

政策研究

第 15 期

烟台业达城市发展集团有限公司

2023 年 8 月 21 日

领导批示

用好私募基金 做强国有资本

探析国务院 762 号令对国企资本运营的作用

日前，国务院发布第 762 号国务院令——《私募投资基金监督管理条例》（以下简称《条例》），旨在加强对私募投资基金行业的监管，保护投资者合法权益，促进行业健康发展。作为一种特殊的投资工具，私募投资基金具有较高的风险与回报潜力，在国企的改革创新和发展过程中发挥着重要作用。本期政策研究，将以国务院第 762 号令为切入点，分析私募投资基金对国企发展

改革的机遇与风险，以及国企参与私募投资基金需要注意的问题进行分析，供决策者参考。

一、私募投资基金的定义及特征

私募投资基金，是一种在我国境内通过非公开方式募集资金，由专业投资管理人员进行投资运作的基金。其主要特征包括：募集规模较小、投资策略多样化、投资门槛高、投资期限较长等。可以进行更加灵活多样的投资操作，如股权投资、债券投资、房地产投资等，以追求更高的收益。

相对于公募投资基金，私募投资基金的募集和交易过程无须向公众公开，具有更高的机密性和机动性。与此同时，由于投资者相对较少，信息披露不透明，监管相对较弱，容易出现操纵市场、内幕交易等问题。

二、762 号令重点解读

《条例》共七章六十二条，重点规定了五方面内容，包括明确适用范围，明确私募基金管理人和托管人的义务要求，规范资金募集和投资运作，对创业投资基金作出特别规定和强化监督管理和法律责任。具体来看，有八大重点：

一是拓宽监管范围。《条例》第 2 条明确由私募基金管理人或者普通合伙人管理的基金所进行的投资活动均适用本条例，同时第 7 条亦明确“以合伙企业形式设立的私募基金，资产由普通合伙人管理的，普通合伙人适用本条例关于私募基金管理人的规定”。这应是政策层面首次对管理人与 GP 相分离的架构提出明确

的监管要求，有助于规范实践中借合伙企业募资但 GP 未登记为管理人的情形（管理人需要登记、基金需要备案）。

二是明确规定豁免投资层级。除资管新规严禁嵌套（公募基金豁免一层）外，目前政策层面并未对私募基金的投资层级作出明确规定。《条例》第 25 条明确“符合国务院证券监督管理机构规定条件，将主要基金财产投资于其他私募基金的私募基金不计入投资层级”（创投基金和政府投资基金的投资层级另行规定）。

三是明确禁止变相突破合格投资者人数。在合格投资者人数方面，《条例》遵循了私募资管新规的规定，明确禁止变相突破合格投资者人数的做法，即其第 18 条规定“私募基金管理人不得采取为单一融资项目设立多只私募基金等方式，突破法律规定的人数限制；不得采取将私募基金份额或者收益权进行拆分转让等方式，降低合格投资者标准”。

四是明确禁止“通道类”私募业务。从具体内容来看，《私募条例》对通道类业务冲击较大，其私募基金管理人在募集资金、投资管理方面提出更为严格的要求，即资金募集和资产挖掘均不能假借他人之手。例如，《条例》第 27 条明确“私募基金管理人不得将投资管理职责委托他人行使”。再比如，《条例》第 17 条明确“私募基金管理人应当自行募集资金，不得委托他人募集资金，但国务院证券监督管理机构另有规定的除外”。这对那些只是拥有私募牌照，但在资金和资产方面均没有能力的机构冲击较大。

五是首次明确不得变相增加政府隐性债务。《条例》第 24 条明确私募基金财产不得用于经营或者变相经营资金拆借、贷款等业务，并特别提出私募基金管理人不得以要求地方人民政府承诺回购本金等方式变相增加政府隐性债务，这在私募行业相关文件中应属首次，这在一定程度上限制了地方政府利用产业引导基金进行招商引资而通过回购等变相增加隐性债务的行为。

六是明确管理人的诉讼主体资格和基金的股东资格。《条例》第 11 条明确“私募基金管理人还应当以自己的名义，为私募基金财产利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为”，意味着私募基金管理人代私募基金诉讼的主体资格被明确下来。同时《条例》还明确了私募基金的股东资格，即其第 21 条还明确“私募基金管理人运用私募基金财产进行投资的，在以私募基金管理人名义开立账户、列入所投资企业股东名册或者持有其他私募基金财产时，应当注明私募基金名称”（目前工商部门还不接受契约型基金登记为公司股东）。

七是明确对管理人实行差异化监督。《条例》明确根据私募基金管理人业务类型、管理资产规模、持续合规情况、风险控制情况和服务投资者能力等，对私募基金管理人实施差异化监督管理，并对创业投资等股权投资、证券投资等不同类型的私募基金实施分类监督管理。以创投基金为例，《条例》会通过简化登记备案手续、减少检查频次、事项变更便利以及对主要从事长期投资、价值投资、重大科技成果转化的创业投资基金在投资退出等

方面提供便利等给予差异化监管。

八是加重监督处罚力度。《条例》加重了对违法违规行为的处罚力度，并扩大了相关的责任主体。例如，将未办理备案私募基金的最高处罚从罚款 3 万提高到 30 万，同时明确直接负责的主管人员和其他直接责任人员也将被处 3 万元以上 10 万元以下的罚款。再比如，针对未履行登记手续便使用“基金”等字样进行投资活动的行为，可给予最高 100 万元罚款等。

三、国企参与私募投资基金的风险

《条例》的出台，迈出了私募投资基金系统化、规范化管理的第一步。然而其中许多规定大而化之，后续仍需各级各部门出台有关配套措施加以完善。当下而言，国企参与私募股权投资基金仍蕴含巨大风险。

一是募资难度高。一般情况下，国企初始私募股权投资资金部分来源于自有盈余，部分来源于产业上下游企业或同一地域内的其他国有企业。如果国有企业持续经营私募股权投资业务，则需通过非公开的方式向高净值人群和社会投资机构募集资金。私募股权投资具有风险大、门槛高、投资持有时间长等特点，因而具备资金实力且有意愿的合格募资对象相对较少。

二是合适的投资标的少。私募股权投资基金成立后，基金管理人需要搜寻并筛选优质的股权投资项目，包括一般的中介机构、创业孵化基地、国企高管人脉圈等，但合适的投资标的并不多。受企业性质、政府监管、社会责任等限制，适合国有基金管理人

的投资标的较少。此外，私募股权投资存在的悖论进一步限制了合适投资标的的数量，即投资优质企业风险小，但优质企业现金流健康，股权融资需求小；非优质企业融资需求大，但风险极大，不适合投资。

三是尽职调查存在局限性。基金管理人在对投资项目进行初步筛选后，需要进一步开展尽职调查，通过开展审计程序，对信息进行交叉验证以获取全面真实的信息。这存在一定难度，一方面被调查企业有信息保密的要求；另一方面，由于时间、成本、人员等的限制，开展尽职调查只能对信息的真实性做到一定范围内的合理保证。

四是投资决策能力要求高。私募股权投资基金收益主要来源于持有投资标的的分红和投资价差。因此，判断投资标的产生净现金流或增长的能力，并以合适的价格进行投资至关重要。首先，不同的投资标的呈现不同的发展特点，难以准确预判。其次，投资基金众多，在对优质企业的判断高度一致时，常形成极高的估值泡沫。高价买入股权极易造成投资亏损。为了获取超额收益，投资基金必须形成独特投资决策能力。国有企业在激励政策方面具有一定局限性，难以吸引高端金融人才构建有竞争力的投资决策能力体系。

四、私募投资基金对国企的积极作用

国有企业是我国股权投资核心主体之一，私募股权投资基金被认为是国有企业投融资创新的全新方向。

一是有利于推动企业高质量发展。一方面，通过私募投资基金运作的方式，能够大力拓宽融资的渠道，扩大国有企业的生产规模，所带来的先进企业管理理念和管理制度，无疑会推动国企改革发展。另一方面，通过私募股权投资基金方式，在投资层面上建立了较为灵活的加入机制和退出机制，市场化程度较高，显著提升国企的运行效率，完善国企的投资和运行管理制度，规范国企治理制度，优化国企内部的治理结构。

二是有利于增强企业价值创造能力。传统的生产型增值是国有企业创造价值的主要方式，随着市场经济的发展与资本市场的完善，国有企业通过资本市场创造价值也成为重要的实现路径。私募股权投资基金的运营，与纯粹的资本市场证券交易有所区别，投资公司往往是针对某个行业或者某个企业，甚至是某个项目，有针对性地开展投资活动。有助于国有企业做好行业或领域的聚焦，强化对细分领域的了解。

三是有利于企业多形式参与资本市场。私募基金在我国的起步较晚，相对于传统发达国家来说，发展水平还不高，总体发展程度还不充分，但对于实体经济的促进作用已经非常明显，实体经济的发展越来越离不开相关私募基金的支撑。作为传统融资方式的有效补充，私募基金的出现能够为企业提供更加直接的金融支持，特别是在新兴行业中，其发挥的支撑和引领作用是非常明显的。对于国有企业特别是国有投资公司而言，选择自身相对熟悉的产业领域，积极参与资本市场，通过私募股权投资基金的方

式对于新兴产业进行投入,也符合当前引领技术发展的社会趋势。

五、城发集团在私募投资基金领域的下步打算

随着监管趋于严格,私募市场马太效应将进一步增强,影响力和规模更大、更具核心竞争力的机构能够顺应潮流寻找更多机会,而实力不足的小规模私募生存则将更加艰难,产品数量或大幅减少。

以基金方式开展战略投资是集团构建“融-投-供-保-租”金融服务体系的重要一环,目前集团共参与5支私募股权投资基金。下步,集团将力争获得基金管理人资格,通过私募投资基金深化企业改革,推动产业升级,显著提高国有资本的配置效率。

一是持续完善运作机制。力争获得基金管理人牌照等相应资质许可,确保设立的私募投资基金符合相关法律法规和监管要求。结合自身实际情况,通过结合市场机制完善运作机制,提升私募投资基金运营和管理的科学性和有效性,加快私募股权投资基金运营与管理的效率,保障国有资本的安全性,保证投资的盈利性。

二是加强专业性队伍的建设和培养力度。加大专业性人才引进力度,探索市场化的选人用人理念,吸引更多的专业性人才加入其中,激发国有企业的活力和人才动力。同时不断提升团队成员的洞察力和团队合作能力,通过先进的价值评估方式来评价公司的价值,最大程度地降低投资风险,实现投资收益最大化。

三是明确投资方向创新投资模式。合理高效运用私募股权投资基金,明确投资方向,创新投资方式,拓宽投资渠道,丰富市

场投资理财品种。同时，采取联合驱动方式，明确投资项目定位。一方面为资金链条即将断裂的科技型中小企业的投资活动提供资金支持和管理支持，优化科技型中小企业的股权结构，盘活中小型企业，分享中小型公司产生的利润，促进其健康发展。另一方面投资相对成功的龙头民营企业，开展多层次合作，学习企业先进的经营管理经验，拓展与民营企业的合作共赢渠道，助力产业的横向纵向战略布局。

本期报：工委管委有关领导、财政金融局、集团领导班子成员
发：各部室、各公司
