

点蓝字关注，不迷路~

近期证监会启动的私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点工作引发了VC/PE圈的热议。根据该试点安排，私募股权基金管理人可与投资者约定，将基金持有的上市公司首次公开发行前的股份通过非交易过户方式分配给投资者(份额持有人)。

一直以来，私募股权创投基金的GP（基金管理人）仅能通过卖出上市项目股票然后将收益分配给LP（基金出资人），但在实际操作中，LP往往会因为GP在二级市场上卖出股票的价格不合预期而产生意见分歧，此次试点则试图从这个方面给GP和LP提供一种新的解决方案。

此次试点是否真能解决GP和LP在项目退出上的痛点和难点？双方采用该试点的意愿如何？实际操作中可能存在哪些困难？接受证券时报记者采访的创投机构人士均认为，理论上该试点能很大程度上缓解GP和LP双方对股票退出时点和价格上的分歧，但实际操作中，LP结构、基金结算、税务等问题都是重要的考虑因素。业内人士期待，监管后续能进一步出台一揽子实施细则，让该试点更有实操性。

## 为基金管理人减负

虽然私募股权基金管理人（GP）在募资时会与LP在项目退出问题上做好相关约定，但随着项目在二级市场上的股价出现较大变动，GP和LP之间总会对该项目股票是否要卖、什么时间点、什么价位卖等问题存在分歧。从这个角度来看，接受记者采访的GP和LP大多认为，此次证监会发布的试点，确实有助于解决这个问题。

“我们之前就有两个上市项目，在何时退出的问题上，与LP产生了一些意见分歧。”华南一VC机构IR负责人回忆，当时基金投资的这个项目上市之后股价波动非常大，在基金锁定期内，该项目的市值涨了两三倍，但到了基金解禁期，市值却跌回至上市之初的水平，对于是否卖掉这个项目，LP们的内部分歧很大。“当时这只基金已经到了清算期了，但多数LP还是看好这个企业，在他们的同意下，我们延长了基金的退出期，但这个企业的股价非但没有转机，后续还继续下跌，LP对此又有意见了。”

该IR负责人对记者表示，同样的情况还出现在另一个上市项目上，由于按照最初与LP的约定和规定的减持时间，卖掉持有的所有股权，结果该项目后期的股价较出售时涨了几倍，LP也因此错过了该企业的发展红利。“如果当时有这个试点，矛盾就应该能迎刃而解了。”该负责人感慨道。

记者采访了解到，上述这种情况在VC/PE机构的项目退出过程中比较普遍。“我们之前投的一个明星项目，也是按照约定减持了，但大家都很好看好那个企业未来的股

价表现，所以我们管理团队内部和LP们都出现过很大的分歧。”君盛投资董事长廖梓君对记者坦言，作为一级市场的基金管理人，难以判断企业在二级市场上的股价表现，也很难判断企业何时迎来第二发展曲线，所以一般不会轻易继续持有上市之后企业的股票。

“目前创投机构的确有很强烈的需求去增加项目退出渠道。”澳银资本合伙人吕梦可在接受记者采访时表示，一级市场投资机构更擅长判断项目的行业发展、技术水平、商业逻辑，但并不那么擅长在二级市场上择机出售股票，“有些公司不配备专业的二级市场交易团队，难以保证出售价格的高点，比较容易错过高价区间，所以从这个角度来看，许多一级市场的投资机构都有这方面的诉求。”吕梦可表示。

实际上，在项目退出过程中多了一个“给LP分股票”的选择，不仅能调节GP和LP的矛盾，还能在一定程度上锁住GP的内部收益率。“早点减持或者分股票，看起来GP的收益变少了，但在震荡较大的市场里，及时退出项目还有助于锁住项目的IRR。”廖梓君表示，这个试点对GP和LP来说可谓双赢。北京安杰律师事务所合伙人马翔翔认为，该试点可在一定程度上减轻GP的“负担”，使得GP可以更专注于一级市场的投资前段业务。此外，GP能给LP提供这个更为灵活的选择，还有利于其募资。

## 把LP利益最大化

给LP分股票、为其提供一个灵活的退出选择，在受访的业内人士看来，这是一个能把LP利益最大化的举措。据记者了解，这个项目退出制度安排在美元基金中比较常见。“在美元基金里，这本来就是其中一个选项，人民币基金这次开启这个试点，只是回归了常理，本来投资收益就包含了现金和实物的。”华威国际产业研究院院长桑琳对记者表示。

这种制度安排在美元基金里之所以常见，与美元基金的LP结构有莫大关系。桑琳介绍，美元基金的LP很大一部分是“长钱”，由于他们的资金周期很长，对流动性的要求没有人民币基金LP那么高，所以如果投资的项目质地不错，又是以低成本买入，他们愿意以直接股东的方式继续持有这个项目的股票。

由此可见，虽然证监会开启了试点，但GP是否选择这个模式，其中一个考虑因素是基金的LP结构。接受记者采访的业内人士普遍认为，对于早期进入私募股权投资市场的个人LP而言，对资金的流动性要求较大，因此他们大多数倾向于“持币”退出；而对于社保基金、保险资金等长线资金来说，则更有耐心地对优质项目进行“持股”；而对于当前主流的LP——政府引导基金、国央企资金而言，部分或许会考虑到领导人任期制的问题，而选择“卖出”来完成在任期间的绩效考核。“无论LP是什么身份，谁更有耐心谁就更有可能选择持股。”桑琳表示。

其次，单个项目的质地也是重要的考量因素。“前提是大家对这个企业未来的发展产生较大分歧，如果一致不看好直接卖掉就行了，但有人看好有人不看好，就需要差异化的处理。”廖梓君表示。当然，企业发展前景可期，也是LP们接受其股票的关键所在。再次，若基金管理人某个项目的持股比例较大，也会考虑采用该试点的退出方式。“我们投的一些公司送上IPO之后，由于持股比例比较高，光是减持的时间就很长，还得花时间换汇出去，我们的美元LP也要跟着承受这么长的周期，而且这个过程中我们的IRR是在下降的。”桑琳表示。

还有一个不可忽视的重要因素是，当前二级市场的震荡表现，一定程度上将影响LP的持票意愿。“众口难调，有的LP想要股票，可根据自己的意愿随时出售，部分LP对行业比较悲观，想尽快退出。”吕梦可表示。马翔翔则认为，越是在震荡时期，就越需要看基金所投项目的具体情况，“短期来看，二级市场震荡会影响部分LP持有股票的意愿，但长期而言，特别是对于优质资产，LP有意愿长期持有。”马翔翔说。

## GP热盼操作细则

此次试点一方面兼顾了不同投资者的差异化需求，另一方面也解除了基金管理人拿捏不准的尴尬局面。从上市公司的角度，该安排也一定程度上避免了基金管理人集中减持对股价带来的压力和冲击，可谓一举三得。但是，接受采访的机构人士在支持该项制度安排的同时，也表现出一些顾虑。

“以往我们是所有项目减持退出之后，再来进行整只基金的结算，现在给部分LP分配股票的话，基金该怎么结算好呢？”创东方董事长肖水龙向记者提出了这样的疑问，在他看来，这个退出安排虽然兼顾到各方利益，但还需要各方讨论出一个公允的价格。上述VC机构IR人士也表示，一直以来，基金管理人的收入构成主要靠收取管理费和超额收益，如果采用这个试点，基金管理费可以以基金实际存续期限为基准，但原本以实际取得收益为计算基准的超额收益部分，换成实物分配股票时恐怕难以有公允价格，各方对退出价格的确定可能会存在分歧。

对于基金结算的问题，有受访人士认为，基金管理人可以与LP事先约定一个清算业绩回报的基准日来进行过户，以免产生后续的分歧。“比如按照过去15或者20个交易日的平均价格来分股票，然后GP的Carry也以股票的形式返还，这些都是可以事先说好或者补充协议来约定的。”桑琳表示。

此外，受访人士还提出了关于LP纳税的问题。“过去是以现金结算来进行纳税，如果分股票给LP，这部分的税如何交呢？”对此，申万宏源在研报中给出解释：“依照现行的清算退出机制，当GP对被投企业股权上市解禁后退出时，如果卖出的价格高于LP投资价格时，LP需要缴纳增值税和个人所得税，累计最高税率在35%。此次

试点推行之后，GP可以将上市公司首次发行前的股票分配给LP，后期如遇股价增益，相关资产的盈利则不需要其缴纳个人所得税和增值税，也有利于投资者的税务筹划。

而对于不同LP对股票和现金的选择不一样如何协调的问题，吕梦可认为，可以考虑采用定向分配的方式，先将想现金分配的LP对应份额股票出售完毕并定向分配，然后再对剩余LP分配股票，但是，实际操作中是否可以定向分配股票，还需要法规进一步明确。

“从目前市场情况来看，人民币LP对于股票分配还需要一个熟悉、接受和最终采纳适用的过程。”马翔翔认为，后续监管对于PE/VC基金参与试点的具体要求及条件、申请流程及操作细则、信息披露要求、税费安排等都应再进行配套的规定，以使得政策真正发挥作用。

另外，也有业内人士建议，希望在试点推广的同时配套出台一揽子实施细则，包括各交易所、中证登等机构出台便于实操的指引，以及税务部门及时出台对相应基金的涉税政策，包括穿透自然人投资者代扣代缴税金等相关规定。

来源：创业资本汇（ID：chuangyzbh）

编辑：王昭丞

版权声明

证券时报各平台所有原创内容，未经书面授权，任何单位及个人不得转载。我社保留追究相关行为主体法律责任的权利。

转载与合作可联系证券时报小助理，微信ID：SecuritiesTimes

END