

# 鲲鹏之变 S 基金系列研究 I（十一）国资机构参与私募股权二级市场交易实务分析——法律合规要求

作者：北京股权交易中心、北京植德律师事务所

2024 年 12 月

继《[鲲鹏之变 S 基金系列研究 I（十）国资机构参与私募股权二级市场交易实务分析——国资机构界定](#)》一文探讨了国资机构界定的准据和原则后，本篇文章将聚焦国资机构在私募股权二级市场（简称“S 市场”）的交易过程中的法律合规问题，为相关市场机构参与私募股权二级市场交易（简称“S 交易”）提供合规实务参考。

## 一、国资机构参与 S 交易相关法律

《中华人民共和国企业国有资产法》强调作为交易主体的国资机构肩负着保障国有资产安全、促进交易公平透明的责任，明确了国有资产管理体制、监督机制和资产评估程序。《中华人民共和国企业国有资产法》构建了国资运营的合法合规框架，旨在通过规范的投资和资产运营，确保国有资产的保值增值与合理配置，防止资金流失。国资机构参与 S 交易时，须确保投资的规范性与合规性，遵循等价有偿、价格公允的原则。值得注意的是，针对金融、投资类国有资产的交易，《中华人民共和国企业国有资产法》的“但书”条款对债券、投资等特殊类别资产交易提出了具体规范要求，对金融企业国有资产的管理与监督应适用相关法律、行政法规规定。

《中华人民共和国证券投资基金法》专门规范了私募投资基金及其管理机构的运作，也当然适用于国资机构作为转让方参与私募基金的 S 交易。国资机构作为私募基金投资者应遵循《中华人民共和国证券投资基金法》对合格投资者认定、信息披露、风险控制的要求，确保投资活动在透明、可控的环境下进行。

此外，国资机构参与 S 交易时，其投资行为必须根据不同交易主体和标的基金的组织形式适用相应法律。合伙型基金适用《中华人民共和国合伙企业法》，重点关注合伙人之间的利益与责任分配；公司型基金适用《中华人民共和国公司法》，确保股东权益和资本运作合规性；契约型基金参照适用《中华人民共和国

信托法》，通过信托方式保障资金管理的独立性和透明度。

与国资机构转让或交易资产（含基金份额）相关的法律及其主要内容梳理如下：

| 法律名称             | 规定内容   |
|------------------|--|
| 《中华人民共和国企业国有资产法》 | <p><b>第三十五条：</b>国家出资企业发行债券、<u>投资</u>等事项，有关法律、行政法规规定应当报经人民政府或者人民政府有关部门、机构批准、核准或者备案的，<u>依照其规定</u>。</p> <p><b>第四十七条：</b>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，<u>转让重大财产</u>，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<u>评估</u>。</p> <p><b>第五十一条：</b>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><b>第五十三条：</b>国有资产转让由<u>履行出资人职责的机构决定</u>。履行出资人职责的机构决定转让全部国有资产的，或者转让部分国有资产致使国家对该企业不再具有控股地位的，应当<u>报请本级人民政府批准</u>。</p> <p><b>第五十四条：</b>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<u>公开竞价</u>的交易方式。转让上市交易的股份依照《中华人民共和国证券法》的规定进行。</p> <p><b>第五十五条：</b>国有资产转让应当以依法评估的、经履行出资人职责的机构认可或者由履行出资人职责的机构<u>报经本级人民政府核准的价格</u>为依据，合理确定最低转让价格。</p> <p><b>第七十六条：</b>金融企业国有资产的管理与监督，法律、行政法规另有规定的，依照其规定。</p> |
| 《中华人民共和国证券投资基金法》 | <p><b>第八十七条：</b>非公开募集基金应当向<u>合格投资者募集</u>，合格投资者累计不得超过二百人。前款所称合格投资者，是指达到规定资产规模或者收入水平，并且具备相应的风险识别能力和风险承担能力、其基金份额认购金额不低于规定限额的单位和个人。合格投资者的具体标准由国务院证券监督管理机构规定。</p> <p><b>第九十一条：</b>非公开募集基金，<u>不得向合格投资者之外</u>的单位和个人募集资金，不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。</p> <p><b>第九十二条：</b>基金份额持有人<u>转让基金份额</u>的，应当符合本法第八十七条、第九十一条的规定。</p>  |
| 《中华人民共和国合伙企业法》   | <p><b>第二十二条：</b>除合伙协议另有约定外，合伙人向合伙人<u>以外的人转让</u>其在合伙企业中的全部或者部分财产份额时，<u>须经其他合伙人一致同意</u>。合伙人<u>之间转让</u>在合伙企业中的全部或者部分财产份额时，应当<u>通知其他合伙人</u>。</p> <p><b>第二十三条：</b>合伙人向合伙人以外的人转让其在合伙企业中的财产份额的，在同等条件下，其他合伙人有<u>优先购买权</u>；但是，<u>合伙协议另有约定的除外</u>。</p> <p><b>第六十条：</b>有限合伙企业及其合伙人适用本章规定；本章未作规定的，适用本法第二章第一节至第五节关于普通合伙企业及其合伙人的规定。</p> <p><b>第七十三条：</b>有限合伙人可以按照合伙协议的约定向合伙人以外的人转让其在有限合伙企业中的财产份额，但应当<u>提前三十日通知其他合伙人</u>。</p>   |

|                     |  |
|---------------------|--|
| <p>《中华人民共和国公司法》</p> | <p><b>第八十四条：</b>有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权的，应当将股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项<u>书面通知</u>其他股东，其他股东在同等条件下有<u>优先购买权</u>。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。</p> <p><b>第八十六条：</b>股东转让股权的，应当书面通知公司，请求变更股东名册；需要办理变更登记的，并请求公司向公司登记机关办理变更登记。公司拒绝或者在合理期限内不予答复的，转让人、受让人可以依法向人民法院提起诉讼。股权转让的，受让人自记载于股东名册时起可以向公司主张行使股东权利。</p> |
| <p>《中华人民共和国信托法》</p> | <p><b>第四十三条：</b>受益人是在信托中享有信托受益权的人。受益人可以是<u>自然人、法人或者依法成立的其他组织</u>。委托人可以是受益人，也可以是同一信托的唯一受益人。受托人可以是受益人，但不得是同一信托的唯一受益人。</p> <p><b>第四十八条：</b>受益人的信托受益权可以<u>依法转让和继承</u>，但信托文件有<u>限制性规定的除外</u>。</p>   |

## 二、国资机构参与 S 交易相关行政法规

在《私募投资基金监督管理条例》正式实施以前，私募基金的监管主要依赖部门规章和规范性文件。由于缺乏统一的行政法规作为上位法支撑，私募投资基金行业长期面临上位法缺失、法律地位不明确等问题，导致国内 S 市场在发展中所遇到的各种新问题也因法律关系不清而难以得到解决。

中央机构编制委员会办公室于 2013 年 6 月印发《关于私募股权基金管理职责分工的通知》明确了由中国证监会负责私募股权投资基金的监督管理，中华人民共和国国家发展和改革委员会承担组织拟订促进私募股权投资基金发展政策措施的任务。中国证监会接手监管职能后，于 2014 年 8 月发布《私募投资基金监督管理暂行办法》，并于 2020 年 12 月发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，构建了中国证监会对于私募基金监管的主要部门规章规范性文件体系。

为填补行政法规层面的空白，国务院于 2023 年 7 月 9 日颁布《私募投资基金监督管理条例》，并于 2023 年 9 月 1 日起实施，以“法律—行政法规—部门规章—自律规则”为框架的私募基金监管制度体系实现初步完备。此后中国证监会在 2023 年 12 月 8 日发布《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》，稳步推进私募基金监管制度体系建设。

### （一）《私募投资基金监督管理条例》

《私募投资基金监督管理条例》作为桥梁明确了公司制、合伙制、契约制私募投资基金的上位法，将私募投资基金与《中华人民共和国证券投资基金法》中的基金形式与法律关系进行勾稽，纳入监管范围。同时，条例明确赋予中国证监

会监管私募投资基金的职责及行政处罚权。对于符合私募投资基金形态但未纳入监管的基金及违背《私募投资基金监督管理条例》规定的管理行为，不仅被视为“不规范”，而且直接构成非法金融活动，中国证监会可依法进行规制甚至行政处罚。

《私募投资基金监督管理条例》第十八条、第二十条对基金份额转让与基金募集行为统一进行规定，明确了“非公开”的要求，第四十八条则明确了对违反上述规定行为的处罚措施。《私募投资基金监督管理条例》生效之后，私募投资基金份额的公开转让将直接构成非法金融活动，份额交易可能会被认定为无效，基金份额持有人、基金管理人、交易组织方及相关负责人将面临行政处罚。

关于《私募投资基金监督管理条例》的市场影响，[《S基金专题 | 基金份额公开转让将面临行政处罚——《私募投资基金监督管理条例》对国内S市场的影响浅析》](#)已对此进行了详细梳理。

## （二）股权投资和创业投资份额转让试点

长期以来，国资机构参与S交易的交易场所选择存在诸多不明确之处。具体而言，根据国资委的监管框架，国资机构转让国有资产应在依法设立的产权交易机构中公开进行，然而，中国证监会对于私募基金份额的转让，却设定了“非公开”的特定要求，导致在私募基金领域公开转让和非公开转让的监管标准较为模糊。

为填补S交易平台的空白，2020年7月15日，国务院常务会议明确“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”。2020年8月28日，国务院发布《国务院关于深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案的批复》（国函〔2020〕123号），提出“支持在现行私募基金法律法规框架下，设立私募股权转让平台，拓宽私募股权和创业投资退出渠道”。2020年12月10日，经国务院常务会议同意，中国证监会批复在北京率先开展全国首个股权投资和创业投资份额转让试点（简称“份额转让试点”）。此后，中国证监会陆续先后在包括上海、广东等地的区域性股权市场批复开展份额转让试点。份额转让试点在促进S市场交易方面发挥积极作用。以北京股权交易中心份额转让平台为例，转让方可以通过在份额转让平台上进行转让意向登记、征集受让意向、交易撮合、签订协议、份额划转等流程，完成基金

份额的转让。

作为专注于 S 交易的平台，份额转让试点通过搭建配套制度体系、设计合格交易流程，不仅有效缓解了国资机构在私募基金领域面临的退出渠道狭窄、退出效率不高、交易合规公允等难题，还确保了私募基金“非公开”交易的合规要求，从而推动形成行业“募投管退”良性循环的生态体系。

### 三、国资机构参与 S 交易相关部门规章

国资机构参与 S 交易受到多重监管体系的约束。具体而言，国有资产监管的复杂性体现在多个监管机构的协同作用。一方面，作为国有资产的管理者，国资机构需遵循国务院国有资产监督管理委员会（简称“国资委”）的监管要求；另一方面，作为私募股权市场的参与者，S 交易主体需接受中国证监会的监督管理；同时，基于国有资金来源的差异性，S 交易主体还需遵守中华人民共和国财政部（简称“财政部”）、中华人民共和国国家发展和改革委员会等相关部委的监管规定。上述监管体系共同构建了 S 市场的规范化运行框架，为其持续健康发展提供制度保障。

#### （一）国资委的监管要求

##### 1. 《企业国有资产交易监督管理办法》

2003 年 12 月 31 日，国务院、财政部联合颁布《企业国有产权转让管理暂行办法》，其中明确规定，“企业国有产权转让应当在依法设立的产权交易机构中公开进行，不受地区、行业、出资或者隶属关系的限制。国家法律、行政法规另有规定的，从其规定。”。为了进一步确立对企业国有资产交易更加清晰且统一的监管框架，2016 年 6 月 24 日，国资委、财政部发布《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委 财政部令第 32 号，简称“32 号令”）。随后，《企业国有产权转让管理暂行办法》于 2017 年 12 月 29 日被废止。

32 号令作为根据《中华人民共和国企业国有资产法》《中华人民共和国公司法》《企业国有资产监督管理暂行条例》等有关法律法规制定的部门规章，其主要监管对象为 3 类：“国有企业”“国有控股企业”和“国有实际控制企业”。32 号令详细规定了 3 类主体在产权转让、增资、资产转让等国有资产交易行为中的执行要求，进一步强化了国有资产处置依法合规的要求，并且明确要求 3 类主体在公平、公正、公开的产权交易机构完成交易。但值得注意的是，32 号令

“但书”条款也明确了，金融、文化类国家出资企业、上市公司及政府设立的股权投资基金投资形成企业产（股）权等情形的国有资产转让，应按照相关法律法规规定执行。

32 号令中与资产转让相关的规定内容如下：

| 分类       | 规定内容   |
|----------|--|
| 审批<br>程序 | <p><b>第五条：</b>企业国有资产交易标的应当权属清晰，不存在法律法规禁止或限制交易的情形。已设定担保物权的国有资产交易，应当符合《中华人民共和国物权法》《中华人民共和国担保法》等有关法律法规规定。涉及政府社会公共管理事项的，应当依法报政府有关部门审核。</p> <p><b>第七条：</b>国资监管机构负责审核国家出资企业的产权转让事项。其中，因产权转让致使国家不再拥有所出资企业控股权的，须由<u>国资监管机构报本级人民政府批准</u>。</p> <p><b>第八条：</b>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。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行相关批准程序。</p> <p><b>第九条：</b>产权转让应当由转让方按照<u>企业章程和企业内部管理制度进行决策</u>，形成书面决议。国有控股和国有实际控制企业中国有股东委派的股东代表，应当按照本办法规定和委派单位的指示发表意见、行使表决权，并将履职情况和结果及时报告委派单位。</p> |
| 交易<br>场所 | <p><b>第十三条（节选）：</b>产权转让原则上通过<u>产权市场公开</u>进行。</p> <p><b>第三十一条：</b>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>   |
| 交易<br>价格 | <p><b>第十二条：</b>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<u>资产评估</u>，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><b>第十七条：</b>产权转让项目首次正式信息披露的转让底价，<u>不得低于</u>经核准或备案的转让标的<u>评估结果</u>。</p> <p><b>第三十二条（节选）：</b>采取非公开协议转让方式转让企业产权，<u>转让价格不得低于</u>经核准或备案的<u>评估结果</u>。以下情形按照《中华人民共和国公司法》、企业章程履行决策程序后，转让价格可以资产评估报告或最近一期审计报告确认的净资产值为基础确定，且不得低于经评估或审计的净资产值。</p>  |
| 交易<br>公允 | <p><b>第十四条：</b>产权转让原则上<u>不得针对受让方设置资格条件</u>，确需设置的，不得有明确指向性或违反公平竞争原则，所设资格条件相关内容应当在信息披露前报同级国资监管机构备案，国资监管机构在 5 个工作日内未反馈意见的视为同意。</p>  |
| 特殊<br>事项 | <p><b>第六十三条：</b><u>金融、文化类国家出资企业的国有资产交易和上市公司的国有股权转让</u>等行为，国家另有规定的，依照其规定。</p> <p><b>第六十六条：</b><u>政府设立</u>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。</p>   |

## 2. 《中央企业基金业务管理暂行办法》

2023年2月3日，针对中央企业所管理和参与的私募股权投资基金，国资委印发《中央企业基金业务管理暂行办法》，对中央企业基金的设立、运作、退出等环节进行了系统性规范。在涉及基金份额的转让和受让过程中，《中央企业基金业务管理暂行办法》明确要求，中央企业基金需严格规范决策程序、合理使用优先购买权、谨慎购买基金份额，并确保资产评估程序的规范性。

《中央企业基金业务管理暂行办法》中与基金转让、退出相关的内容如下：

| 《中央企业基金业务管理暂行办法》  |
|---|
| <b>第二十五条：</b> 中央企业基金应当建立科学完善的投资决策机制， <u>明确股东大会、合伙人会议、董事会、投资决策委员会等主体在投资决策、投后管理、项目退出等环节的职责权限</u> 。中央企业基金应当对拟投资项目开展 <u>全方位尽职调查</u> ，基金风控部门应在决策前开展 <u>专项风险评估</u> ，并作为项目决策的重要参考，未按风险提示意见决策的应当记录原因。 |
| <b>第二十七条：</b> 中央企业基金应当 <u>统筹规划基金整体退出安排</u> ，合理平滑基金收益，注重基金投资人财务回报与现金流需求。   |
| <b>第二十八条：</b> 中央企业应当 <u>严格规范基金投资项目退出到集团和利用关联基金交易退出的决策程序</u> 。对于符合集团战略的优质项目，合理使用优先购买权。 <u>审慎购买其他企业的基金份额</u> ，购买或转让基金份额时，应当按规定 <u>履行必要的决策和资产评估程序</u> 。  |

## 3. 特殊事项之基金份额转让

国资委通过问答的方式明确国资机构转让有限合伙企业份额并不在 32 号令规范范围内。

尽管 32 号令对国有资产转让的审批、备案、进场等流程设置了清晰的规范框架，但在实务中，市场参与者在判定国资机构转让有限合伙份额是否应适用 32 号令规定时，一直面临着诸多不确定性和困惑。面对市场的困惑，自 2019 年以来，国资委通过其官方网站先后发布了多次问答，明确回应了国资机构转让有限合伙企业份额是否需要进场的问题。答复中，国资委指出 32 号令的适用范围并不涵盖合伙型基金份额转让，此类基金份额转让应遵照其相关规定执行。

图 1 国资委“关于国有全资公司转让有限合伙企业份额是否需要进场交易”的最新回复

| 留言详情  |   |       |                     |
|-------|---|-------|---------------------|
| 标题:   | 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  |       |                     |
| 内容:   | 请问国有全资公司转让有限合伙企业份额的,是否需要按照《企业国有资产交易监督管理办法》国资委财政部令第32号令)履行国有资产转让的审批及相关评估、核准、备案、进场交易手续?还是仅需按照企业内部管理制度履行决策批准、资产评估及备案等手续,通过非公开协议转让方式转让?   |       |                     |
| 回复详情  |   |       |                     |
| 答复部门: | 国资委   | 答复时间: | 2024-07-10 15:38:29 |
| 回复:   | <p>您好:</p> <p>您在我们网站上提交的问题已收悉,现针对您所提供的信息简要回复如下:</p> <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,国有股权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。</p> <p>上述回复仅供参考。欢迎您再次提问。</p> |       |                     |

与其他形式的私募基金相类似,国资机构作为投资者参与出资公司制基金时并不具有管理决策权利,仅对公司章程规定的关键事项具有决策权,公司制基金份额转让实质上是投资者对基金收益权利的买卖行为,而非对公司股东管理决策权的转让,参考 32 号令第六十三条和第六十六条“但书”规定,国资机构作为投资者或基金管理人转让公司制基金份额时,应适用私募基金相关法律法规规定。

因私募基金份额转让的“私募性”与国有产权交易的“公开性”冲突,关于私募基金份额转让的交易场所选择问题,2023 年 2 月 28 日,国资委网站发布了《对政协十三届全国委员会第五次会议第 00503 号提案的答复》,该答复表达了国资委对国有基金份额转让试点的积极支持态度,鼓励符合条件的地方先行先试,探索基金份额转让的新路径。同时,国资委也将持续关注试点工作的进展,并为国有权益份额的流转提供必要的政策指引与支持。

图 2 《对政协十三届全国委员会第五次会议第 00503 号提案的答复》

# 对政协十三届全国委员会第五次会议第00503号提案的答复

文章来源：产权局 发布时间：2023-02-28

林益彬委员：

您提出的《关于推动和规范私募股权投资和创业投资基金国有份额转让的提案》收悉。经商证监会，现答复如下：

## 一、已开展的相关工作

### （一）建立有限合伙企业的国有权益登记制度

近年来，有限合伙企业这种企业形式日益受到投资者关注，越来越多国有企业发起设立或参与投资有限合伙企业，培育发展前瞻性战略性新兴产业，拓展创新业务领域。同时，有限合伙企业特别是私募基金中的国有份额退出需求随之增加，由于有限合伙企业区别于公司制企业，出资人监管制度尚不明确，也对国资监管提出了新挑战。为此，我委在开展有限合伙企业管理有关课题研究的基础上，2020年2月制定印发《关于印发〈有限合伙企业国有权益登记暂行规定〉的通知》（国资发产权规〔2020〕2号），将有限合伙企业中的国有权益纳入常态化登记管理范围，为维护出资人合法权益、防止国有资产流失奠定制度基础。

### （二）积极支持国有基金份额转让试点

目前经证监会同意，北京、上海区域性股权市场已启动股权投资和创业投资份额转让试点。上海市国资委印发试行国有私募股权投资和创业投资基金份额转让监督管理办法，为规范私募基金国有份额转让提供了依据。国资委积极支持具备条件的地方率先探索基金份额转让，并将持续跟踪试点开展情况，对国有权益份额流转提供政策指导。

## （二）财政部的监管要求

当转让方属于财政部所监管的金融企业时，通常需遵循财政部制定发布的《金融企业国有资产转让管理办法》（财政部令第54号，简称“54号令”）相关规定，金融企业国有资产的转让主要通过产权交易机构进行公开交易。

| 分类   | 规定内容   |
|------|--|
| 审批程序 | <p><b>第七条：</b>金融企业国有资产转让按照统一政策、分级管理的原则，由财政部门负责监督管理。财政部门转让金融企业国有资产，应当报本级人民政府批准。政府授权投资主体转让金融企业国有资产，应当报本级财政部门批准。金融企业国有资产转让过程中，涉及政府社会公共管理和金融行业监督管理事项的，应当根据国家规定，报经政府有关部门批准。以境外投资人为受让方的，应当符合国家有关外商投资的监督管理规定，由转让方按照有关规定报经政府有关部门批准。</p> <p><b>第十二条：</b>国有及国有控股金融企业转让一级子公司的产权，应当报财政部门审批。除国家明确规定需要报国务院批准外，中央管理的国有及国有控股金融企业转让一级子公司的产权应当报财政部审批；地方管理的金融企业国有资产转让的审批权限，由省级财政部门确定。国有及国有控股金融企业一级子公司（省级分公司或者分行、金融资产管理公司办事处）转让所持子公司产权，由控股（集团）公司审批。其中，涉及重要行业、重点子公司的重大国有产权转让，或者导致转让标的企业所持金融企业或者其他重点子公司控股权转移的，应当报财政部门审批。</p> |
| 交易场所 | <p><b>第十一条（节选）：</b>非上市企业国有产权的转让应当在依法设立的省级以上（含省级，下同）产权交易机构公开进行，不受地区、行业、出资或者隶属关系的限制。</p> <p><b>第三十五条（节选）：</b>有下列情况之一，经国务院批准或者财政部门批准，转让方可以采取直接协议转让方式转让非上市企业国有产权和上市公司国有股份。</p>   |
| 交易价格 | <p><b>第十四条：</b>转让方应当依照国家有关规定，委托资产评估机构对转让标的企业的整体价值进行评估。</p> <p><b>第二十条：</b>在产权交易过程中，首次挂牌价格不得低于经核准或者备案的资产评</p>   |

|      |  |
|------|--|
|      | 估结果。首次挂牌未能征集到意向受让方的，转让方可以根据转让标的企业情况确定新的挂牌价格并重新公告。如新的挂牌价格低于资产评估结果的 90%，应当重新报批。<br><b>第三十七条：</b> 非上市企业产权直接协议转让的价格不得低于经核准或者备案的资产评估结果。   |
| 交易公允 | <b>第二十一条（节选）：</b> 经公开征集，产生 2 个以上（含 2 个）意向受让方时，转让方应当会同产权交易机构共同对意向受让方进行资格审核，根据转让标的企业的具体情况采取拍卖、招投标或者国家规定的其他公开竞价方式实施产权交易。<br><b>第二十二条（节选）：</b> 经产权交易机构公开征集只产生 1 个符合条件的意向受让方时，产权转让可以采取场内协议转让方式进行，但转让价格不得低于挂牌价格。 |

在份额转让试点获批运营后，对于国有金融机构转让基金份额事项，财政部于 2021 年 11 月 29 日发布《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），做出了特别规定：“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、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。”。以“比照股权类资产转让规定执行”作为合规依据时，国有金融机构转让基金份额应严格按照 54 号令中股权类资产转让的方式和流程进行，即同时满足：1、在产权交易机构进行；2、公开交易（除满足 54 号令第三十五条中所列的可以采取直接协议转让方式转让的情况并按要求履行审批流程外）；3、按照 54 号令中非上市企业国有产权的转让流程进行。仅满足其中部分条件均不符合“比照股权类资产转让规定执行”的要求。

鉴于“比照股权类资产转让规定执行”与私募基金份额转让的法律法规要求存在差异，因此，国有金融机构在转让私募基金份额时，应视为“国家另有规定”的情况，原则上遵照私募投资基金份额转让的相关规定，在合规交易场所（即份额转让试点）开展 S 交易。

#### 四、国资参与 S 交易——重点关注事项

##### （一）交易定价的评估要求

国有资产转让过程中，资产评估定价是其中的关键环节。而 S 交易的资产定价具有复杂性和特殊性，这一过程中，大到资本市场环境、行业发展前景等宏观因素，小到底层项目质量、基金管理团队能力等微观因素，更具体一些则如基金章程或合伙协议收益分成约定、底层项目投资协议约定、交易各方谈判能力等细节均会对交易定价产生影响。为确保国有资产转让交易的合规性和公允性，并有效保障国有资产的安全，国资机构在参与 S 交易时，通常会委托专业机构对基金份额进行资产评估。

《中华人民共和国企业国有资产法》清晰指出，“国有资产转让应当以依法

评估的、经履行出资人职责的机构认可或者由履行出资人职责的机构报经本级人民政府核准的价格为依据，合理确定最低转让价格”，凸显了评估定价在国有资产转让中的核心作用。此外，国资委、财政部出台了《企业国有资产评估管理暂行办法》《金融企业国有资产评估监督管理暂行办法》《国有资产评估项目备案管理办法》《政府投资基金暂行管理办法》《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》等多项规则文件，将股权、政府投资基金等资产的转受让行为纳入资产评估范畴。

尽管目前国家在基金份额转让的资产评估方面未出台具体规定，国资委已通过官方问答渠道给出了相关指导。2022年4月13日，国资委在其官方网站上发布的“国有控股企业转让基金合伙份额是否要评估备案进场交易”问答明确回复“国有控股企业转让基金合伙份额应按照《企业国有资产评估管理暂行办法》(国资委令第12号)履行资产评估工作程序。”。2024年7月1日，国资委再次发布公告指出“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。”。

在地方政策层面，北京、上海等地已率先出台了关于基金份额转让交易定价评估的指引要求。2021年，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》，其中明确指出，“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。首次转让报价应以评估或估值结果为基准。”此外，上海市国有资产监督管理委员会也于2022年出台了《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）》，为基金份额的流转交易提供了明确的定价依据。

## （二）交易场所的合规选择

为保障国有资产的安全，实务中国资机构倾向于进场开展S交易。在份额转让试点批复之前，部分国有背景的私募基金份额转让通过产权交易机构公开进行。然而，在份额转让试点批复之后，仍有部分国资机构在选择私募基金份额转让的交易平台时面临困惑。因此，厘清国资机构转让基金份额时的场所选择，对于增强市场规范性及有效解读相关法律法规具有重要作用。

| 交易场所   | 交易类型 | 合规性问题   | 是否合规 |
|--------|------|---|------|
| 份额转让试点 | 定向披露 | 符合各项法律规定：<br>1. 分层进行信息定向披露，仅向试点认证的合格投资者定向披露，符合私募基金份额转让“非公 | √    |

|        |      |   |   |
|--------|------|---|---|
|        |      | 开”要求<br>2.由中国证监会批复设立，具备开展基金份额转让业务的资质          |   |
| 产权交易机构 | 公开进行 | 违背《中华人民共和国证券投资基金法》中私募基金（非公开募集基金）份额转让不得公开进行的要求 | × |
| 其他交易场所 | 顾问服务 | 1.不具备国家相关主管部门批复的开展基金份额转让业务的资质                 | × |

综上，国资机构转让私募基金份额，应严格遵照国务院会议的指示精神以及中国证监会的监管指导，并紧密依据《中华人民共和国证券投资基金法》及《私募投资基金监督管理条例》中的各项条款与规定执行，在份额转让试点交易。

### （三）转让方式的适用选择

国资机构进场开展S交易时，应确保在符合相关监管机构要求的前提下，适当采取包括协议转让、竞价转让等转让方式，以实现其持有的基金份额的有效流转。下文将详细讨论实务操作中应用较为广泛的两种转让方式：竞价转让和协议转让。

#### 1. 竞价转让

竞价转让是指在资产出让时，交易平台预先公告交易标的，通过平台征集产生意向受让方，意向受让方以竞争方式确定价格，转让方根据意向受让方的价格等因素做出最终选择的过程。

竞价转让不仅符合国资机构“公允询价”的原则，也满足“通过市场化方式确定交易对手方”的需求。国资机构作为转让方，选用竞价转让模式：一是可以降低国资内部审批流程的复杂性，提升审批效率；二是竞价转让严格遵循国资机构的合规准则，依托合规设立的交易平台组织S交易，确保所有意向受让方都能进行充分地、公平地竞价，从而确保交易对手方及交易价格完全由市场机制确定，既维护了国有资产的保值增值，又促进了市场资源的优化配置。

#### 2. 非公开协议转让

场内交易参考场外交易规则，转受让双方亦可选择对非公开协议转让的交易进行鉴证。而何种情形下国资机构可以采取非公开协议转让的方式进行S交易，因相关规定尚不明确，因此参照32号令、54号令的相关规定。

32号令第三十一条规定，“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。”。

54号令第三十五条规定，“有下列情况之一，经国务院批准或者财政部门批准，转让方可以采取直接协议转让方式转让非上市企业国有产权和上市公司国有股份。（一）国家有关规定对受让方有特殊要求；（二）控股（集团）公司进行内部资产重组；（三）其他特殊原因”。

当国资机构选择在场内进行 S 交易的协议转让时，可以借助份额转让试点平台作为交易平台，以完成协议转让流程。以《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台业务规则（试行）》规定为例，“转让方申请采取协议转让且受让方已经明确或已初步达成合意的，可以豁免发布转让公告流程及公告期的要求。转让方、受让方可以直接在平台完成组织交易签约流程。但合格投资者在平台买入后卖出或转让方卖出后买入同一基金份额的时间间隔不得少于 5 个工作日。”。

### 结语

随着 S 市场的日益成熟与复杂化，确保国资机构在参与 S 交易时合规运作不仅是维护市场秩序、防止国有资质流失的需要，也是推动资产高效流转、优化资产配置的关键。国资机构作为 S 市场的重要参与者，其交易行为需要严格遵守《中华人民共和国证券投资基金法》等国家法律法规，并根据国家政策的明确导向，提升交易的透明度、确保交易的公平性。本文系统梳理了国资机构参与 S 交易时应遵守的法律合规要求，总结归纳相关法律、行政法规和部门规章的内在逻辑，明确了国资机构在 S 市场中的法律边界与合规路径，以期为市场参与各方提供参考。

北股交编辑负责人：林智勤、张凌云

植德编委会：金有元、钟凯文、周峰、刘雄平

执行编辑负责人：刘雄平、廖奕霖

本期执行编辑：王楠、蒋鑫诺、石祥睿

若您有意就本系列研究涉及的相关议题以及法律实务问题进一步交流或探讨，欢迎与北京股权交易中心编写负责人张凌云（zhanglingyun@bjotc.cn）或者植德律师事务所执行编辑负责人刘雄平律师（xiongping.liu@meritsandtree.com）联系。

### 鲲鹏之变 S 基金系列研究

北京股权交易中心与北京植德律师事务所联合推出 S 基金系列研究，引用“鲲之大”“鹏之背”寓意私募股权二级市场及 S 基金巨大的体量与潜能；“鲲鹏之变”，一则体现“鱼鸟嬗变”所带来的流动与互通，二则预示“化而为鸟”的腾飞与跃进。

鲲鹏之变 S 基金系列研究将围绕 S 基金市场发展与试点政策、常见交易模式与架构设计、法律尽调关注要点、交易文件关键条款、估值定价以及税务筹划等方面，进行系统性分析与解读。我们期盼与市场各参与方共同见证中国私募股权二级市场及 S 基金的“鲲鹏之变”。