直接投资的长沙市内企业（即在长沙市依法登记注册并纳税的企业，以下简称存量企业）；（二）子基金投资机构投资的长沙市外企业（即不在长沙市依法登记注册并纳税的企业），该企业将注册地迁至长沙市或在长沙市注册成立子公司（以下简称增量企业），注册成立子公司的，应将生产基地等落地至长沙市。</p> <p>第二十条 基金存续期内，返投金额认定标准如下：（一）存量企业按直接投资长沙市内企业（即在长沙市依法登记注册并纳税的企业）的投资额认定返投金额。（二）增量企业按以下 3 项中金额最高值认定返投金额：1.增量企业的实缴注册资本；2.增量企业在长沙市的累计投资额（撤回投资的不纳入计算）；3.增量企业在长沙市产生的市级税收总额。</p>
广州市	《广州市新兴产业发展引导基金管理暂行办法》	<p>第十五条 投资期内子基金的返投金额原则上不低于引导基金实缴出资额的 2.5 倍。</p> <p>第十七条 引导基金申报机构原则上为股权投资类企业（含创业投资企业），由其依法依规负责募集社会资本。引导基金与社会资本按 1:4 以上的比例设立子基金，引导基金对子基金的出资比例不超过子基金规模的 20%，且不作为第一大出资人或股东。</p> <p>第二十条 申报机构可直接作为子基金的基金管理人，也可指定或新设关联企业作为子基金的基金管理人。在采用有限合伙制形式下，基金管理人为子基金的普通合伙人</p>

地区	规则	具体规定
		<p>(GP); 在采用公司制形式下, 基金管理人为有限责任公司承担管理职责的股东。子基金的基金管理人须符合以下条件: (四) 主要负责人具备丰富基金管理运作经验, 并已取得良好的管理业绩, <u>且至少有 4 名具备 5 年以上股权投资或相关业务经验的专职高级管理人员</u>; (六) <u>出资不低于子基金规模的 5%。</u></p>
海南	《海南自由贸易港建设投资基金管理办法》	<p>第十一条 <u>自贸港基金出资比例原则上不超过子基金规模的 40%</u>, 且予以末位出资到位。对于省、市县(区)和园区联动投资的子基金, 经联席会议批准, 自贸港基金出资比例上限可以提高至 50%。</p> <p>第十三条 子基金管理机构应符合以下条件: (三) 历史业绩优秀, 累计管理规模原则上<u>不少于 3 亿元</u>(以中国证券投资基金业协会备案为准)。(四) 管理团队稳定, 具有良好的职业操守和信誉。至少有 3 名具备 3 年以上股权投资基金投资管理经验的高级管理人员, 彼此间有 2 年以上合作经历, 主导过 3 个(含)以上成功退出的股权投资案例。</p> <p>第十四条 子基金的设立、运作应满足下列要求: (二) <u>投资省内企业的返投认定金额应不低于自贸港基金出资额的 1.2 倍</u>。省内企业为在省内开展实质性经营活动的企业, 包括下列情形: 1. 子基金所投资企业注册地位于省内的, 返投认定金额按子基金投资金额确认; 2. 子基金对省外企业投资, 并将投资企业迁入我省的, 返投认定金额按迁入企业的子基金投资金额确认; 3. 子基金对省外企业投资, 通过该投资项目, 将其区域总部、纳税主体、生产基地、研发基地等以子公司的形式落地海南的, 返投认定金额按落地子公司新增实缴资本或子基金投资金额孰低确认; 4. 子基金管理机构或与子基金管理机构属于同一实际控制人的管理公司在管的且未设定对我省返投任务的其他基金, 新增对我省企业的投资或投资外地企业且符合前述情形的, 返投认定金额按前述情形规则确认; 5. 同时符合上述情形的, 按最高标准认定返投认定金额, 不重复计算, 返投认定金额不高于用于我省生产经营的投入; 6. <u>投资省</u></p>

地区	规则	具体规定
		<p>外符合海南重点产业发展方向的上市公司、独角兽企业、链主企业、国家级制造业单项冠军企业、国家专精特新“小巨人”，并迁入海南的，可按 1.2 倍认定返投金额；</p> <p>7.自返投认定通过之日起，被投企业在五年内迁出或注销的，按时序计量缩减返投认定金额。</p>

(二) 基金层面退出需要关注的国资监管问题

国资 LP 若通过份额转让的形式退出基金，则与国资投资人对标的企业的股权转让退出的国资监管流程基本一致。

但对于政府引导基金退出子基金，以及近年来市场比较关注的 S 基金交易，尚有特殊规定，本文梳理如下供参考：

1. 政府引导基金

(1) 与政府引导相关的特殊退出事由

由于政府引导基金的政策引导要求，部委规章及地方政府相关规范性文件中均规定，出现不能实现政府引导目的的情形时，政府引导基金有权退出，且不需要人民币子基金其他合伙人的同意，退出事由主要包括：

- a) 人民币子基金方案确认后超过一年，未按规定完成设立手续；
- b) 政府引导基金出资拨付人民币子基金账户超过一年，人民币子基金未开展投资业务；
- c) 人民币子基金的投资领域和方向不符合政府引导基金的政策目标；
- d) 人民币子基金未按相关重要法律文件约定投资的；
- e) 人民币子基金其他出资人未按约定时间出资到位；
- f) 人民币子基金管理机构发生影响投资和运营等实质性变化，无法按约实现政府引导基金的政策目标；
- g) 发现存在危及政府引导基金投资安全或法律法规禁止从事业务的；
- h) 其他不符合协议或章程约定情形的。

建议人民币基金 GP/管理人重点关注政府引导基金的特殊退出事由，特别是在财政部《关于加强政府投资基金管理 提高财政出资效益的通知》（财预[2020]7 号）出台之

后，政府引导基金的退出机制是否健全、基金绩效是否到达预期效果、是否存在投资进度缓慢或者资金长期闲置的情况将会作为绩效考核指标，政府引导基金也会将相关绩效考核压力向人民币子基金传导，可能会落实到政府引导基金对人民币子基金的相关要求并写入人民币子基金的合伙协议或补充协议。同时，对于政府引导基金来说，除了在人民币子基金的合伙协议中约定特殊退出事由之外，也要考虑触发特殊退出事由时，政府引导基金的退出路径和可行性的问题，并在合伙协议中详细约定相关的退出安排和违约责任。

（2） 让利政策

政府引导基金对于人民币子基金其他出资人的让利政策，主要体现在对于早期项目投资方面，目的在于撬动社会资本，实现政府引导地区创新型产业发展和产业转型升级的目的。对于人民币子基金，特别是创投基金的投资人来说，对于该等让利政策需要特别关注。

《国家科技成果转化引导基金设立创业投资子基金管理暂行办法》第二十条规定，“子基金存续期内，鼓励子基金的股东（出资人）或其他投资者购买引导基金所持子基金的股权或份额。同等条件下，子基金的股东（出资人）优先购买。对于发起设立子基金，注册之日起4年内（含4年）购买的，以引导基金原始出资额转让；4年至6年内（含6年）购买的，以引导基金原始出资额及从第5年起按照转让时中国人民银行公布的1年期贷款基准利率计算的利息之和转让；6年以上仍未退出的，将与其他出资人同股同权在存续期满后清算退出”。

2019年1月，国务院办公厅发布《关于推广第二批支持创新相关改革举措的通知》，明确提出“地方政府产业投资基金在参股高层次创新创业团队所办企业时，约定在一定时期内，创新创业团队可按照投资本金和同期商业贷款利息回购股权，激发创新创业积极性”。

地方性政府引导基金管理办法亦有相关规定。比如《广州市新兴产业发展引导基金管理暂行办法》第二十八条规定：“引导基金转让退出方式如下：（一）引导基金受托管理机构所持有子基金份额在3年以内（含3年）的，转让价格参照引导基金原始投资额确定；（二）引导基金受托管理机构所持有子基金份额在3年以上5年以内（含5年）的，如累计分红高于同期银行贷款基准利率计算的利息，转让价格参照引导基金原始投

资额确定；如累计分红不足同期银行贷款基准利率计算的利息，则转让价格不低于原始投资额加上同期银行贷款基准利率计算的利息与累计分红的差额之和；（三）引导基金受托管理机构所持有子基金份额超过 5 年的，按照市场化方式确定转让价格后退出。”

（3）退出时的国资监管程序

同政府引导基金直接投资项目的退出安排，政府引导基金通过份额转让在子基金层面退出也存在差异化监管的空间。

根据 32 号令第六十六条规定，“政府设立各类股权投资基金投资形成企业产(股)权对外转让，按照有关法律法规规定执行”。

根据《政府投资基金暂行管理办法》第二十一条的规定，“政府出资从投资基金退出时，应当按照章程约定的条件退出；章程中没有约定的，应聘请具备资质的资产评估机构对出资权益进行评估，作为确定投资基金退出价格的依据”。虽然《政府投资基金暂行管理办法》属于部门规章，按照严格的法律定义，并不属于 32 号令第六十六条规定中提到的“法律法规”，但在实践中一般认为《政府投资基金暂行管理办法》构成了对 32 号令的排除适用，政府引导基金从子基金层面退出，章程有约定从约定，没有约定，应当进行评估后再转让，不需要履行进场交易程序。

此外，地方性引导基金管理办法的规定亦需关注。除了上文提到的让利政策外，一些地方政府引导基金的退出操作更加市场化，并不要求一定需要履行评估程序，但通常会要求政府引导基金的退出顺序不劣后于其他社会资本。比如上海市《黄浦区政府投资基金管理办法》第二十三条规定：“引导基金管理机构应当在投资协议中明确约定退出条件和退出方式，并在退出阶段按照协议约定退出。如出现确实难以按照协议约定退出的情况，引导基金管理机构制定退出方案，报投决会审议同意后执行。对于已经达到预期投资目标或引导基金管理机构认为确有必要实施提前退出的，由引导基金管理机构提出，经投决会审议同意，可以实施提前退出。引导基金管理机构可以在协议中作出提前退出的安排，并在满足协议约定条件的时候实施提前退出。”此外，第二十四条规定了按照母-子基金模式运作的引导基金，引导基金不得作为劣后级资本在所投资基金其他出资人之后退出。

2. S 基金

S 基金作为专业的 PE 二级交易（private equity secondary transaction）投资者，最早由美国创业投资基金集团（VCFAG Group）于 1982 年发起成立，2008 年金融危机之后，S 基金逐渐发展成为美国私募股权领域的重要分支。国内第一支 S 基金于 2013 年 5 月由歌斐资产发起，伴随着近年来人民币基金一级市场的快速增长、部分基金退出期临近以及《资管新规》出台后大量通过银行理财产品进入私募基金市场的投资急需退出，PE 二级市场也迎来快速发展的阶段。

S 基金参与 PE 二级交易，主要有两种方式，一种是购买目标基金的份额，一种是购买目标基金持有的底层标的资产。由于购买底层标的资产的模式与常规的项目投资类似，本部分主要讨论的是 S 基金作为买方，收购目标基金份额的模式。该模式又可以分为接续基金和份额交易两种。其中，接续基金是指 S 基金完整承接一只目标基金，S 基金作为目标基金新的 LP；份额交易是指 S 基金作为新的 LP 进入到目标基金。

笔者梳理了 S 基金通过基金份额转让的方式参与 PE 二级交易时，需要关注的主要问题：

（1） 是否需要进场交易

前文已经论述，国资 LP 进行基金份额转让的国资监管流程。但对于 S 基金的交易来说，随着 S 基金业务在区域性股权市场的试点工作不断扩大开展，**地方上对国资份额转让的进场规定存在差异**。除上海规定本市国有基金份额为强制性进场交易外，北京和浙江均表述为“支持”进场。上海股权托管交易中心曾公开表示，像是进场、评估等程序性要求，核心是要符合国有资产保护的实质要求，即使个别规定中明确国有出资的有限合伙企业不作国有股东认定，但若合伙制私募基金作例外处理，实践容易出现规避监管要求的可能。

地区	规则	具体规定
北京	《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》	支持各类国资相关基金份额(包括但不限于国家出资企业及其拥有实际控制权的各级子企业出资形成的基金份额、各级政府投资基金出资形成的基金份额)，通过北京股权交易中心份额转让试点转让交易。对于存续期未满足但达到预期目标的政府投资基金出资形成的份额，经该基金行业主管部门审核后，可在北京股权交易中心份额转让试点转

地区	规则	具体规定
		让交易。基金设立协议等对基金份额转让有明确规定或约定的，从其规定或约定。
上海	《上海市国有私募股权和创业投资基金份额转让监督管理实行办法》	<p>第十条 交易价款原则上应当一次性付清，以人民币计价，并通过份额转让平台以货币进行结算。金额较大、一次付清确有困难的，可以采取分期付款方式，首期付款不得低于总价款的 30%，并在合同生效之日起 5 个工作日内支付，其余款项应当提供转让方认可的合法有效担保，并按同期银行贷款利率支付延期付款期间的利息，付款期限不得超过 1 年，具体由份额转让平台和交易双方共同约定执行。</p> <p>第十一条 本市国有企业通过份额转让平台完成国有基金份额转让的，份额转让平台应当出具份额转让凭证。</p> <p>第十二条 本市国有企业应当以份额转让凭证为依据进行基金份额国有权益变动登记并及时做好市场主体变更登记。</p>
浙江	《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点指导意见的通知》	支持各类国资相关基金份额(包括但不限于国家出资企业及其拥有实际控制权的各级子企业出资形成的基金份额、各级政府投资基金出资形成的基金份额)，通过份额转让平台转让交易。

(2) S 基金估值难

如果说国资程序是 S 基金交易形式中的难点，那么如何对拟转让份额进行估值定价则是实质性影响 S 基金交易进程的问题。具体来说，目前 S 基金市场主要暴露出以下几大估值难点：

首先与上市公司股票不同，私募股权的交易通常在非公开市场上进行，缺乏活跃的交易市场和透明的价格信息，并且私募股权的信息披露不如上市公司规范，潜在买家通常难以获取完整的公司财务和运营信息，容易导致估值时信息不对称。

其次是 S 基金尽管底层项目众多，但能够获取的详细信息却相对匮乏。许多 S 基金团队的领导者指出，市场上可供深入调查的项目数量有限，或者这些项目在所有 S 基

金交易所占的比例过小，无法为整个交易的定价提供充分的支持。并且私募股权基金的投资组合可能包括不同行业、不同发展阶段的公司，每项资产的估值方法和参数可能不同，增加了估值的复杂性。

再次是公允价值的确定不应仅仅依赖于机械式的参照。例如，如果底层资产是一家上市公司，其市值可能被看作是估值的一个参考点。然而，如果卖方的普 GP 或管理人没有在买方预期的价格区间内进行减持，那么基于市值的估值就可能失去其实际意义。对于正在融资的项目，考虑到一些地方政府的投资是基于产业布局和招商引资的战略目的，这个过程中可能人为地增加了项目的实际价值，但这种增值是难以精确衡量的。

更复杂的问题是那些表现不佳或未能达到预期的底层资产。在买卖双方之间，就这些资产的折扣率达成共识往往颇具挑战性。对于卖方来说，他们已经实际支付了本金，这是一项实实在在的成本。然而，对于买方而言，如果这些资产无法实现退出，其价值可能接近于零。此外，买方还需要为这些项目的后续管理投入时间和精力，这可能会消耗团队的资源。因此，实际上这些项目可能被视为负资产。

最后是 S 基金估值和评估方面规则的不完善。作为第一个推出基金份额转让试点工作的城市，北京地方文件中虽然提到了要简化国资相关基金份额转让审批流程，采取市场化方式确定转让价格，但后续始终没有进一步细化配套文件。而上海国资委为了进一步优化解决估值和评估问题，于 2022 年率先出台了《上海市国有企业私募股权和创业投资基金份额评估管理工作指引（试行）》（以下简称“**评估指引**”）以填补政策空白，为基金份额的流转交易提供定价依据。评估指引的适用情形主要是上海本市的国有企业，规范情形既包括投资、转让基金份额，也包括持有份额的基金发生非同比例的增减资。

三、建议和展望

结合全文，我们可以看到国资退出私募股权的形式包括转让股权、减资、与政府引导相关的特殊退出事由等诸多退出方式。多元化的退出渠道意味着国有资本可以根据自身需求和市场条件，选择最合适的退出方式，从而降低对单一退出渠道的依赖，减少交易成本和时间，提高资本运作的效率，减少市场波动对投资回报的影响。同时，国有资本能够根据市场情况和投资策略，及时调整资产配置，优化投资组合，实现长期投资目标。

但随着退出渠道的多元化，相关的法律和监管框架也需要不断更新和完善，以适应

新的市场实践。我们可以看到现阶段对国有资本参与私募股权投资的有关规定大多是关于公司制国有投资人的有关规定，在国有投资人是合伙企业的有关规定上较为欠缺。特别是合伙企业的退出问题上规定的不够明确或不够详细，导致在实际操作中存在解释和执行上的不确定性，不同地区或不同级别的国资委可能对国有资本退出合伙企业有不同的监管要求和审批流程，这可能导致实践中的不一致性和复杂性，因此需要国家出台有关的法律文件对合伙企业的退出问题进行完善。

一直以来，国资在投资中饱受“容错”之困。因在风险把控上极为严格，除了投前严密的审查外，国资投资过程中通常还有一套系统的追责体系，常常制约着投资活动，一定程度上使得国资在决策上的时效性和灵活性落后于市场化机构。针对该现象，国务院和各地国资也不约而同开启探索容错机制的步伐，我们也将密切关注该等容错免责机制对未来市场的效果。

同时，国有资本投入后并不意味着一劳永逸，要加强投后管理，以确保投资的稳定和发展。《中央企业投资监督管理办法》（2017年施行，国务院国有资产监督管理委员会令 第34号）要求企业投资监管体系建设、国资委和中央企业应当建立并优化投资管理信息系统、做好投资项目全过程研究论证。可以考虑建立独立的投后管理团队，独立负责投后事务，不仅包括资源对接、定期回访，还包括深入洞察企业内部管理问题，制定详细计划参与企业管理。将投后管理的部分工作，尤其是管理提升任务交给外部咨询公司或独立成立管理咨询公司，使其在绩效考核、费用核算与投资组合脱钩，转而向被投资企业收费，以此来加强投后管理的专业性和及时性。

第十章：国有企业经营者集中合规的新动向

作者：刘淑珺 | 赵兰学

2022年6月24日，全国人大常委会通过了《关于修改〈中华人民共和国反垄断法〉的决定》（以下简称“新反垄断法”或“《反垄断法》”），并已于2022年8月1日起施行。

作为本次修订的重点内容之一，新反垄断法大幅强化了对违法实施经营者集中²⁹的罚则，罚款上限由原来的50万元修改为“具有或者可能具有排除、限制竞争效果的情况下为上一年度销售额的10%，不具有排除、限制竞争效果的情况下为500万元”，并且，“情节特别严重、影响特别恶劣、造成特别严重后果的，可以在前述罚款数额的二倍以上五倍以下确定具体罚款数额”，极大地提高了经营者违法实施经营者集中的成本。

在《环球国有资产监管专题报告（第二辑）》中，我们撰写了《国有企业经营者集中的常见误区与合规要点》一文，受到广大读者的关注。

在前述报告发布以后，我国经营者集中的立法与执法领域又出现了很多新动向。例如，国家市场监督管理总局（以下简称“市场监管总局”）于2023年3月10日公布《经营者集中审查规定》（2023年4月15日施行，以下简称“《审查规定》”）；2024年1月22日，国务院公布修订后的《国务院关于经营者集中申报标准的规定》（2024年1月22日施行，以下简称“《申报标准规定》”）；2024年，市场监管总局已发布3件违法实施经营者集中行政处罚决定（值得注意的是，其中有2件处罚决定涉及国有企业）。此外，市场监管总局于2023年9月5日印发《经营者集中反垄断合规指引》；国务院反垄断反不正当竞争委员会于2024年4月25日印发《经营者反垄断合规指南》；国务院国有资产监督管理委员会于2022年8月23日印发的《中央企业合规管理办法》（2022年10月1日施行）明确规定，中央企业应当针对反垄断领域，制定合规管理具体制度

²⁹ 新反垄断法所规制的违法实施经营者集中，包括未依法申报违法实施经营者集中、申报后未经批准而实施经营者集中、违反附条件批准决定中附加的限制性条件、违反禁止经营者集中的决定。截至目前，除了违反禁止经营者集中的决定外，前述所列的各种违法实施经营者集中行为，已积累了相当数量的处罚案例。

或者专项指南。

以上经营者集中领域的新动向，对于国有企业的经营者集中合规工作提出了新的要求，同时也提供了更明确的指引。本文将撷取其中的重要部分进行解读，以期对国有企业的经营者集中合规工作有所参考。

一、关于经营者集中申报要件的新动向

按照反垄断相关法律法规的要求，一项交易如果符合以下 3 项条件，那么就需要进行经营者集中申报。

条件 1：该项交易构成中国反垄断法上的经营者集中；

条件 2：该项经营者集中达到了申报标准；

条件 3：该项经营者集中不属于可以依法豁免申报的情形。

（一）经营者集中的情形

根据《反垄断法》第 25 条的规定，经营者集中是指下列情形：

- 经营者合并；
- 经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；
- 经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。

另外，根据市场监管总局公布的《关于经营者集中申报的指导意见》（最新修订后于 2018 年 9 月 29 日施行，以下简称“《指导意见》”）第 4 条的规定，对于新设合营企业，如果至少有两个经营者共同控制该合营企业，则构成经营者集中；如果仅有一个经营者单独控制该合营企业，其他的经营者没有控制权，则不构成经营者集中。

由以上规定可以看出，经营者通过交易取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响（控制权和决定性影响以下统称为“**控制权**”），是判断一项交易是否构成经营者集中的核心要素。

经营者集中所指的“控制权”，不同于公司法项下的“控制权”概念，也不能简单等同于财务处理上的“并表”，至少需要注意以下几点：

1. 控制权包括共同控制权和单独控制权

根据《指导意见》第 3 条第 1 款，经营者集中所指的**控制权**包括单独控制权和共同

控制权。国务院反垄断执法机构公布的违法实施经营者集中案件中存在大量的新设合营企业的交易、以及取得既存企业共同控制权的交易，也充分证明了仅取得共同控制权的交易，同样属于经营者集中。

2. 仅持有少数股权也可能取得控制权

根据《审查规定》第5条第1款³⁰，判断经营者是否通过交易取得对其他经营者的控制权的考虑因素众多，交易前后其他经营者的股权结构及其变化只是考虑因素之一。根据《经营者集中反垄断合规指引》中的举例，A企业收购B企业20%股权，尽管A企业不是最大股东，但A企业可以单独否决B企业的年度商业计划、财务预算、高级管理人员任免等经营管理事项，则A企业很可能取得对B企业的（共同）控制权，构成经营者集中。例如，在国市监处（2021）51号新设合营企业案中，其中的一个合营方仅持有合营企业3.23%的股权，但仍然被市场监管总局认定为取得了合营企业的控制权，属于经营者集中，最终被市场监管总局顶格处以50万元罚款。

另外需要注意的是，判断控制权的有无时，需要从公司治理的各个层级进行考虑，即不仅要考虑股东（大）会等权力机构，也要考虑董事会等决策或者管理机构。

3. 对“取得控制权”的情形应作广义的理解

不仅包括某个经营者通过某项交易新取得对其他经营者的控制权，通过某项交易强化对其他经营者的控制权的情形也可能被视为“取得控制权”（从某种意义上，这种情形也可以称为新取得了“部分”控制权），最典型的一种情形是，通过某交易将共同控制权强化为单独控制权。

（二）经营者集中申报标准

根据《申报标准规定》，参与集中的经营者的营业额满足下列标准之一的，经营者应当事先申报，未申报的不得实施集中：

³⁰ 《审查规定》第5条第1款 判断经营者是否取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响，应当考虑下列因素：

- （1）交易的目的和未来的计划；
- （2）交易前后其他经营者的股权结构及其变化；
- （3）其他经营者股东（大）会等权力机构的表决事项及其表决机制，以及其历史出席率和表决情况；
- （4）其他经营者董事会等决策或者管理机构的组成及其表决机制，以及其历史出席率和表决情况；
- （5）其他经营者高级管理人员的任免等；
- （6）其他经营者股东、董事之间的关系，是否存在委托行使投票权、一致行动人等；
- （7）该经营者与其他经营者是否存在重大商业关系、合作协议等；
- （8）其他应当考虑的因素。

- 标准一：参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 120 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 8 亿元人民币；
- 标准二：参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 40 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 8 亿元人民币。

需要注意的是，计算营业额时的“经营者”并非指单体企业，而是指其所属的整个集团。根据《审查规定》第 10 条的规定³¹，参与集中的经营者的营业额，应当为该经营者以及申报时与该经营者存在直接或者间接控制关系的所有经营者的营业额总和，但是不包括上述经营者之间的营业额。用通俗的话来讲，参与集中的经营者的营业额，是指该经营者的最终控制人及其所控制的所有经营者的营业额总和。此外，《审查规定》第 10 条还明确了，参与集中的经营者之间或者参与集中的经营者和未参与集中的经营者之间有共同控制的其他经营者时，参与集中的经营者的营业额应当包括被共同控制的经营者与第三方经营者之间的营业额，此营业额只计算一次，且在有共同控制权的参与集中的经营者之间平均分配。

我国反垄断相关法律法规中并未对“最终控制人”进行明确的定义，但根据我们的实务经验，如果经营者 A 直接或间接控制经营者 B，且没有任何经营者能够控制经营者 A 时，则经营者 A 属于经营者 B 在反垄断法意义上的最终控制人。另外需要注意的是，国务院国资委、地方国资委或者其他履行出资人职责的政府部门不属于反垄断法意义上的“经营者”³²。

综上所述，当经营者进行有关交易时，不能因为公司本身的上一会计年度财报所显示的中国境内营业额不超过 8 亿元人民币，就直接得出相关交易不需要进行经营者集中申报的结论。大型国有企业的下属公司在进行相关交易时，尤其需要注意这一点。

³¹ 《审查规定》第 10 条 参与集中的经营者的营业额，应当为该经营者以及申报时与该经营者存在直接或者间接控制关系的所有经营者的营业额总和，但是不包括上述经营者之间的营业额。

经营者取得其他经营者的组成部分时，出让方不再对该组成部分拥有控制权或者不能施加决定性影响的，目标经营者的营业额仅包括该组成部分的营业额。

参与集中的经营者之间或者参与集中的经营者和未参与集中的经营者之间有共同控制的其他经营者时，参与集中的经营者的营业额应当包括被共同控制的经营者与第三方经营者之间的营业额，此营业额只计算一次，且在有共同控制权的参与集中的经营者之间平均分配。

金融业经营者营业额的计算，按照金融业经营者集中申报营业额计算相关规定执行。

³² 《反垄断法》第 15 条第 1 款 本法所称经营者，是指从事商品生产、经营或者提供服务的自然人、法人和非法人组织。

此外，根据《反垄断法》第 26 条第 2 款及第 3 款的规定，经营者集中未达到国务院规定的申报标准，但有证据证明该经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构可以要求经营者申报（《审查规定》第 8 条则进一步明确，市场监管总局要求经营者申报时采取书面形式）；经营者未按照该要求进行申报的，国务院反垄断执法机构应当依法进行调查。

（三）法定豁免事由

根据《反垄断法》第 27 条的规定，经营者集中有下列情形之一的，可以不向国务院反垄断执法机构申报：

- 参与集中的一个经营者拥有其他每个经营者 50%以上有表决权的股份或者资产的；
- 参与集中的每个经营者 50%以上有表决权的股份或者资产被同一个未参与集中的经营者拥有的。

需要注意的是，如前所述，由于国务院国资委、地方国资委或者其他履行出资人职责的政府部门不属于反垄断法意义上的“经营者”，因此不能仅仅因为参与集中的经营者均由同一个国资委或其他政府部门直接或间接控股就认为可以豁免经营者集中申报。

此外，对于上述豁免条款的具体运用，仍然存在一定的争议和不明确之处。比如，上述第 1 项豁免理由“参与集中的一个经营者拥有其他每个经营者……”的“其他每个经营者”是指其他每个参与集中的经营者、还是需要扩大到其他每个参与交易的经营者？豁免理由中的“参与集中的经营者”（尤其是在涉及共同控制的合营企业的情况下）指的是直接参与交易的主体，还是需要穿透考虑其最终控制人的表决权情况？关于这些问题，实务中尽管已经有较多的讨论，但目前仍存在一定的争议和不明确之处。由于符合豁免条件的经营者集中无需进行申报，目前尚未见到被市场监管总局直接明确认可因符合豁免条件而免于经营者集中申报的公开案例。因此，即使是发生在关联企业之间的交易或者是俗称的宽泛意义上的“集团内重组”，能否适用豁免条款免于经营者集中申报，也建议予以慎重研判，在必要时建议寻求专业反垄断律师的意见或者向市场监管总局申请事先商谈。

二、关于经营者集中申报程序的新动向

（一）简易程序适用条件

根据《审查规定》第 19 条的规定，符合下列情形之一的经营者集中，可以作为简易案件申报，市场监管总局按照简易案件程序进行审查：³³

(1) 在同一相关市场，参与集中的经营者所占的市场份额之和小于 15%；在上下游市场，参与集中的经营者所占的市场份额均小于 25%；不在同一相关市场也不存在上下游关系的参与集中的经营者，在与交易有关的每个市场所占的市场份额均小于 25%；

(2) 参与集中的经营者在中国境外设立合营企业，合营企业不在中国境内从事经济活动的；

(3) 参与集中的经营者收购境外企业股权或者资产，该境外企业不在中国境内从事经济活动的；

(4) 由两个以上经营者共同控制的合营企业，通过集中被其中一个或者一个以上经营者控制的。

与非简易案件相比，简易程序的特点主要有两个：一是所需提交的申报材料更加简化；二是在案件受理后将进行为期 10 日的案件信息公示。

(二) 市场监管总局发布经修订的《简易案件申报表》和《简易案件公示表》

2024 年 9 月 14 日，市场监管总局发布经修订的《经营者集中简易案件反垄断审查申报表》（以下简称“《简易案件申报表》”）和《经营者集中简易案件公示表》（以下简称“《简易案件公示表》”），两份表格于 2024 年 10 月 12 日正式施行。³⁴对于国有企业而言，两份表格的以下要点值得关注：³⁵

1. 申报人需要提交的申报表格从 3 份减为 2 份

³³ 根据《审查规定》第 20 条的规定，符合《审查规定》第 19 条但存在下列情形之一的经营者集中，不视为简易案件：

(1) 由两个以上经营者共同控制的合营企业，通过集中被其中的一个经营者控制，该经营者与合营企业属于同一相关市场的竞争者，且市场份额之和大于百分之十五的；

(2) 经营者集中涉及的相关市场难以界定的；

(3) 经营者集中对市场进入、技术进步可能产生不利影响的；

(4) 经营者集中对消费者和其他有关经营者可能产生不利影响的；

(5) 经营者集中对国民经济发展可能产生不利影响的；

(6) 市场监管总局认为可能对市场竞争产生不利影响的其他情形。

³⁴ https://www.samr.gov.cn/zw/zfxxgk/fdzdgknr/fldzfes/art/2024/art_1cc891138e754c1c97a6ede98341bcfd.html

³⁵ 参考“一图读懂 | 《经营者集中简易案件反垄断审查申报表》《经营者集中简易案件公示表》”：https://www.samr.gov.cn/zw/zfxxgk/fdzdgknr/xwxc/art/2024/art_3bdabaea35e847049741cb708694c6ac.html；“《经营者集中简易案件反垄断审查申报表》《经营者集中简易案件公示表》修订问答”：https://www.samr.gov.cn/zw/zfxxgk/fdzdgknr/xwxc/art/2024/art_818baa17119a4e22b34d88aab25691c4.html。

申报人仅需提交保密版的《简易案件申报表》以及《简易案件公示表》，市场监管总局根据案件具体情况可以要求申报人补充提供有关非保密信息。

2. 简化竞争评估相关的信息要求

(1) 对于申请适用简易程序的理由为“参与集中的经营者在中国境外设立合营企业，合营企业不在中国境内从事经济活动”或者“参与集中的经营者收购境外企业股权或者资产，该境外企业不在中国境内从事经济活动”的，不再要求申报人提交市场份额和进一步的竞争分析；

(2) 对于选择其他简易程序适用理由的，申报人需填写集中各方及主要竞争者市场份额，但无需主动填写竞争分析，市场监管总局可以根据审查需要要求申报人提供竞争分析；参与集中的经营者在同一相关市场所占市场份额之和小于 5%、在上下游市场和其他与交易有关的每个市场上所占市场份额均小于 5%，且申报人难以获取行业认可的第三方出具的市场份额数据的，可以仅提供参与集中的经营者市场份额和市场总体规模数据。市场监管总局认为必要时可以要求申报人补充竞争者市场份额信息。如为新设合营企业，需提供合理预估的合营企业开展运营后一定时期内（例如三年）的市场份额。前述信息要求的简化，将大幅减轻申报人获取市场份额信息的时间与经济成本。

三、关于违法实施经营者集中行政处罚的新动向

（一）市场监管总局发布《违反〈中华人民共和国反垄断法〉实施经营者集中行政处罚裁量权基准（征求意见稿）》

如前所述，新反垄断法大幅强化了对于违法实施经营者集中案件的罚款标准，而在新反垄断法施行以后，市场监管总局如何就违法实施经营者集中案件确定罚款金额，也成为人们关注的焦点。2024 年 8 月 16 日，市场监管总局发布《违反〈中华人民共和国反垄断法〉实施经营者集中行政处罚裁量权基准（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”），向社会公开征求意见。³⁶《征求意见稿》的主要内容如下：

1. 明确了违法实施经营者集中的具体行为类型

《征求意见稿》第 2 条将新反垄断法所禁止的违法实施经营者集中的行为类型明确为以下四类：

（1）经营者集中达到申报标准，但未依法事先申报实施经营者集中的；

³⁶ https://www.samr.gov.cn/hd/zjdc/art/2024/art_f55824e7d2f2436aa6ebcc4228d2acba.html

(2) 经营者集中未达到申报标准但具有或者可能具有排除、限制竞争效果，且经营者未按市场监管总局要求申报实施经营者集中的；

(3) 经营者集中申报后，未经批准实施经营者集中的；

(4) 经营者违反禁止经营者集中或者附加限制性条件审查决定的。

根据《审查规定》第8条第3款的规定，是否实施集中的判断因素包括但不限于是否完成市场主体登记或者权利变更登记、委派高级管理人员、实际参与经营决策和管理、与其他经营者交换敏感信息、实质性整合业务等。

2. 明确了不具有排除、限制竞争效果的违法实施经营者集中的罚款裁量步骤与裁量因素

根据《征求意见稿》第5条~10条，对于不具有排除、限制竞争效果的违法实施经营者集中，市场监管总局确定最终罚款数额的步骤为：

(1) 第一步：确定初步处罚数额

既无从轻确定初步罚款数额情形³⁷（以下简称“**从轻情形**”）又无从重确定初步罚款数额情形³⁸（以下简称“**从重情形**”）的，或者既有从轻情形又有从重情形的，初步罚款数额为250万元。

具有从轻情形的，初步罚款数额为100万元。

具有从重情形的，初步罚款数额为400万元。

(2) 第二步：综合考虑下调因素及上调因素，确定最终罚款数额

确定最终罚款数额的下调情形包括：集中后实体尚未运营，或运营后尚未投产，或取得股权、资产或业务后，尚未实际行使控制权的；首次因违法实施经营者集中受到行

³⁷ 《征求意见稿》第7条 【从轻确定初步罚款数额的情形】

经营者能够证明具有下列情形之一的，市场监管总局应当从轻确定初步罚款数额：

(1) 在市场监管总局立案调查后立即采取措施停止实施集中，或消除具有或者可能具有的排除、限制竞争效果的；

(2) 受他人胁迫或者诱骗违法实施经营者集中的；

(3) 在市场监管总局发现前，主动报告违法事实的；

(4) 其他市场监管总局认定依法应当从轻行政处罚的。

³⁸ 《征求意见稿》第8条 【从重确定初步罚款数额的情形】

经营者违法实施集中有下列情形之一的，市场监管总局可以依法从重确定初步罚款数额：

(1) 教唆、胁迫、诱骗其他经营者违法实施经营者集中的；

(2) 因违法实施经营者集中受到行政处罚，一年内再次发生违法实施集中行为的；

(3) 阻碍或拒不配合行政执法人员依法执行职务或对行政执法人员打击报复的；

(4) 伪造、隐匿、毁灭证据的；

(5) 其他市场监管总局认定依法可以从重行政处罚的。

经营者因前款第(3)项、第(4)项行为已被行政处罚的，不再依据该项情形从重确定罚款数额。

政处罚的；积极配合市场监管总局调查，如实陈述违法事实并主动提供证据材料的；在市场监管总局作出行政处罚决定前，积极建立或者完善反垄断合规管理制度并实施，能够有效提升经营者集中反垄断合规意识的；参与集中的经营者上一会计年度在中国境内的营业额未达到国务院规定的申报标准，且能积极配合调查的；其他依法可以下调处罚金额的情形。

前述下调情形可以累计，每项下调 10%，累计后的最低罚款数额不低于初步罚款数额的 40%。此外，符合下调情形但在确定初步罚款数额时已作为从轻情形考虑的，不再依据该项情形下调罚款数额。

确定最终罚款数额的上调情形包括：经营者集中未达到申报标准且已实施，具有或者可能具有排除、限制竞争效果，经营者未按市场监管总局书面通知要求申报的；向市场监管总局提供误导性或者不实材料、信息的；采取拖延、懈怠、逃避等消极方式不配合市场监管总局调查或不提供证据材料的；其他可以上调处罚金额的情形。

前述上调情形可以累计，其中具有前述第一种情形的，上调 20%；具有其他情形的，每项上调 10%。此外，符合上调情形但在确定初步罚款数额时已作为从重情形考虑的，不再依据该项情形上调罚款数额。此外，根据《征求意见稿》第 12 条的规定，对于不具有排除、限制竞争效果的违法实施经营者集中，最高罚款数额不超过 500 万元。

3. 明确了具有或者可能具有排除、限制竞争效果的违法实施经营者集中的罚款裁量步骤与裁量因素

根据《征求意见稿》第 11 条，对于具有或者可能具有排除、限制竞争效果的违法实施经营者集中，在计算罚款数额时，市场监管总局参照前述不具有排除、限制竞争效果的违法实施经营者集中的罚款裁量步骤，综合考虑集中实施时间，具有或者可能具有排除、限制竞争效果的持续时间和范围，消除违法行为后果的情况等因素，确定最终罚款数额。

此外，根据《征求意见稿》第 12 条，对于具有或者可能具有排除、限制竞争效果的违法实施经营者集中，最高罚款数额不超过上一年度销售额的 10%，最低罚款数额不低于 500 万元。

4. 明确了直接处罚上一年度销售额 10%的情形

根据《征求意见稿》第 13 条，经营者违法实施集中有下列情形之一的，市场监管总局责令停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要措施

恢复到集中前的状态，处上一年度销售额 10%的罚款：

(1) 市场监管总局认为集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果并告知经营者，经营者仍未经批准实施经营者集中的；

(2) 经营者违反禁止经营者集中审查决定实施经营者集中的；

(3) 其他恶意违法实施经营者集中，且产生排除、限制竞争效果的。

5. 重申加重罚款的情形

根据《征求意见稿》第 14 条，违法实施经营者集中，情节特别严重、影响特别恶劣、造成特别严重后果的，市场监管总局可以根据《反垄断法》第 63 条，在《反垄断法》第 58 条规定的罚款数额的 2 倍以上 5 倍以下确定具体罚款数额，即不具有排除、限制竞争效果的违法实施经营者集中的罚款上限为 2,500 万元，具有或者可能具有排除、限制竞争效果的违法实施经营者集中的罚款上限则为上一年度销售额的 50%。

6. 明确了不予行政处罚的情形

根据《征求意见稿》第 15 条，经营者违法实施集中，且不具有排除、限制竞争效果，能够证明具有以下情形之一的，可以不予行政处罚：

(1) 首次发生违法实施经营者集中行为，且经营者在市场监管总局发现前主动报告，并采取措施恢复到集中前状态的；

(2) 能够证明尽到审慎评估义务后因不能预见、不能避免且不能克服的客观情况导致违法的。

(二) 最新公布的 3 件处罚案例

新反垄断法施行以后，市场监管总局于 2024 年 5 月、2024 年 9 月及 2024 年 10 月，共计发布了 3 件违法实施经营者集中案处罚决定。值得注意的是，2024 年 5 月及 2024 年 9 月发布的 2 件处罚决定的被罚企业中包含国有企业。

在两家制冷设备企业新设合营企业案中，两个合营方应当事先进行经营者集中申报并取得反垄断批准，但在未经申报的情况下就实施集中（登记注册成立合营企业），被分别处以 150 万元罚款。

在某城建集团收购某输配电工程企业股权案中，收购方、目标公司以及目标公司原股东于 2023 年 12 月 12 日签署增资协议，并于次日提交了申报材料；2023 年 12 月 20 日，广东省市场监督管理局正式受理该案；2023 年 12 月 21 日，在审查受理后公示

阶段（即作出批准决定前），目标公司已完成股权变更登记，违反了《反垄断法》第 30 条规定“国务院反垄断执法机构作出决定前，经营者不得实施集中”。最终，收购方被处以 175 万元罚款。

在某科技公司与某电气公司新设合营企业案中，两个合营方应当事先进行经营者集中申报并取得反垄断批准，但在未经申报的情况下就实施集中（登记注册成立合营企业），被分别处以 70 万元罚款。

在 3 件处罚决定的罚款裁量部分都提到，案件不具有从重处罚情形，同时考虑了涉案企业属于首次违法实施经营者集中，能够积极配合调查，主动提供证据材料，建立并有效实施反垄断合规制度等情形（在某科技公司与某电气公司新设合营企业案的罚款裁量部分还提到，两个合营方在市场监管总局发现前主动报告了违法事实）。

四、对国有企业经营者集中合规工作的建议

综合上述，一方面，新反垄断法大幅提高了违法实施经营者集中的处罚力度，反垄断执法机构不断强化违法实施经营者集中查处力度并且增强查处工作的可预测性；另一方面，反垄断执法机构不断提高经营者集中的审查效能，给予经营者更加明确的合规指引，致力于降低经营者进行经营者集中申报的制度性交易成本。在以上立法与执法环境下，我们建议国有企业更加重视经营者集中合规工作，具体包括：

（一）就经营者集中申报的必要性进行准确评估，并根据评估结果设计交易日程。具体而言，在计划进行相关交易时，就应该评估经营者集中申报的必要性，如果需要申报，则需要尽快将申报日程纳入整个交易日程中进行考虑。即使不满足申报标准，也需要尽早评估交易是否具有反竞争效果。如果具有反竞争效果，为了消除后续交易的不确定性，也可以向市场监管总局进行自愿申报或者进行事先商谈。

（二）建立并完善反垄断合规制度。一方面，如前所述，就中央企业而言，根据《中央企业合规管理办法》的规定，应当针对反垄断领域制定合规管理具体制度或者专项指南。另一方面，根据《征求意见稿》，在市场监管总局作出行政处罚决定前，积极建立或者完善反垄断合规管理制度并实施，能够有效提升经营者集中反垄断合规意识的，属于可以下调罚款数额的情形；修订后的《经营者反垄断合规指南》也规定，经营者在反垄断执法机构作出行政处罚决定前，积极建立或者完善反垄断合规管理制度并有效实施，对于减轻或者消除违法行为后果起到重要作用的，反垄断执法机构可以依法酌情从轻或

者减轻行政处罚。

（三）积极配合市场监管总局的执法工作。包括但不限于：对于未达申报标准的经营者集中，因具有或者可能具有排除、限制竞争效果而被市场监管总局书面通知要求申报的，应积极进行申报；在市场监管总局立案调查后立即采取措施停止实施集中，或消除具有或者可能具有的排除、限制竞争效果；积极配合市场监管总局调查，如实陈述违法事实并主动提供证据材料。

第十一章：国有资产监管视角下的公共数据流通合规

作者：王铎 | 苏莉

大数据时代背景下，数据资产作为经济社会数字化转型进程中的新兴资产类型，正日益成为推动数字中国建设和加快数字经济发展的关键战略资源。公共数据作为数据资源的重要组成部分，具有广泛的社会应用价值，被视为数据资产价值实现的国家战略布局中的重要一环。在国有资产监管的视角下，公共数据不仅承载着促进经济社会发展的重任，更因其具有国有或公共属性，其在流通过程中的安全合规性显得尤为重要。在推动国有企业数字化转型的同时，如何确保公共数据流通合规，防范国有资产流失的同时推动保值增值，成为国有资产监管领域亟待解决的重要课题。

一、公共数据纳入国有资产管理

（一）公共数据的界定

目前，虽然在法律层面公共数据的定义尚未确定，但顶层设计政策与部分地方立法规范已经对公共数据的含义进行了明确。在顶层设计层面，《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（以下简称“《**数据二十条**》”）明确，公共数据由各级党政机关、企事业单位依法履职或提供公共服务过程中产生。³⁹在地方立法规范层面，《山东省公共数据开放办法》规定，公共数据是指国家机关，法律法规授权的具有管理公共事务职能的组织，具有公共服务职能的企业事业单位，人民团体等（以下统称“**公共数据提供单位**”）在依法履行公共管理职责、提供公共服务过程中，收集和产生的各类数据。《江苏省公共数据管理办法》规定，公共数据是指本省各级行政机关、法律法规授权的具有管理公共事务职能的组织、公共企事业单位（以下统称“**公共管理和服务机构**”）为履行法定职责、提供公共服务收集、产生的，以电子或者其他方式对具有公共使用价值的信息的记录。

虽然公共数据的定义尚未统一，但根据上述规范，广义上的公共数据包括各级党政

³⁹ 《中共中央 国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》：“（四）推进实施公共数据确权授权机制。对各级党政机关、企事业单位依法履职或提供公共服务过程中产生的公共数据，加强汇聚共享和开放开发，强化统筹授权使用和管理，推进互联互通，打破‘数据孤岛’。”

机关、公共事业单位、公共服务企业在依法履职或提供公共服务过程中收集、产生的各类数据。因此，国有企业作为公共服务企业，其在依法履职或提供公共服务过程中收集、产生的数据也可被视为公共数据。

（二）公共数据的权属

就公共数据的权属而言，虽然目前缺乏明确的法律规定，但实践中多数观点认为公共数据归国家所有，并且在部分地方立法规范中已有所体现。例如，福建省在公共数据立法时指出，政务数据属于国家所有；⁴⁰重庆市在公共数据立法时也采取类似的公共数据权属界定模式，明确政务数据资源属于国家所有。⁴¹

（三）公共数据的管理

广义上的国有资产是指属于国家所有的一切财产和财产权利的总和，主要包括企业国有资产、行政事业单位国有资产、国有自然资源资产等。公共数据作为国家所有的数据资源，属于一种新型的国有资产，应当纳入国有资产管理范畴。例如，《福建省政务数据管理办法》规定政务数据资源纳入国有资产管理，政务数据开放开发中，属于政府取得的授权收入应当作为国有资产经营收益，按照规定缴入同级财政金库。⁴²

根据公共数据授权运营形式的不同，可以将公共数据授权运营模式分为国有资本运营公司模式、特许经营运营模式，前者指公共管理和服务机构将公共数据全权授予国有资本运营公司，通过其全资持股或参股新公司的方式统一实施对被授权数据的增值性开发利用；后者指公共管理和服务机构与被授权主体协议约定被授权主体在一定期限和范围内投资运营被授权的公共数据，由其获得收益并提供公共产品或者服务。⁴³基于公共数据的国有资产属性，不论在何种公共数据授权运营模式下，当国有企业作为特许经营或是被授权主体，其对公共数据收集、处理以及后续的流通，都应当纳入国有资产管理。

二、公共数据流通之防范国有资产流失

⁴⁰ 《福建省政务数据管理办法》第三条：“政务数据资源属于国家所有，纳入国有资产管理，并遵循统筹管理、充分利用、鼓励开发、安全可控的原则。”

⁴¹ 《重庆市政务数据资源管理暂行办法》第四条：“政务数据资源属于国家所有。政务数据资源管理遵循统筹管理、集约建设、充分应用、安全可控的原则。”

⁴² 《福建省政务数据管理办法》第三条：“政务数据资源属于国家所有，纳入国有资产管理，并遵循统筹管理、充分利用、鼓励开发、安全可控的原则。”

《福建省政务数据管理办法》第三十六条：“组织开放开发的数据管理机构应当根据数据开发利用价值贡献度，合理分配开发收入。属于政府取得的授权收入应当作为国有资产经营收益，按照规定缴入同级财政金库。”

⁴³ 刘阳阳：《公共数据授权运营：生成逻辑、实践图景与规范路径》，载《电子政务》2022年第10期。

（一）国有资产流失风险

数字经济中数据之所以具有市场经济价值，其根本原因就在于数据流通。根据《数据二十条》，数据流通的形式包括开放、共享、交换、交易等。实践中，公共数据往往由国有企业进行开发利用、运营管理，国有企业运营公共数据不可避免将涉及公共数据的流通。而国有企业在公共数据乃至所有其持有或控制的数据资产的流通过程中，可能由于数据管理不当甚至是数据资产评估造假，导致国有企业价值被夸大或低估，引发国有资产流失的风险。

在数据资产入表的背景下，数据资产评估是数据流通中不可或缺的一大环节，公共数据进入数据要素市场需要进行数据资产评估这一步骤，最终的评估价值结果相当于公共数据进入数据流通交易领域的“入场券”，它将成为公共数据资产流通交易定价乃至后续开发利用收益分配的重要依据。如何对公共数据进行科学、合理评估成为关键。然而，数据资产价值易变性、数据资产的场景关联性、数据资产评估方法的局限性等因素使得其价值评估更加复杂。如果公共数据资产评估存在欺诈、造假等行为，导致评估结果失真、不合理或产生误导，这将带来一系列国有资产安全风险，不仅影响国有资产有序流通，也容易滋生腐败问题。例如，审计署在《国务院关于 2023 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》中指出，利用政务数据牟利成为新苗头。按要求，部门应有序开放所掌握的全国性政务和公共数据，降低社会公众获取成本。但一些部门监管不严，所属系统运维单位利用政务数据违规经营收费。4 个部门所属 7 家运维单位未经审批自定数据内容、服务形式和收费标准，依托 13 个系统数据对外收费 2.48 亿元。

此外，国有资产的监管经历从“管资产”到“管资本”的发展历程，当公共数据流通深入到数据资本化的环节，公共数据资产评估造假行为可能掩盖其真正的风险敞口，导致金融产品的风险管理和定价机制失效，进而增加金融市场的不稳定性，带来广泛的金融安全风险隐患。例如，当国有企业联合中介机构通过提供虚假证明文件等，夸大数据资产价值向银行骗取贷款，将可能给金融机构带来风险，影响金融稳定。

（二）国有资产流失风险应对

公共数据资产的价值评估是一个复杂的过程，需要在法律框架内进行，确保评估过程的合法性、公正性和透明性，才能推动公共数据的合规流通，保障国有资产的安全运营。财政部资产管理司有关负责人表示，考虑到公共数据资产具有国有或公共属性，为

避免资产流失和公共安全风险，财政部《关于加强数据资产管理的指导意见》在对全口径数据资产作出共性指导的基础上，有侧重地针对公共数据资产管理作出单独规范要求。

⁴⁴结合财政部《关于加强数据资产管理的指导意见》、国务院国有资产监督管理委员会《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》等规范，为防范国有资产流失，国有企业在公共数据流通过程中应当注意以下要点：

第一，完善数据资产信息披露和报告。国有企业所持有或控制的数据资产应纳入本级政府国有资产报告工作，接受同级人大常委会监督；

第二，遵循数据资产评估定价规定。国有企业进行数据资产等资产转让、作价出资、收购等经济行为时，应当将评估或估值结果作为定价参考依据。经咨询 3 家及以上专业机构，确难通过评估或估值方式对标的价值进行评定估算的，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以通过挂牌交易、拍卖、询价、协议等方式确定交易价格，其中挂牌或拍卖底价可以参照其账面价值、历史投入成本等因素合理确定。通过询价方式确定数据资产转让、作价出资等交易价格的，企业应当组成询价小组，结合资产特点编写询价书，采用询价公告或报价邀请函的方式通知有意向的交易方，对报价文件进行审阅评定，综合考虑交易方意图、实力、价格等因素确定最终交易方。通过协议方式确定数据资产转让、作价出资或收购等交易价格的，应当结合其账面价值、历史投入成本等因素，邀请法律专家、财务专家、技术专家、行业专家在充分论证其法律价值、技术价值和经济价值的基础上综合确定，并在适当范围内进行公示。对于一次定价确有难度的，交易双方可以参照实际应用效果，约定价格调整原则、调整周期、重大事项节点等。

第三，建立数据资产价值应用风险防控机制。国有企业等公共数据资产权利主体应建立数据资产协同管理的应用价值风险防控机制，多方联动细化操作流程及关键管控点。鼓励借助中介机构力量和专业优势，有效识别和管控数据资产化、数据资产资本化以及证券化的潜在风险。国有企业等公共数据资产权利主体在相关资产交易或并购等活动中，应秉持谨慎性原则扎实开展可研论证和尽职调查，规范实施资产评估，严防虚增公共数据资产价值。加强监督检查，对涉及公共数据资产运营的重大事项开展审计，将国有企业所属数据资产纳入内部监督重点检查范围，聚焦高溢价和高减值项目，准确发现管理漏洞，动态跟踪价值变动，审慎开展价值调整，及时采取防控措施降低或消除价值应用

⁴⁴ 财政部资产管理司有关负责人就印发《关于加强数据资产管理的指导意见》答记者问。

风险。

三、公共数据流通之推动国有资产增值

2020年9月21日，国务院国有资产监督管理委员会正式印发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，国有企业数字化转型便迈入了崭新的发展阶段。2022年发布的《数据二十条》更是为探索企业数据授权使用新模式提供了明确指导，激发了国有企业在这一领域的引领作用。2023年6月中共北京市委、北京市人民政府印发的《关于更好发挥数据要素作用进一步加快发展数字经济的实施意见》提出探索数据资产入表新模式，探索将国有企业数据资产的开发利用纳入国有资产保值增值激励机制。

作为掌握大量公共数据资源的国有企业，公共数据的流通和利用成为国有企业推动国有资产增值的关键途径。通过公共数据的安全治理、确权登记、价值评估，实现数据资产入表、流通交易和质押融资等，国有企业可以有效增加国有资产规模，优化改善资产负债表，降低资产负债率，提升国企的资本化能力，推动国有资产的保值增值。

（一）数据安全治理：保障资产增值安全

公共数据的安全治理直接关系到国有资产保值增值的安全性。因此，国有企业需加强数据安全治理，逐步建立完善的数据资产管理制度，覆盖数据收集、存储、处理、共享、利用及销毁的全生命周期，确保数据在流动中创造价值的同时，风险可控、运营合规。具体而言，数据安全治理围绕数据全生命周期开展相关管控活动，以“风险可控、运营合规、价值实现”为原则，从组织建设、制度建设、标准建设、基础设施建设、数据全生命周期安全管理（包括数据分类分级管理，如图1所示）、人员安全管理、应急响应、技术保护（包括网络安全管理）等多维度进行系统性治理，从而为国有资产增值奠定坚实基础。

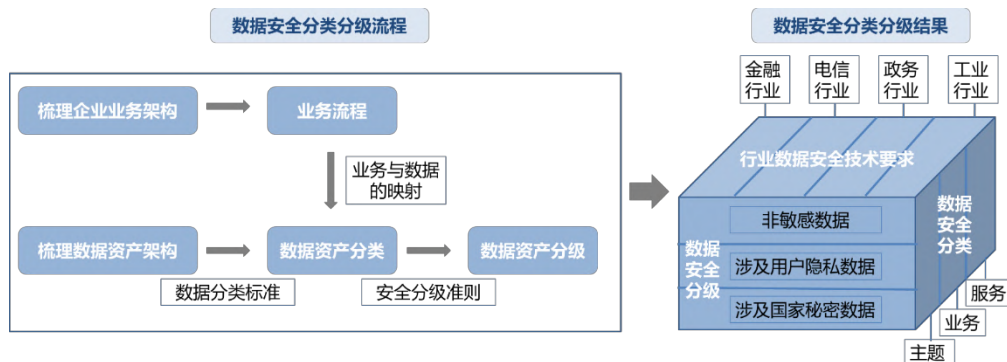


图 1 数据安全分类分级流程

（二）数据确权登记与价值评估：奠定资产增值基础

公共数据的确权登记是保障数据资产安全、促进数据流通的前提。从权利保护角度而言，数据确权是数据资源运营、开发和使用的有力保障，也是数据资源交易资源和流转的有效证明。数据资源的特殊性决定了确定数据权属时，不便采用类似于房产的绝对权利理念，数据权属的重点应是让价值创造者获得数据权益。从会计角度而言，明确权属才能使数据进入资产负债表。从法律角度而言，明确数据权属才能解决滥用、盗用等问题，从管理和使用的角度，明确数据权属才能更好地进行溯源。

国有企业需联合政府相关部门，明确数据的权属关系，确保数据在流通过程中的合法性与合规性。同时，通过引入专业的评估机构，对公共数据进行科学合理的价值评估，为数据的后续利用提供可靠的定价依据。这一步骤不仅有助于国有企业准确掌握自身数据资产的价值底数，还为后续的数据交易、融资等活动奠定了坚实基础。

（三）数据入表：推动资产增值的关键

在确权登记与价值评估的基础上，国有企业应积极推进数据入表（数据入表流程图 2 所示），实现数据价值的显性化，更加清晰地认识到数据资产在提升企业竞争力、促进国有资产增值中的重要作用。

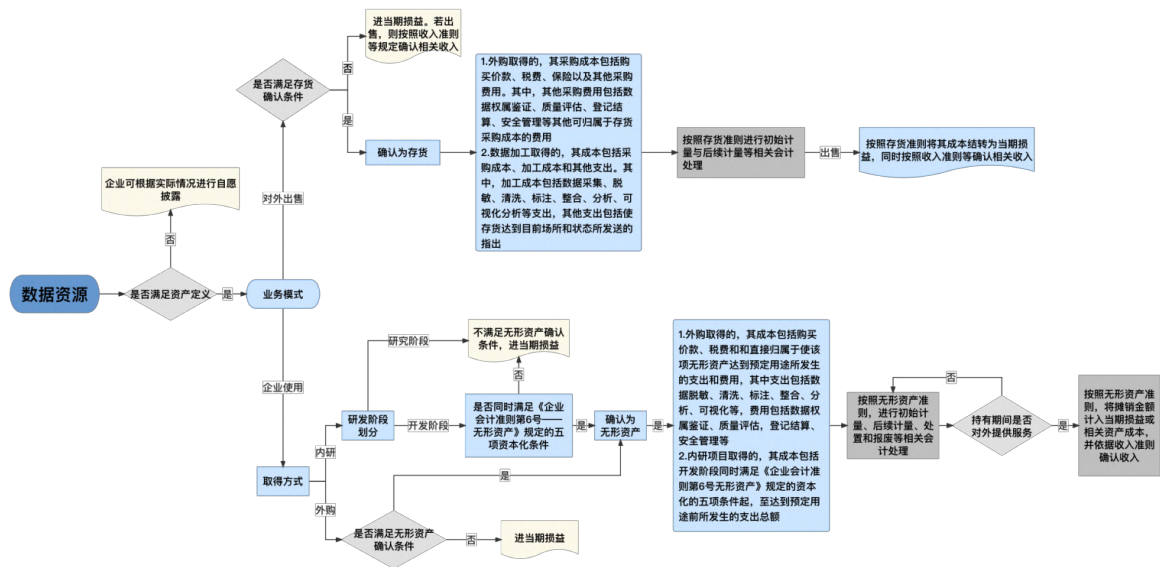


图 2 数据入表流程

数据入表合规领域工作环节如图 3 所示。



图 3 数据入表合规工作环节

目前国家或地方层面尚未形成数据资源入表工作合规评估工作标准，各地尚处于先试先行的探索阶段。数据资源入表合规领域一般关注以下内容：一是数据资源来源的合法合规性、数据资源确权和权属的判断，即获取数据行为不违反任何法律法规、国家政策和社会公共道德以及数据权属应当清晰明确；二是数据资源流通的合法合规性、法律风险，即数据流通不违反法律相关规定，符合合法、正当、必要原则；三是数据资源的可交易性以及是否具有“价值性”，例如，通过爬虫方式爬取的数据无法体现数据入表主体的劳动价值、治理成本、智力成果，不一定具有价值性。

（四）数据流通交易与质押融资：拓宽资产增值渠道

公共数据的流通交易是实现其价值的重要途径。国有企业应积极参与数据流通交易市场建设，通过数据交易平台，与其他企业、科研机构（研究院、实验室等）及政府部门开展广泛的数据流通交易合作。通过数据共享、交叉验证、联合建模等方式，挖掘数据背后的深层次价值，促进数据资源的优化配置和高效利用。此外，国有企业还可以利用企业数据资产进行质押融资，拓宽融资渠道，降低融资成本，为国有资产创造更多增值机会。

环球简介

环球律师事务所（“我们”）由中国国际贸易促进委员会在 1979 年设立。经过不懈地努力和发展，我们已成为中国律师业中优秀的大型综合性律师事务所之一。

我们始终秉持简单、正直、阳光的价值观，以客户为中心，不懈地优化工作质量和协调沟通能力，高效和创造性地解决客户的法律问题。

自成立伊始，我们即确立了“以国际化的视野、国际化的团队、国际化的质量服务于国内外客户”的宗旨，这使我们虽置身于多变的全球经济形势之中，却始终能够保持不变的业界领先地位。

我们的专业人士毕业于国内外一流的法学院，多数均拥有法学硕士及以上学历，同时也拥有出色的执业经历，许多曾供职于国内外一流律所、业界领先企业或政府和司法部门，其中很多还拥有美国、英国、澳大利亚、瑞士、新加坡、新西兰、香港等地的执业资格。

我们凭借精湛的法律知识、丰富的执业经验、高度的敬业精神以及良好的职业道德，向国内外客户展示和证明了我们的价值，同时也赢得了国内外客户的信赖。我们连续多年被包括《钱伯斯》《法律 500 强》《亚洲法律杂志》等众多的国内外权威法律评级机构评选为高度推荐的优秀中国律师事务所之一。

我们为境内外客户在广泛的业务领域提供了优质、高效的一站式法律服务。在未来的日子里，我们将凭借独特的优势，继续助力国内外客户取得更为持久和长远的成功。

版权与免责

版权. 环球律师事务所保留对本报告的所有权利。未经环球律师事务所书面许可，任何人不得以任何形式或通过任何方式复制或转载本报告任何受版权保护的内容。

免责. 本报告不代表环球律师事务所对有关法律问题的法律意见，任何仅依照本报告的全部或部分内容而做出的作为和不作为决定及因此造成的后果由行为人自行负责。如您需要法律意见或其他专家意见，应该向具有相关资格的专业人士寻求专业帮助。

联系我们. 如您欲进一步了解本报告所涉及的内容，您可以通过下列联系方式联系我们。

环球律师事务所（北京总部）

北京市朝阳区建国路 81 号华贸中心 1 号写字楼 15 层&20 层 邮编：100025

电话：(86 10) 6584 6688

传真：(86 10) 6584 6666

电邮：global@glo.com.cn

环球律师事务所（上海）

上海市徐汇区淮海中路 999 号环贸广场办公楼一期 35&36 层 邮编：200031

电话：(86 21) 2310 8288

传真：(86 21) 2310 8299

电邮：shanghai@glo.com.cn

环球律师事务所（深圳）

深圳市南山区深南大道 9668 号华润置地大厦 B 座 27 层 邮编：518052

电话：(86 755) 8388 5988

传真：(86 755) 8388 5987

电邮：shenzhen@glo.com.cn

环球律师事务所（成都）

成都市高新区天府大道北段 966 号天府国际金融中心 11 号楼 37 层 邮编：610041

电话：(86 28) 8605 9898

传真：(86 28) 8313 5533

电邮：chengdu@glo.com.cn

北京市朝阳区建国路81号华贸中心
1号写字楼15层&20层
邮编: 100025

15 & 20/F Tower 1,
China Central Place,
No. 81 Jianguo Road, Chaoyang
District, Beijing 100025, China
电话/T. (86 10) 6584 6688
传真/F. (86 10) 6584 6666

上海市徐汇区淮海中路999号
环贸广场办公楼一期35层&36层
邮编: 200031

35 & 36/F
Shanghai One ICC, No. 999
Middle Huai Hai Road, Xuhui District,
Shanghai 200031, China
电话/T. (86 21) 2310 8288
传真/F. (86 21) 2310 8299

深圳市南山区深南大道9668号
华润置地大厦B座27层
邮编: 518052

27/F Tower B,
China Resources Land Building,
No. 9668 Shennan Avenue, Nanshan
District, Shenzhen 518052, China
电话/T. (86 755) 8388 5988
传真/F. (86 755) 8388 5987

成都市高新区天府大道北段966号
天府国际金融中心11号楼37层
邮编: 610041

37/F Building 11,
Tianfu International Finance Center,
No. 966 Tianfu Avenue North Section,
High-tech Zone, Chengdu 610041, China
电话/T. (86 28) 8605 9898
传真/F. (86 28) 8313 5533