

## 私募基金法律

### 重装上阵！险资 PE、VC 迎来新纪元

作者：周成曜 | 李虎桓 | 周林 | 王泫斐 | 王煜珩 | 王艺轩

2020年7月15日晚，一则简短的新闻在私募基金圈内引起热议和沸腾。在当天由李克强总理主持召开的国务院常务会议中明确指出要“取消保险资金开展财务性股权投资行业限制，在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点”。这对于保险资金的财务性股权投资而言将会是一个重大利好。本文将结合现有规定对该政策进行解读，并对其潜在的影响和意义进行简要分析。

#### 一、取消保险资金开展财务性股权投资行业限制

##### （一）什么是“财务性股权投资”？

根据原保监会于2010年9月5日发布的《保险资金投资股权暂行办法》（“《暂行办法》”），保险资金开展的股权投资主要有两种分类。一种是分为直接股权投资和间接股权投资，直接股权投资是指险资直接投资并持有被投企业的股权，间接投资是指险资投资股权投资管理机构发起设立的股权投资基金等相关金融产品，从而间接持有被投企业的股权。另外一种是为分为一般股权投资和重大股权投资，一般股权投资是指对未获得被投资企业控制权的投资，重大股权投资是指获得被投资企业控制权的投资。

“财务性股权投资”并未在关于保险资金开展股权投资的正式法规中出现过。但在2018年中国银行保险监督管理委员会（“银保监会”）就《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》（“《管理办法》征求意见稿”）公开征求意见的说明中曾将财务性股权投资和重大股权投资并列。在国务院于2019年2月14日发布的《关于加强金融服务民营企业的若干意见》以及银保监会于2019年2月25日发布的《关于进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知》中，则将财务性股权投资与战略性股权投资并列。我们理解，财务性股权投资更多是相较于战略性股权投资而言，后者更多着眼于是否与投资人在战略上或业务上产生协同效应，而前者更多是从投资收益的角度来界定。因此，财务性股权投资与现有法规中的保险资金一般股权投资在内涵和外延上存在一定的重叠，但并不完全一致。财务性股权投资的具体含义和范围还有待在后续具体法规中予以明确，但我们理解财务性股权投资大部分情况下不构成对标的公司的控制，且一般会有明确的退出路径及安排。

## （二）保险资金开展股权投资行业的现有限制

从保险资金开展直接投资股权的角度而言，根据《暂行办法》，保险资金直接投资股权仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的**养老、医疗、汽车服务**等企业的股权。之后，原保监会于2012年7月16日发布《关于保险资金投资股权和不动产有关问题的通知》（“59号文”），将保险资金直接投资股权的行业范围扩展到**能源企业、资源企业**和与保险业务相关的**现代农业企业、新型商贸流通企业**，但这些企业应当符合国家宏观政策和产业政策，具有稳定的现金流和良好的经济效益。

保险资金开展间接投资股权的情况与上述直接投资股权的情况有所不同。保险资金通过股权投资基金、创业投资基金等（合称“**非保险私募基金**”）开展间接投资股权，需要符合《暂行办法》、59号文等相关规定中投资阶段等合规要求且不属于禁止投资范围，但相关法规没有明确的投资行业范围限制。对于依据原保监会于2015年9月10日发布的《中国保监会关于设立保险私募基金有关事项的通知》（“89号文”）设立的保险私募基金（“**保险私募基金**”）而言，其投资方向应当是国家重点支持的行业和领域，包括但不限于**重大基础设施、棚户区改造、新型城镇化建设**等民生工程和国家重大工程；**科技型企业、小微企业、战略性新兴产业**等国家重点支持企业或产业；**养老服务、健康医疗服务、保安服务、互联网金融服务**等符合保险产业链延伸方向的产业或业态。根据现有的规定，相较于直接股权投资而言，通过非保险私募基金和保险私募基金进行股权投资，投资标的所受投资行业限制相对较小。当然，保险资金所投资的非保险私募基金本身对管理人有很高的要求，保险私募基金管理人更需要经银保监会审核批准，保险私募基金需要经中国保险资产管理业协会注册和中国证券投资基金业协会备案。

## （三）财务性股权投资行业限制的取消

事实上，取消保险资金开展股权投资行业的限制并非是一个全新的消息。在银保监会于2018年10月发布的《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》（“《管理办法》征求意见稿”）中，已经计划取消保险资金开展一般股权投资和重大股权投资的行业范围限制，由保险机构在符合安全性、流动性和收益性条件下，综合考虑偿付能力、风险偏好、投资预算、资产负债等因素，自行稳健选择投资的行业范围和企业类型。然而，《管理办法》正式稿至今尚未出台。此次国务院常务会议的政策与《管理办法》征求意见稿释放的监管态度和信号是一致的。这一政策未来具体的落地形式尚不明确，如果通过《管理办法》正式稿的发布作为最终落地形式，则可以预见的是《管理办法》正式稿的发布将有可能加速推进。

鉴于保险资金的特殊性质，我们理解在放开行业限制的同时，保险资金的股权投资很有可能还是会受限于其他方面的一些要求和限制。例如，《暂行办法》明确要求保险资金不得投资不符合国家产业政策、不具有稳定现金流回报预期或者资产增值价值，高污染、高耗能、未达到国家节能和环保标准、技术附加值较低等企业股权。《管理办法》征求意见稿第17条在此基础上形成了更完善的“负面清单”，新增了被投资企业不得存在不具有稳定现金流回报预期或资产增值价值、核心人员大量流失、涉及重大法律纠纷、最近三年发生重大违约、最近三年控股股东或高管受到重大处罚等情形。《暂行办法》和59号文还对股权投资的规模和集中度设定了若干财务指标，《管理办法》征求意见稿对这些财务指标进行了简化和放宽。我们理解，不论国务院常务会议的这一政策最终以何种形式落地，基于监管政策的连贯性，上述对保险资金股权投资其他方面的要求和限制很有可能会继续存在。

另外有一点需要注意的是，国务院常务会议中仅提到取消保险资金开展财务性股权投资的行业限制，而在《管理办法》征求意见稿中，包括一般股权投资和重大股权投资在内的所有股权投资的行业限制都计划取消。因此，财务性股权投资以外的其他股权投资在可投资行业范围上是一视同仁还是会区别对待，还需要进一步观察并有待后续具体的规则予以明确。

#### （四）展望

2020 年上半年，受新冠肺炎疫情的影响，中国以及全球的经济都受到了重挫。经济增速大幅下滑，2020 年的《政府工作报告》中甚至罕见地未设置 2020 年经济增长目标。市场中资金紧张，私募基金的募资不可避免地受到了较大影响。就业市场承受着较大压力，政府也再次提出了大众创业万众创新的口号。另外一方面，根据银保监会披露的数据，截至 2020 年一季度，我国保险业资产总额达 21.7 万亿元，较 2019 年一季度资产总额 19.1 万亿元同比涨幅 13.6%。

在此背景下，放开万亿规模的保险资金开展股权投资的行业范围限制，一方面将进一步拓宽保险资金直接股权投资的投资范围和渠道，赋予险资投资机构更广阔的市场空间，另一方面将为大众创业万众创新和股权投资市场乃至整个经济提供更多的长期资金支持。然而，这对于保险机构而言既是机遇也是新的挑战，投资行业的放开将对习惯于在特定行业和领域投资的险资投资机构的跨行业投资能力提出更高的要求。

此外，尽管规则层面对于非保险私募基金及保险私募基金投资行业限制相对较小，但实践中，由于保险资金本身对于特定行业的关注度更高也更为熟悉，有自身的风险偏好和投资属性，非保险私募基金侧重的投资行业也会是保险资金进行间接股权投资的重要考虑；保险私募基金由于其接纳保险资金的要求，亦可能受保险资金影响相应产生投资行业的偏好。因此，保险资金自身投资领域的扩大也会对保险资金在选择投资非保险私募基金以及保险私募基金自身投资策略的规划带来影响。我们也期待保险资金在投资非保险私募基金以及发起设立保险私募基金进行投资会变得更加活跃。

## 二、区域性 PE/VC 份额转让试点

国务院常务会议在明确取消保险资金财务性股权投资行业限制的同时，首次提出了“在区域性股权市场开展股权投资和创业投资份额转让试点”（下称“**份额转让试点**”）。尽管份额转让试点尚需进一步解释及配套措施跟进后方能实施，但结合试点场所“区域性股权市场”、转让方式“份额转让”这两个关键词进行合理推测，我们理解份额转让试点将标志着建立一个股权投资（包含 PE 和 VC 投资）的份额流转平台及流转机制。通过该平台及流转机制，可以一定程度上解决股权投资的流动性问题。

就份额转让试点的基本模式而言，结合区域性股权市场目前的实践，我们推测或存在两种情况：**其一**，“**资产支持份额流转模式**”，与近期“北金所住房租赁企业股权交易”模式类似，即以特定主体（如保险资金）特定股权投资（如财务性股权投资）所形成资产为基础，地方性股权市场提供平台支持，将基础资产标准化及份额化之后形成金融产品；**其二**，“**挂牌转让模式**”，与“金交所债权计划”模式类似，基于金交所内部市场平台，将特定主体特定股权投资合理定价后“挂牌”，通过会员代理机构居间寻找合格投资者并撮合交易，由合格投资者直接场内“摘牌”方式实现股权的流转。相较而言，模式一（份额流转模式）下，可以实现单笔股权投资的风险分散化，显著提高股权投资的流动性；模式二（挂牌转让模式）下，一定程度上能够实现股权投资的整体流转，但由于 PE、VC 股权估值困难，整体转让情况下撮合难度相对较大。

无论采取何种流转模式，份额转让试点均必将为包括险资投资在内的投资提供一个新的流转方式和退出路径，相应对投资股权活动产生正向外部激励效应，盘活包括巨量保险资金在内的市场资金以直接股权投资方式支持实体经济。

## 三、现行险资股权投资合规对照

保险资金股权投资的现行合规监管体系以《暂行办法》和 59 号文为核心展开。此外，《加强和改进保

险资金运用比例监管》（保监发〔2014〕13号）、《保险资金投资创业投资基金有关事项》（保监发〔2014〕101号）亦有涉及保险资金股权投资的相关内容。我们汇总整理了目前在保险资金股权投资领域的相关监管要求，主要分为“比例控制”及“合规控制”两大类，供参考：

（一）比例控制

比例控制			
投资资产	比例控制	监控计量方式 (监管/监测非预警区间)	依据
权益类资产投资 监管比例	投资权益类资产的账面余额，合计不高于资产委托人上季末总资产的30%。账面余额不包括保险公司以自有资金投资的保险类企业股权。	权益类资产账面余额（市值）/保险公司上季末总资产 $\leq 30\%$ 。	保监发〔2014〕13号《加强和改进保险资金运用比例监管》
重大股权投资监管比例	重大股权投资的账面余额，不高于资产委托人上季末净资产。账面余额不包括以自有资金投资的保险类企业股权。	重大股权投资的账面余额（市值）/保险公司上季末净资产 $\leq 100\%$ 。	
单一资产集中度 监管比例	投资单一固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产、其他金融资产的账面余额，均不高于资产委托人上季末总资产的5%。投资境内的重大股权投资和以自有资金投资保险类企业股权，购置自用性不动产，以及集团内购买保险资产管理产品等除外。  单一资产投资是指投资大类资产中的单一具体投资品种。投资品种分期发行，投资单一资产的账面余额为各分期投资余额合计。	投资单一固定收益类资产、权益类资产、不动产类资产、其他金融资产的账面余额/保险公司上季末总资产 $\leq 5\%$ 。	
单一法人主体集中 度监管比例	投资单一法人主体的余额，合计不高于资产委托人上季末总资产的20%。以自有资金投资保险类企业股权除外。  单一法人主体是指保险公司进行投资而与其形成直接债权或直接股权关系的具有法人资格的单一融资主体。	单一法人主体的余额/保险公司上季末总资产 $\leq 20\%$ 。	
投资企业股权监 管比例	投资创业投资基金的余额合计不超过保险公司上季度末总资产的2%；  投资单只创业投资基金的余额不超过基金募集规模的20%。	投资创业投资基金的余额合计/保险公司上季度末总资产 $\leq 2\%$ ；  投资单只创业投资基金的余额/基金募集规模 $\leq 20\%$ 。	保监发〔2014〕101号《保险资金投资创业投资基金有关事项》
大类资产投资监 测比例	投资权益类资产的账面余额合计占资产委托人上季末总资产的比例不高于20%。	权益类资产账面余额（市值）/保险公司上季末总资产 $\leq 20\%$ 。	保监发〔2014〕13号《加强和改进保险资金运用比例监管》

(二) 合规控制

投资标的合规性		
投资标的	合规控制点	依据
股权投资方式	<p>保险资金可以直接投资企业股权或者间接投资企业股权（以下简称直接投资股权和间接投资股权）。</p> <p>直接投资股权，是指保险公司（含保险集团（控股）公司，下同）以出资人名义投资并持有企业股权的行为；间接投资股权，是指保险公司投资股权投资管理机构（以下简称投资机构）发起设立的股权投资基金等相关金融产品（以下简称投资基金）的行为。</p> <p>从投资性质看，又分为一般股权投资和重大股权投资。一般股权投资，是指对拟投资的企业不实施控制的投资行为；重大股权投资，是指对拟投资的企业实施控制的投资行为。</p>	保监发〔2010〕79号《保险资金投资股权暂行办法》
直接或间接投资股权	<p>1. 直接股权投资可投资范围：</p> <p>(1) 保险资金直接投资股权，仅限于保险类企业、非保险类金融企业和与保险业务相关的养老、医疗、汽车服务等企业的股权；</p> <p>(2) 直接投资股权的范围，增加能源企业、资源企业和与保险业务相关的现代农业企业、新型商贸流通企业的股权，且该股权指向的标的企业应当符合国家宏观政策和产业政策，具有稳定的现金流和良好的经济效益。</p> <p>2. 间接股权投资可投范围：</p> <p>(1) 保险资金投资的股权投资基金，包括成长基金、并购基金、新兴战略产业基金和以上股权投资基金为投资标的的母基金。其中，并购基金的投资标的，可以包括公开上市交易的股票，但仅限于采取战略投资、定向增发、大宗交易等非交易过户方式，且投资规模不高于该基金资产余额的20%。新兴战略产业基金的投资标的，可以包括金融服务企业股权、养老企业股权、医疗企业股权、现代农业企业股权以及投资建设和管理运营公共租赁住房或者廉租住房的企业股权。母基金的交易结构应当简单明晰，不得包括其他母基金。</p> <p>3. 禁止投向：</p> <p>(1) 不得投资不符合国家产业政策、不具有稳定现金流回报预期或者资产增值价值，高污染、高耗能、未达到国家节能和环保标准、技术附加值较低等企业股权；不得投资风险投资基金。不得投资设立或参股投资机构。</p> <p>(2) 保险资金投资的股权投资基金，非保险类金融机构及其子公司不得实际控制该基金的管理运营，或者不得持有该基金的普通合伙权益。</p> <p>4. 保险资金直接或者间接投资股权，该股权所指向的企业，需符合以下条件：</p> <p>(1) 依法登记设立，具有法人资格；</p> <p>(2) 符合国家产业政策，具备国家有关部门规定的资质条件；</p> <p>(3) 股东及高级管理人员诚信记录和商业信誉良好；</p> <p>(4) 产业处于成长期、成熟期或者是战略新型产业，或者具有明确的上市意向及较高的并购价值；</p> <p>(5) 具有市场、技术、资源、竞争优势和价值提升空间，预期能够产生良好的现金回报，并有确定的分红制度；</p>	<p>保监发〔2010〕79号《保险资金投资股权暂行办法》</p> <p>保监发〔2012〕59号《保险资金投资股权和不动产有关问题》</p>

投资标的合规性		
投资标的	合规控制点	依据
	<p>(6) 管理团队的专业知识、行业经验和管理能力与其履行的职责相适应；</p> <p>(7) 未涉及重大法律纠纷，资产产权完整清晰，股权或者所有权不存在法律瑕疵；</p> <p>(8) 与保险公司、投资机构和专业机构不存在关联关系；</p> <p>(9) 监管规定允许且事先报告和披露的除外。</p> <p>保险资金投资保险类企业股权，可不受第（2）、（4）、（5）、（8）项限制。</p>	
股权投资资产评估价值	<p>保险资金投资企业股权，应当聘请符合本办法第十一条规定的专业机构，采用两种以上国际通用的估值评估方法，持续对所投股权资产进行估值和压力测试，得出审慎合理的估值结果，并向中国保监会报告。估值方法包括但不限于基于资产的账面价值法、重置成本法、市场比较法、现金流量折现法以及倍数法等。</p>	保监发〔2010〕79号《保险资金投资股权暂行办法》
股权投资投资决策机制	<p>保险公司投资企业股权，应当按照监管规定和内控要求，规范完善决策程序和授权机制，确定股东（大）会、董事会和经营管理层的决策权限及批准权限。</p> <p>保险资金投资企业股权，不得采用非现场方式表决。</p>	保监发〔2010〕79号《保险资金投资股权暂行办法》
创业投资基金	<p>创业投资基金，是指依法设立并由符合条件的基金管理机构管理，主要投资创业企业普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可转换债券等权益的股权投资基金。</p> <p>本通知所称创业企业，是指处于初创期至成长初期，或者所处产业已进入成长初期但尚不具备成熟发展模式的未上市企业。</p> <p>保险资金投资的创业投资基金，应当不是基金管理机构管理的首只创业投资基金，且符合下列条件：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 所投创业企业在境内依法设立，符合国家产业政策，具有优秀的管理团队和较强的成长潜力，企业及主要管理人员无不良记录；</li> <li>2. 单只基金募集规模不超过5亿元；</li> <li>3. 单只基金投资单一创业企业股权的余额不超过基金募集规模的10%；</li> <li>4. 基金普通合伙人（或基金管理机构）及其关联方、基金主要管理人员投资或认缴基金余额合计不低于基金募集规模的3%。</li> </ol>	保监发〔2014〕101号《保险资金投资创业投资基金有关事项》
股权投资基金	<p>保险资金投资的投资基金，应当符合下列条件：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 投资方向或者投资标的符合以上规定及其他金融监管机构的规定；</li> <li>2. 具有确定的投资目标、投资方案、投资策略、投资标准、投资流程、后续管理、收益分配和基金清算安排；</li> <li>3. 交易结构清晰，风险提示充分，信息披露真实完整；</li> <li>4. 已经实行投资基金托管机制，募集或者认缴资金规模不低于5亿元，具有预期可行的退出安排和健全有效的风控措施，且在监管机构规定的市场交易；</li> <li>5. 中国保监会规定的其他审慎性条件。</li> </ol>	<p>保监发〔2010〕79号《保险资金投资股权暂行办法》</p> <p>保监发〔2012〕59号《保险资金投资股权和不动产有关问题》</p>

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 周成曜

电话： +86 10 8516 4156

Email: aaron.zhou@hankunlaw.com

### 李虎桓

电话： +86 21 6080 0295

Email: huhuan.li@hankunlaw.com

### 周林

电话： +86 10 8516 4188

Email: lin.zhou@hankunlaw.com