

“私募股权创投基金实物分配股票 相关法律问题解析” 专题研讨会业务综述

2023年6月29日下午，深圳市律师协会并购重组法律专业委员会通过线下与线上相结合的方式成功召开举办了“私募股权创投基金实物分配股票相关法律问题解析”专题研讨会，本次研讨会由深圳市律协并购重组法律专业委员会委员赵钰律师担任主持，由深圳市律协并购重组法律专业委员会委员主任余峥律师做开场致辞，北京市金杜（深圳）律师事务所合伙人宋科律师为主讲嘉宾，分享了《私募股权创投基金实物分配股票相关法律问题解析》。现对本次研讨会做业务综述如下：

一、研讨背景

伴随中国资本市场的不断壮大，私募股权创投行业的快速发展，如何“顺利退出”作为私募股权创投基金良性循环的关键一环，日益受到各方的重点关注。所谓退出，是指股权投资机构在其所投资的创业企业发展相对成熟后，将其所持有的权益资本在市场上出售以收回投资并实现投资收益的过程，目前常见的退出方式主要有IPO、并购、回购等。

为完善私募股权创投基金的非现金分配机制，拓宽私募股权创投基金退出渠道，促进投资-退出-再投资良性循环，2022年7月8日，证监会启动了私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作。

2022 年 10 月 14 日，证监会原则同意上海临理投资合伙企业（有限合伙）的实物分配股票试点申请，上海临理投资合伙企业（有限合伙）的实物分配股票试点成为试点政策的市场首单实物分配股票试点。根据澜起科技股份有限公司发布的《关于股东进行股票实物分配的进展公告》，2023 年 4 月 25 日股票实物分配的非交易过户已完成，该市场首单实物分配股票试点正式实施完毕。

为了提升对私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作的理解，总结其中的实操技巧，本次研讨会就实物分配股票试点工作中的热点、难点问题进行了研讨，希望通过兼具理论和实践方面的研讨能对律师同行提升专业认识和实操能力有所帮助。

二、主题研讨：宋科律师《私募股权创投基金实物分配股票相关法律问题解析》

在本次研讨会中，北京市金杜（深圳）律师事务所合伙人宋科律师分享《私募股权创投基金实物分配股票相关法律问题解析》，介绍私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作的政策内容，结合上海临理投资合伙企业（有限合伙）的市场首单实物分配股票试点分析了试点政策的相关法律问题和实操要点：

（一）私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作的政策介绍

宋科律师首先介绍了私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作的政策概览：2022 年 7 月 8 日，证监会发布《证监会启动私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点 支持私募基金加大服

务实体经济力度》要闻；2022年9月7日，中基协首次向部分私募基金管理人发布《关于接收私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点申请材料的通知》；2022年10月14日，证监会原则上同意上海临理投资合伙企业（有限合伙）的实物分配股票试点申请；2022年11月15日，中基协第二次向部分私募基金管理人发布关于接收试点申请材料的通知。

然后宋科律师分析了试点政策中的限制。首先，私募基金仅限于私募股权、创投基金，不包括私募证券投资基金、其他类私募投资基金及私募资产配置基金；其次，投资者不得为下列主体：1、上市公司的实际控制人、控股股东、第一大股东（含一致行动人），2、上市公司的董监高，3、不具备证券市场投资资格等情形；最后，基金/基金所持股票不得涉及以下限制：1、控股股东、实际控制人及第一大股东（含一致行动人），2、上市公司股份未解除限售，3、根据上市公司减持规则或承诺不得减持的股份，4、涉及质押、冻结、司法拍卖，5、存在其他违法违规的情形。

最后宋科律师列举了试点政策在证券市场、私募基金和税务三大监管中适用的法律规范，具体如下，证券市场监管：《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》、《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020年修订）》、《证券非交易过户业务实施细则（适用于继承、捐赠等情形）》；私募基金监管：《公司法》、《合伙企业法》、《民法典》、《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》《关于加强私募投资基金监管的若干规定》、《私

募投资基金登记备案办法》；税务监管：《企业所得税法》、《财政部、国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（财税[2008]159号）、《个人所得税法》、《合伙企业个人所得税规定》、《财政部、国家税务总局关于调整个体工商户个人独资企业和合伙企业个人所得税税前扣除标准有关问题的通知》。

（二）试点政策市场首单案例解析

宋科律师就上海临理投资合伙企业（有限合伙）的市场首单实物分配股票试点，进行分析，理清了“从2022年10月14日，证监会和基金业协会同意开展试点，到2023年1月30日，上市公司发布提示性公告，最后到2023年4月25日，完成过户登记”的时间脉络。宋科律师对此总结出了“起草实物分配方案→向基金业协会提交试点申请→全体合伙人决议同意→实施前在基金业协会备案→上市公司进行信息披露→中登办理非交易过户”的试点政策落地全流程，并提出了试点政策落地的具体操作方案要点，分别为：基本情况（私募基金、管理人、股票及投资者是否满足试点政策的要求）、非交易过户安排（股票数量、适配投资者、定价方式及分配时间安排）、减持规则适用情况（方案、分配安排、减持额度使用情况）、信息披露的责任人及信息披露安排、防范内部交易和利益冲突方案、内部决策情况、与私募基金托管人相关的安排。

（三）试点政策的法律问题

宋科律师就试点政策，从证券市场监管、私募基金监管和税务监管三大方面展开分析其中的法律问题。

1、证券市场监管方面的法律问题

减持限制

宋科律师分析，试点政策的实践操作要符合证券市场监管的减持限制，应当适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》、《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020年修订）》等有关减持规定：私募股权创投基金可以占用集中竞价交易减持额度进行股票分配，也可以占用大宗交易减持额度进行股票分配，占用减持额度后，相应扣减该基金的总减持额度。而在试点政策首单案例中，上海临理使用的是占用集合竞价 1% 额度来进行股票分配。

信息披露

宋科律师分析，试点政策的落地实操要注意应按照《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》以及信息披露有关规定，履行信息披露义务，做好事前披露（首次卖出的 15 个交易日前预先披露减持计划并向交易所报告，由交易所予以备案）、事中披露（披露处置进展）、事后披露（实施完毕或预先披露的减持时间区间届满后的 2 个交易日内进行披露）。

法人资格丧失的证券过户方式

宋科律师分析出，法人资格丧失的证券过户方式在试点政策中虽然有着仅限于公司型和合伙型基金、证券账户为机构户非产品户、仅适用于清算阶段的实物分配的限制条件，但有着限售锁定期和减持承诺可承继的优势，并结合上海文广投资管理中心分配其持有的东方明珠股票（编号：600637）案例进一步分析其上述优点。

2、私募基金监管方面的法律问题

基金内部决策机制的确定

宋科律师指出，试点政策的关键在于“私募基金管理人与投资者对实物分配股票进行约定”，因现私募基金监管规则对此未有明确规定，所以可参考适用《公司法》（利润分配方案/清算方案经股东会确认）和《合伙企业法》（优先自主约定）的规定，而在试点市场首单中，上海临理是采取了全体合伙人一致同意来约定进行实物分配股票。对此，宋科律师建议，对于存量基金，需要关注基金合同的约定，如未约定，可以通过合伙人会议决议来进行约定；关于原则性的约定，可通过合伙人会议审议进行；如有明确约定的，则依据约定进行。对于新设基金，基金管理人须注意增设相关条款，包括非现金分配触发事宜、分配原则、内部决策机制和管理人权限等。

收入分配机制

宋科律师指出，在试点政策中，未有对如何确定股票价值进行明确规定，需要管理人与投资者进行协商。而在市场首单案例中，上海临理是以交割日的前一天（T-1）的收盘价作为股票价值来确定的。对此，宋科律师罗列出了以其证券公开交易价格予以确定、以作出分配决定之日的股票价格确定、以分配决定之日前一定期限的证券交易日内该等股票的每日加权平均价格的算术平均值确定等股票价值确定方式，管理人可以与投资者进行协商，从中选择适合的股票价值确定方式。

而关于业绩报酬的分配，宋科律师指出，对于如何确定业绩报酬的金额，有实际分配价值确定和资产变现后确定两种常见方式，而实践中投资者多会倾向于后者。同时，现试点政策并未明确能否通过实物分配股票的方式进行业绩报酬的支付，而若通过减持后进行现金分配，则会受到减持额度的限制。另外，宋科律师还围绕试点政策的业绩报酬分配，分析探讨了其与回拨机制的衔接，以及与其他项目的现金分配衔接等相关问题。

基金经营期间实物分配的合规性

宋科律师首先分析试点政策的实物分配具有一定的合规性，《民法典》第 927 条规定，受托人处理委托事务取得的财产，应当转交给委托人；在基金业协会层面上亦有确认：《关于加强专项资产管理业务风险管理有关事项的通知》（该通知于 2020 年 8 月 10 日失效废止）中即明确提到，“相关资产管理合同应当明确约定合同期限届满、提前终止时，受托人有权以委托资产现状方式向委托人返还”。

但在非清算阶段是否可以分配呢？宋科律师指出，对此应从法律规范和司法实践两方面进行分析。首先《合伙企业法》第 21 条规定，合伙人在合伙企业清算前，不得请求分割合伙企业的财产；但是，本法另有规定的除外（除外情况即退伙时）。而部分理论观点认为，前述规定为了维护合伙企业财产的独立性和完整性，从而维护全体合伙人的利益。而在查询相关判例后，宋科律师指出现有的司法裁判观点是：如存在全体合伙人的决议或特别约定，则该等合意不违反相关法律法规规定，属于有效约定。

投资者和基金财产的不公平对待

宋科律师提出，私募股权创投基金向投资者实物分配股票，这一安排有利于兼顾投资者差异化需求，但同一基金仅对部分投资者分配，或持有同一股票的不同基金进行不同的分配是否会涉嫌不公平对待呢？

宋科律师归纳规范性文件的规定和司法审判要点得出，在规范层面，对此仅存在原则性规定和规定了少量列举的违规行为，《关于加强私募投资基金监管的若干规定》中仅有原则性的规定，《私募投资基金备案须知（2019 版）》规定禁止设立投资单元。通过对（2020）粤 0391 民初 2174 号案例进行分析，现司法实践中普遍已经认识到：公平并非绝对意义上的公平，不能用单纯的结果来断定是否不公平。同时在目前实践中，经过投资者同意可豁免该等义务，在《私募投资基金备案须知（2019 版）》规定，投资者同意后可设立相同的基金，而在（2021）京 01 民终 462 号、（2019）粤 01 民终 21112 号等司法案例中也是同样的观点。因此，宋科律师总结到，如现行存在分配需求的，就实物分配机制须取得投资者一致同意；对于新设基金或暂无分配需求的，可以在合同层面明确部分投资者可申请实物分配的路径、其余未申请分配的投资者对此亦予以确认且无异议。

3、税务监管方面的法律问题

宋科律师指出，试点政策未出台配套的税务措施及递延纳税规则。现试点政策中，实际上会存在两次纳税，即股票实物分配的股票非交易过户，会视同交易行为进行纳税；以及投资人进行股票减持变现的

股票交易过户，会按照交易行为进行纳税。因此，个人和合伙企业投资者的最终税负水平与股票减持变现时的价格变动情况相关。在股票分配价格少于股票变现价格时，个人和合伙企业在股票变现时无须缴纳所得税，故投资者承担的税负低于实际需要承担的税负；在股票分配价格大于股票变现价格时，个人和合伙企业以较高的分配价格缴纳所得税，由于无法进行损失抵减，故实际承担了超额税负。另外，因试点政策中不存在现金交易，所以相较于现金分配可直接抵扣税负，实物分配需要投入额外现金进行缴税，而额外投入的现金由谁来承担试点政策亦未有规定。因此，相关政策和规范应及时完善，出台配套税务措施，而在现阶段，可由管理人和投资者进行协商一致的方式进行暂时过渡。

三、现场研讨互动及总结

在主讲人和点评人演讲完毕后，研讨会还就主题内容开展了现场与会人员的提问讨论环节，与会人员踊跃发言，场面热烈，互动频繁。

整个研讨会主题分享观点鲜明、内容全面、思考深刻，引用真实案例分析对赌的相关热点、难点问题，具有较强的理论探讨和实践指导意义。