

私募股权创投基金设置股权回购条款时应科学合理,退出目标综合多元

# 中基协发文引导耐心资本化解股权回购困局

■本报记者 昌校宇

《证券日报》记者从业内人士处获悉,近日,中国证券投资基金业协会通过邮件及AMBERS系统站内信方式向私募股权创投基金管理人发送了《关于私募股权创投基金投资条款的提示》(以下简称《提示》),呼吁私募股权创投基金设置股权回购条款时应科学合理,退出目标综合多元;鼓励基金管理人与回购义务人从长计议,妥善解决利益分歧,支持实体企业发展壮大。

此前,中国证监会主席吴清在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》辅导读本中发表署名文章,将“促进私募股权和创投基金‘募投管退’循环畅通,加力培育壮大耐心资本、长期资本和战略资本”,列为“十五五”时期提高资本市场制度包容性、适应性的重点任务举措之一。上述《提示》正是对这一任务的细化落实,旨在引导私募股权创投基金行业更理性、更长远地运用股权回购工具。

## 妥善解决利益分歧

近年来,我国私募股权创投基金行业稳步发展,作为耐心资本的代表,其在赋能科技创新过程中的“孵化器”“加速器”“推进器”等效应

持续释放,为促进经济高质量发展做出积极贡献。

股权回购条款,本质上是投融资双方在达成股权性融资协议时,为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的一类协议。据紫荆资本法务总监汪澍介绍,“目前,在国内一级市场投资活动中,股权回购条款的应用率已经超过了90%。”在理想状态下,该条款既能为私募股权创投基金提供一定程度的风险缓冲,也能激励被投企业创始人专注于长期价值创造。

在市场情绪乐观、流动性充裕时期,股权回购条款常被视为一项“君子协定”或“后备保险”,其实际触发概率在乐观预期中被淡化。然而,当市场进入周期性调整、部分行业赛道遇冷时,许多被投企业,尤其是处于关键成长期的科技创新企业的发展步伐可能放缓,预期中的上市窗口未能打开。此时,股权回购条款便从协议文本走向现实执行,成为横亘在基金管理人企业与创始人之间的难题。

去年以来,股权回购问题持续升温,成为市场关注的焦点,不仅部分初创科技型企业因触发回购而面临资金和发展压力,私募股权创投基金也因回购执行困境面临“退出难”。

上海市锦天城律师事务所高级

合伙人许瀚律师对《证券日报》记者表示:“目前,股权回购问题确实是困扰私募股权创投基金退出的‘老大难’问题。若因被投企业短期无法IPO而强硬主张回购权利,起诉可能导致企业资不抵债乃至破产清算,实控人也面临败诉、无力支付回购款进而被‘限高’的困境。但如果被投企业和实控人确实不具备回购能力,私募股权创投基金即便胜诉也难以实现实际退出,最终受损的仍是基金投资者。”

针对这一现象,《提示》明确要求,“私募股权创投基金设置股权回购条款的,做到相关安排科学合理,退出目标综合多元,不利用回购安排违规从事借贷、明股实债等非私募基金投资活动,也不签订其他明显偏离股权投资属性、权利义务设置明显不合理的股权回购条款”。

《提示》强调,“私募股权创投基金管理人应树立和践行长期投资、价值投资理念,提升价值发现、主动管理和估值定价能力,发挥私募股权创投基金作用,梯度培育创新型企业,服务科技创新和产业创新”。

此外,《提示》在明确股权回购条款应科学合理设置的基础上,进一步强调了其运用过程中应有的“温度”与“智慧”。《提示》鼓励触发回购回购条件后,私募股权创投基金管理人应“加强与投资者、回购义

务人等相关方沟通”,并“对宏观经济、产业环境和行业政策等外部因素的影响进行充分评估”。

特别是对于已设置上市目标为回购条款触发条件的私募股权创投基金,《提示》鼓励管理人与回购义务人友善协商、从长计议,可通过“调整回购目标、延长回购期限、下调回购利率(如有)或者解除股权回购协议等方式妥善解决利益分歧”,最终目的是“支持实体企业渡过难关、发展壮大,为实现企业健康发展和基金长期回报奠定基础”。

汪澍表示:“《提示》呼吁私募股权创投基金管理人重新审视股权回购条款的作用,有助于扭转行业整体形象,重塑创业群体对行业的正向认知。”

## 共建耐心资本良性生态

要让股权回购条款真正回归风险平衡与激励相容的本源,需要市场各方在理念、规则与行动上形成协同。

对于私募股权创投基金管理人而言,关键在于勤勉尽责与灵活处置的平衡。许瀚认为:“如果适当给被投企业一定缓冲措施(如延长回购期限或降低回购利率等),也许企业就可以‘活过来’,恢复回购能力甚至最终实现基金的盈利退出。但

不可忽视的是,如果私募机构未与基金投资者(LP)协商一致,就贸然对被投企业采取前述缓冲措施,可能导致私募机构被监管或司法裁判机构认定为‘未勤勉尽责’,进而承担基金投资者的经济赔偿责任。”

这意味着,基金管理人在考虑给予企业缓冲空间时,必须履行严格程序,首要步骤是与基金投资者进行充分、透明的沟通,解释企业面临的实际情况、缓冲措施的考量及潜在影响,争取投资者的理解与授权。

对于被投企业及实控人,北京利物投资管理有限公司创始人、合伙人常春林对《证券日报》记者表示:“在争取投资人理解与支持的同时,其更应专注主营业务,改善经营管理,保持信息透明,以实际行动重建信任,争取实现企业的根本性好转,从而真正恢复回购履约能力,不负投资人所给予的‘耐心’与机会。”

常春林进一步表示,股权投资的核心在于共担风险、共享收益,其本质是对企业未来成长的信念投资。化解当前的股权回购困局,畅通“募投管退”循环,需要私募股权创投基金管理人展现专业判断与协商智慧、投资者传递信任并秉持长期主义、创业者坚守责任并奋力前行,同时也离不开监管与司法环境持续营造鼓励创新、包容失败、倡导共赢的良性生态。

年内债券基金分红超1557亿元

■本报记者 方凌晨

12月3日,华商鸿盈87个月定期开放债券、国寿安保安泰三个月定开债券等21只债券基金发布分红公告,其中,部分债券基金为年内第一次分红,也有部分债券基金年内已多次分红。

例如,华商鸿盈87个月定期开放债券将迎来2025年度的第一次分红。公告信息显示,该基金收益分配基准日为12月1日,基准日基金份额净值为1.1415元,基准日基金可供分配利润为8.49亿元,对应分红方案为每10份基金份额派0.30元。此外,国寿安保安泰三个月定开债券、汇安裕盈纯债债券此次分红则分别是其2025年以来的第3次分红、第4次分红。

Wind资讯数据显示,截至12月3日,年内公募基金分红次数已超6700次、分红总额达2147.14亿元。债券基金仍是分红“主力军”,年内分红次数达4900次以上,分红总额达1557.91亿元,在全部基金分红总额中占比达72.56%。

在受访人士看来,债券基金成为基金分红的“主力军”,这与其较大的规模基数密不可分。中国证券投资基金业协会最新数据显示,截至2025年10月底,我国债券基金规模为7.1万亿元,仅次于货币基金规模。

前海开源基金首席经济学家杨德龙对《证券日报》记者表示:“过去几年间,债券市场整体表现较好,债券基金积累了一定的投资收益,可以通过分红来回馈基金持有人。同时,在今年债券市场波动加大的背景下,债券基金通过分红回馈持有人,有利于更好维护投资者利益。”

在北京格上富信金融销售有限公司研究员蒋睿看来,债券基金底层资产收益稳定,票息收益的积累为分红提供了基础。债券基金分红可以实现“双赢”:一方面,部分债券基金投资者较为偏好现金回报,分红可实现投资收益落袋为安,降低投资者净值波动焦虑;另一方面,公募机构为提高投资者体验感、增强客户黏性,也有分红动力。

从具体类型来看,在年内分红的债券基金中,中长期纯债型基金以1170.1亿元的分红总额遥遥领先,被动指数型债券基金和混合债券型一级基金分别以167.32亿元、86.16亿元的分红总额位列第二名和第三名。

今年以来,公募基金分红次数和分红总额较去年同期均有所增长。Wind资讯数据显示,截至12月3日,年内公募基金合计分红次数和分红总额分别同比增长24.09%、18.48%。

蒋睿认为,在政策支持下,基金分红转向“常态策略”,这有助于提升投资者信心与满意度,增强其长期持有意愿。同时,现金分红在一定程度上可以降低基金规模增长过快带来的波动,提升基金管理人资产配置效率。

# 科技成长有望成2026年可转债市场布局主线

■本报记者 于 宏

今年以来,在权益市场向好带动下,可转债市场交投活跃。截至12月3日,可转债市场年内成交额为15.89万亿元,同比增长22.33%。年内可转债市场整体走势向好,Wind资讯数据显示,截至12月3日收盘,年内中证转债指数累计上涨15.44%。

近日,券商密集发布2026年可转债投资展望,分析师普遍认为,2026年可转债市场估值具有坚实支撑,可重

点关注科技成长等领域的投资机遇。

展望明年可转债市场的供需格局,方正证券固收首席分析师李清荷预计:“供需偏紧情况或将持续。考虑到可转债转股、强赎等情况,明年可转债市场或许会继续缩量。在需求端,受益于权益市场向好,‘固收+’基金崛起,可转债需求仍然旺盛。整体来看,供需格局偏紧将继续支撑可转债估值。”

聚焦当前可转债的估值水平,截至12月3日收盘,全市场可转债的

平均价格为142.77元。从其股性估值来看,可转债的平均转股溢价率为41.32%,市场上有37只可转债转股溢价率超过100%。

东方金诚研发部分分析师翟恬甜对《证券日报》记者表示:“展望后市,年末止盈情绪等因素可能放大可转债价格波动,但可转债供需弱风险强的基本格局难以发生实质性改变,预计冲击有限,短期内估值较快回落的大盘底仓可转债左侧布局价值显著。投资机遇方面,硬科技、新

消费、‘反内卷’等方向值得关注。”

“展望2026年,预计可转债市场估值将维持高位。”国泰海通固收分析师顾一格表示,2026年,可转债市场估值最主要的支撑来自投资者对权益市场的偏乐观预期。首先,政策红利有望密集释放,提振市场风险偏好;其次,权益资产预期收益率上行趋势明确,巩固了可转债的股性价值;最后,“固收+”资金对可转债的配置需求旺盛,有望为可转债市场估值提供韧性基础。择券方

面,可聚焦科技成长、能源、“反内卷”和低估值底仓四大主线。

在具体的配置策略方面,天风证券固收首席分析师谭逸鸣表示:“2026年,高价可转债在上涨弹性方面有望继续占优,中小盘、中低评级转债仍是挖掘弹性收益的主线。赛道选择方面,建议关注受益于‘反内卷’或化债政策,可能出现明显业绩拐点的行业、AI、人形机器人、固态电池、创新药、低空经济等方向有望保持高景气度。”

# 既润“供给之木”又灌“需求之田” 建设银行双向发力激活消费市场

当时代的画卷铺展向高质量发展的新篇章,消费作为经济增长的“主引擎”和“稳定器”,其战略地位日益凸显。

党的二十届四中全会提出,坚持扩大内需这个战略基点,坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合,以新需求引领新供给,以新供给创造新需求,促进消费和投资、供给和需求良性互动,增强国内大循环内生动力和可靠性。

“十四五”期间,消费对经济增长的年均贡献率达到了60%左右,这一跃动的数字,不仅是中国经济澎湃活力的生动注脚,更是驱动未来发展的关键所在。

中国建设银行作为国有大型商业银行,始终胸怀“国之大者”,深刻把握金融工作的政治性、人民性,将支持提振和扩大消费作为增强服务国家建设能力,提升服务实体经济质效的重要着力点,启动实施“消费金融专项行动”,坚持供需两端综合施策、集团上下协同联动,以综合金融服务更好满足消费领域金融需求,为激发消费活力注入金融动能。

截至2025年10月末,建设银行服务消费重点领域贷款规模超万亿元,个人消费贷款当年投放约8100亿元。数字背后,是建设银行服务国家战略的坚定决心与扎实行动。

## 政策领航 精准落地 扩大效应促消费

政策的生命力在于落地生根,政策的效应在于充分放大。

建设银行始终做国家重大决策部署最坚定的执行者和最有效的传导者,全面融入国家提振消费专项行动的宏大格局中,积极贯彻落实相关部署。

今年2月份,建设银行在全行启动以“提振消费扩内需,消费金融在行动”为主题的消费金融专项行动,强化企业级统筹,深化产品服务融合、集团协同融合、场景金融融合,打造“信贷+场景+支付+衍生服务”的消费金融全链条综合服务体系。通过这一体系,优化金融供给结构,精准服务扩大内需的战略目标,为消费市场的繁荣搭建起坚实的金融桥梁。

在货币政策导向的落实上,建设银行充分发挥信贷支持主渠道作用,积极运用服务消费与养老再贷款等结构性货币政策工具,配套经济资本打打、内部资金转移价格优惠、审批绿色通道等差异化支持措施,加大信贷投放支持力度。政策发布以来,建设银行在服务消费与

养老领域贷款投放已超过1000亿元,宁波、山东、湖南、安徽等分行快速实现了相关领域贷款投放,有力支持了旅游景区、住宿餐饮、文化体育等领域市场主体的发展。

在用好用足财政支持政策方面,建设银行以“建行生活”平台高效承接政府消费补贴,自2022年5月份以来累计承接全国309个城市消费券发放,资金规模超209亿元,直接拉动消费金额1511亿元。服务消费品“以旧换新”扩围政策,快速升级迭代系统,打造消费立减、购后补贴等企业级补贴模式,将审批时效压缩至最快5分钟。

在财政部印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》和《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》后,建设银行迅速成立工作专班,完成业务规则制定、会计核算、系统开发、客户服务及政策宣传等多方面工作,确保贴息服务顺利落地。政策实施以来,签约贴息协议客户近百万户,认定贴息消费交易超180万笔,让政策红利惠及广大消费者和经营主体。

## 供给赋能 精准支持 培育优质供给源

需求牵引供给,供给创造需求,经济的活力,正源于“供给之木”与“需求之田”的共生循环;肥沃的田地滋养树木茁壮生长,而丰茂的林木反过来涵养水土、肥沃良田,如此生生不息。建设银行深谙此理,从供给端发力,为消费市场注入源源不断的金融活水。

建设银行充分发挥公司金融与普惠金融优势,加大对重点消费领域市场经营主体、消费基础设施及商贸流通体系的信贷支持力度,为消费市场供给侧转型升级注入源头活水。

建设银行前瞻性地将旅游、文化、体育、健康、教育、养老等服务消费重点领域作为信贷结构调整方向。截至2025年10月末,相关领域贷款规模较2022年末增长超60%,占比持续提升。在文旅体育领域,建设银行印发《关于金融支持文化旅游产业高质量发展的通知》,修订景区行业信贷政策,参与服务哈尔滨亚冬会等国际赛事以及厦门马拉松、贵州“村超”等国内体育赛事,为文旅体育产业的繁荣发展提供坚实的金融保障。

强化基础设施支撑,是提升消费流通效率的重要基础。建设银行立足传统优势,支持重点城市、核心商圈等消费基础设施提质升级,做好行内信贷产品制度优化,加大对包括购物中心、酒店、商业综合体等项目的信贷支持力度;

聚焦铁路公路货运、水上运输、多式联运等领域,降低物流信贷成本,今年发放现代物流领域贷款超1600亿元,助力消费流通体系效率提升。建行厦门市分行助力“听见闽南”综合体及厦门国际博览中心建设,建行广东省分行贷款支持“县县通工程”禾云—连州—连山项目,都是建设银行支持消费基础设施的生动实践,也为地方经济发展和消费升级提供了有力支撑。

扩围普惠金融服务,是满足小微企业和个体工商户融资需求的重要举措。建设银行运用“商户云贷”“善营贷”等普惠金融产品,强化对消费领域商户的融资支持,精准服务汽车、家电、家装等重点领域小微企业和个体工商户。建行江苏分行不仅做信贷资金提供者解决融资难题,更向着为企业提供全经营场景、全生命周期服务进行业务扩展,针对参与“苏新消费”活动的商户,制定“善营贷”专属群服务方案,为客户定制化提供“支付+融资+科技赋能”一揽子服务,支持绿色节能家电以旧换新。

## 需求激活 精准服务 激发消费新潜力

个人消费群体是消费市场的主力军。当前,人民群众的消费需求日益呈现出多层次、多样化的特点。建设银行从个人消费贷款、信用卡、支付服务等金融产品服务入手,构建全方位消费金融服务体系,着力提升居民消费能力和意愿。

在个人消费贷款方面,建设银行积极响应国家金融支持提振消费政策要求,优化授信上限、支付限额和贷款期限,推出线上线下相结合的便利服务,将政策红利及时向市场释放。截至2025年10月末,建设银行累计服务个人消费贷款客户约3500万户,贷款余额6527亿元,规模及增速引领同业。

信用卡服务突出“信用惠民”特色。建设银行通过积分激励、场景优惠、分期支持等举措,激发居民信用消费热情。联动多元化消费场景,线下携手奥特莱斯、华润万象等热门商圈推出满减立减活动;线上联动抖音、淘宝、唯品会等主流电商平台开展支付满减、分期优惠。在“龙卡信用卡狂欢11.11”活动中,创新设置三大主题会场,覆盖数字消费、实体商圈及大宗消费,点燃年末消费热情,让居民在消费中享受更多实惠。

提升支付体验,畅通消费“最后一公里”。建设银行通过推出消费贷款快捷支付功能,有效推动消费信贷产品与“场景+支付”服务链条深度融合,实现了“即贷即用、随借随付”。创新打造“一



建行重庆市分行在全市4200余户重点商家布放可受理全球主流银行卡的POS终端,为境外游客提供便利消费环境,带动外卡交易超1600万元。

个主账户+多个数字龙卡”服务体系,推动数字龙卡线上线下全渠道便捷支付。同时,积极顺应国家对外开放大势,针对外籍来华人员支付需求,加快拓展外卡受理消费类商户,助力营造国际化、便利化的消费环境,把握消费新机遇。

## 生态共建 综合服务 融入消费新格局

独行快,众行远。建设银行以开放、共赢的姿态,打破金融边界,积极与各方携手共建消费新生态。

建设银行充分发挥线上线下、对公对私、总分行全渠道、全领域综合服务优势,主动融入供需两端的消费“金融+非金融”生态,积极向大消费生态经营者转型。

深度融入线上服务消费场景。建设银行在手机银行、建行生活“双子星”平台开展“家庭生活·消费节”“装修分期家装节”特惠商圈满减礼、“惠省钱”等品牌活动,构建覆盖找房、购车、装修等大额消费及外卖、出行等日常服务消费的多元消费生态,配合支付满减、分期有礼等金融权益,形成“场景引流—优惠激励—消费增长”的良性循环。

创新打造跨界“财富会员联盟”。建设银行与头部电商在消费领域携手布局消费生态。与

京东、天猫超市等头部平台在场景、权益等方面深化合作,以“开学季”“双11”等消费节点为契机打造热门活动,撬动平台商户侧权益资源,为客户提供“爆款商品+生活服务”的综合消费体验,形成银行、商户与客户间的良性互动。

深度服务跨区域集团连锁客户。建设银行选取资金富集、消费旺盛的集团连锁商户,整合金融及非金融服务需求,深度参与以总部经济为核心的消费生态。洞察挖掘集团连锁客户的服务需求,提供包括供应链服务、线上线下全支付受理、企业级分账对账、入驻“建行生活”平台开展合作等综合服务,搭建总部经济商户服务协作流程。建行河南分行通过“供应链服务+信贷+商户结算”系列产品切入,围绕“胖东来”消费资金链条和客户需求,赋能商户经营,共建消费生态。

下一步,建设银行将继续坚定不移地贯彻落实国家关于大力提振消费、扩大内需战略部署,持续深化消费金融专项行动,紧跟国家政策导向和市场需求,加强消费消费新业态新模式新场景的研究,重点聚焦服务消费、绿色消费、数字消费等消费领域新兴增长点,不断提升金融服务覆盖面、可得性和人民群众满意度,为充分激发消费市场活力,有效畅通国民经济循环,加快构建新发展格局,推动经济高质量发展贡献更大力量。

(CIS)