

## 独具一格：全方位解析人民币项目基金

作者：汤雪

根据2021年清科研究中心数据统计，2021年前三季度中国私募股权投资市场共新募集4,574支可投资于中国大陆的基金，募集金额达到12,690.39亿元人民币，相较去年同期，中国股权投资市场募资环境持续改善，新募基金数量和金额同比均有大幅提升。

在市场整体回暖，稳健发展的同时，挑战与机遇并存，受宏观环境、行业政策、疫情反复、热点赛道变化等多种因素的影响，股权投资市场仍存在着巨大的不确定性，伴随进一步私募基金管理人投资管理能力分化的加剧，盲池基金表现差异明显。

为在市场的确定性中追寻具有确定性的投资机会，近几年来，单一项目基金更加受市场青睐。本文就项目基金的类别、项目基金募、投、管、退各阶段重点关注事宜进行了全面的梳理。

## 一、项目基金的类别

项目基金最重要的特点为单一的投资标的，投资标的可为单一的投资基金或单一的直投项目。相应地，项目基金按照投资标的类型划分，可划分为：

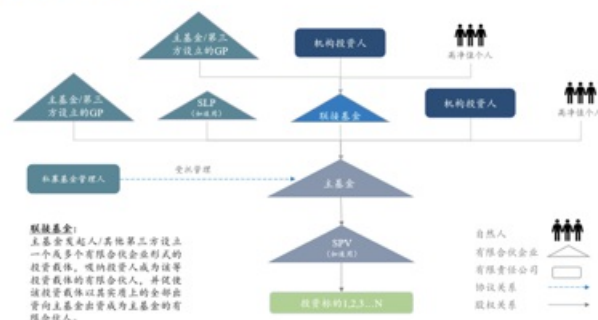
- FOF类项目基金
- 直投类项目基金

### 1、FOF类项目基金

即投资于特定私募股权/创业投资基金、信托计划等金融产品的投资载体，最常见的FOF类项目基金为基金结构中的联接基金（Feeder Fund）。

主基金发起人/其他第三方设立一个或多个有限合伙企业形式的投资载体，吸纳投资人成为该等投资载体的有限合伙人，并促使该投资载体以其实质上的全部出资向主基金出资成为主基金的有限合伙人。

常见FOF类项目基金架构图



### 2、直投类项目基金

即直接（或通过SPV）投资于特定标的企业的私募股权/创业投资基金。

依据特定标的企业的性质和领域，直投类项目基金又分为下述四类，并具有不同的特征。

项目基金的分类



(1) 投资于特定未上市企业权益

实务中，参与未上市企业各轮融资阶段的项目基金均比较常见。

在资本市场不确定性及波动性增加的环境下，近年来，Pre-IPO基金（即投资于企业上市前夕或预期企业近期上市的私募股权投资基金）比较受投资人青睐，设立数量明显增多。与投资创业期、成长期企业不同，Pre-IPO基金能获得的账面回报率相对较低，但所承担的风险更小，回报也更快，无论是在美国、欧洲、中国香港还是内地，许多PE机构专注于投资上市前企业或预期近期上市的企业。

(2) 投资于特定上市公司的战略配售

近年来，私募股权投资基金已成为上市公司战略配售的重要参与主体。需提请基金管理人注意，战略配售相关规则对参与主体有比较高的门槛要求，同时，受限于监管机构对非公开发行中引入战略投资者较为审慎的态度，目前私募股权投资基金仅能通过首次公开发行参与特定上市公司的战略配售。



根据我们的相关项目经验及上市公司公示的信息，参与上市公司战略配售的私募股权投资基金主要包括下述三类：

| 私募股权投资基金类型                                      | 参与基金                      |
|-------------------------------------------------|---------------------------|
| 与发行人经营业务有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或下属企业，主要包括服务于产业发展的基金 | 广东广祺柒号股权投资合伙企业（有限合伙）      |
|                                                 | 北京屹唐同舟股权投资中心（有限合伙）        |
|                                                 | 电投建能（嘉兴）新能源投资合伙企业（有限合伙）   |
|                                                 | 北京国能绿色低碳发展投资基金（有限合伙）      |
| 具有长期投资意愿的国家级大型投资基金或其下属企业                        | 国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司      |
|                                                 | 中国保险投资基金（有限合伙）            |
|                                                 | 中国国有企业结构调整基金股份有限公司        |
|                                                 | 深创投制造业转型升级新材料基金（有限合伙）     |
| 符合法律法规、业务规则规定的其他战略投资者                           | 青岛聚源芯星股权投资合伙企业（有限合伙）      |
|                                                 | 马鞍山联力昭离少商集成电路投资合伙企业（有限合伙） |

(3) 投资于特定上市公司非公开发行和交易的股票

根据《私募投资基金备案须知》（2019版）（“《备案须知》”）的规定，私募股权投资基金的投资范围亦包括上市公司非公开发行或交易的股票。根据中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）于2018年10月22日在官方网站发布的《中国证券投资基金业协会就“私募股权投资基金参与上市公司并购重组”相关问题答记者问》，基金业协会再次重申，私募股权投资基金可以通过开立证券账户参与非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司股票，参与上市公司并购重组。

结合与中国证券登记结算有限责任公司（“中证登”）、证券公司的沟通及实务经验，私募股权投资基金参与非公开发行和交易开立产品证券账户的流程较为便利，证券公司对基金管理人及基金进行尽调时，通常重点关注：

- 基金管理人是否已完成管理人登记；
- 基金是否已完成备案且有托管行；
- 基金投资人经穿透核查是否符合合格投资者相关要求等。

#### （4）投资于特定房地产/基础设施项目

随着物流行业的飞速发展，许多大型物流地产公司采取物流地产基金模式解决长期持有物业过程中的资金占用问题，以实现物流产业园的轻资产、高周转运营。近年来，国内许多地产投资机构选择与保险机构等合作方合作，共同成立投资于特定的物流产业园的项目基金。

## 二、项目基金设立及备案阶段应重点关注事宜

### 1、项目基金组织形式

私募股权投资基金可采用公司、有限合伙企业或契约的形式设立。实务中，采用有限合伙企业形式设立项目基金的较为常见，下述类型的部分项目基金可能会选择设立为契约型基金形式：

- （1）标的企业未来不计划上市的项目，例如，基础设施、地产、物流产业园等；及
- （2）投资人数量较少、基金结构比较简单的投资未上市企业股权的项目。

注：与公司、有限合伙企业形式相比，契约型基金设立流程更加简单，不需要事先取得当地金融服务局的事先审批及办理工商登记程序；但契约型基金没有独立的法律实体，且契约型基金在基金业协会申请基金产品备案前全体投资人需缴付全部实缴出资。

### 2、项目基金期限

项目基金交割前，通常已基本锁定了拟投资标的企业及预计投资额度，因此，与盲池基金相比，项目基金的投资期相对较短，而退出期取决于标的企业的发展阶段及所处领域。基金管理人需注意，受限于《备案须知》的相关规定，项目基金LPA约定的基金初始存续期限不得少于5年。因此，基金管理人需根据项目情况，在LPA中明确约定基金期限延长和提前退出的具体情形，特别是当项目基金已从标的企业完全退出后，GP可决定解散并清算项目基金的规定。

此外，对于投资拟上市公司或上市公司非公开发行和交易的股票的项目基金，基金管理人需重点关注上市公司锁定期、拟上市公司突击入股及减持规则，以确保基金的存续期限及退出安排符合监管规定及上市公司的要求。

### 3、项目基金的规模及交割安排

根据《备案须知》的相关规定，项目基金备案后不能进行后续募集（即项目基金备案完成后不能吸纳新增合伙人或增加届时现有合伙人的认缴出资）。因此，项目基金交割前，基金管理人需事先测算基金认缴出资的具体用途及金额（通常包括：对标的企业投资成本、管理费、托管费及其他基金运营费用的支付及合理预留），并与投资人充分沟通基金交割时预提的费用及未来在基金可分配收入中拟扣除的费用、投资人对标的企业的具体拟投资成本金额及比例，并建议在LPA中明确约定前述安排及有关应付未付的基金运营费用或GP/管理人垫付的相关基金运营费用未来在基金可分配收入中扣除。

实务中，项目基金可能会遇到（1）标的企业最终可投资金额被缩减，或（2）

投资失败的情形。因此，建议基金管理人在LPA中明确约定部分或全部未使用出资的返还机制。

### 4、项目基金的出资安排

项目基金完成对标的企业的投资交割前，基金是否能最终按照预计投资金额投资标的企业存在不确定性。因此，在募集规模较大的项目基金中，投资人往往不愿意在标的企业投资交割前，一次性将全部认缴出资缴付至项目基金的银行账户。实务中，许多项目基金的基金管理人会要求各合伙人在签署基金文件后先向基金实缴出资人民币100万元用于基金备案，并在基金备案完成及标的企业投资协议签署后，再根据标的企业的投资款支付进度缴付其余出资。

需提请基金管理人注意：如任何投资人的认缴出资与其备案时的实缴出资金额差额较大，基金业协会审核人员在审阅基金备案申请材料时，可能会要求基金管理人上传该投资人剩余认缴出资的出资能力证明，如该投资人为未备案的合伙企业，也可能要求提供该合伙企业穿透后合伙人的出资能力证明文件，以显示合伙人具备缴付尚未实缴的基金认缴出资余额的能力，各合伙人证明文件显示的资产金额之和需覆盖该投资人未缴付的项目基金认缴出资。

### 5、项目基金的费用设置

项目基金的实缴出资主要用于支付标的企业的投资成本、管理费、合伙企业的筹建费用、管理费以外的其他合伙企业营运费用等。

与盲池基金不同，在基金募集阶段，基金管理人大概率已锁定了项目基金拟投入标的企业的具体投资本金及潜在投资人对标的企业的间接投资金额。因此，为减少资金闲置，项目基金的费用计算机制通常有如下特点：

#### （1）管理费

计算基数：投资期内，项目基金的管理费通常会以各投资人对标的企业的投资本金为基数；退出期内，以各投资人未退出标的企业的投资本金为基数。

计算期间：实务中，通常有两种计算方式：（1）与盲池基金一样，按照投资人的实缴出资到达募集监管账户之日起算；或（2）从相关实缴出资投资到被投资企业之日起算。

支付周期：为减少资金闲置，投资人通常希望将实缴出资中的绝大部分资金直接用于对标的企业的出资。因此，实务中比较常见的方式包括：（a）对于投资早期项目，一次性预提1-3年的管理费，剩余管理费

在未来可分配收入中扣除；（b）对于投资Pre-IPO、定向增发、战略配售等预计变现更确定的项目，基金管理人可能会让渡为不预提或少提管理费，未来从基金可分配收入中扣除。

## （2）管理费以外的基金营运费用

支付安排：由于项目基金仅投资一个已锁定项目，因此，基金的运营和行政开销、与投资相关的费用相比盲池基金会大幅度减少。实务中比较常见的方式为，基金交割时将扣除已产生的开办费（包括律师费等）、基金投资期的托管费及投资相关的费用，基金存续期间产生的其余营运费用，将由基金管理人或相关方先垫付，未来从可分配收入中扣除并再向垫付方报销。

分摊比例：项目基金的基金运营费用通常按照各合伙人在标的企业的投资成本分摊比例在全体合伙人之间进行分摊。

## 6、项目基金的银行托管

许多项目基金会通过SPV进行投资。根据《备案须知》的规定，如项目基金通过公司、合伙企业等特殊目的载体间接投资标的企业的，应当由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管。

如项目基金拟直接投资标的企业，则项目基金可选择是否托管。如选择不进行托管，则需要在LPA中约定保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制。

## 7、项目基金的信息披露

### （1）募集期间的风险揭示

基金管理人在准备项目基金的募集文件时，需特别注意《备案须知》中对项目基金相关风险的披露要求，包括在《风险揭示书》中详细、明确、充分披露单一投资标的的特殊风险、通过特殊投资载体投资（如适用）、标的企业的特殊风险，并上传项目基金的基金架构及投资架构图。

### （2）运作期间的信息披露及报送

基金运作过程中，项目基金的信息披露与信息报送义务与盲池基金适用相同的自律性规则。

向投资人进行信息披露：根据《备案须知》的规定，基金管理人应当向投资人依法依规持续披露基金募集信息、投资架构、特殊目的载体（如有）的具体信息、杠杆水平、收益分配、托管安排（如有）、资金账户信息、主要投资风险以及影响投资人合法权益的其他重大信息等。

向协会进行信息报送：根据基金业协会发布的《关于加强私募基金信息报送自律管理与优化行业服务的通知》，基金管理人应当在每季度结束之日起1个自然月内，在基金业协会资产管理业务综合报送平台（“AMBERS系统”）中更新所管理的私募股权投资基金的认缴规模、实缴规模、投资人数量、主要投资方向、投资项目监测信息等信息。

同时，基金管理人在AMBERS系统进行私募基金季度更新时，应当及时更新上传所有投资人签署的风险揭示书。在私募基金发生重大事项变更时，基金管理人应当在5个工作日内向基金业协会报送相关事项。



盲池基金中，基金管理人可能给予部分重要投资人共同投资机会的优惠权利，并承诺降低/豁免共同投资的管理费及绩效分成。为实现该等共同投资的承诺，基金管理人或其关联方在发起项目基金时，会给予该等重要投资人认购额度并可能适当豁免/降低项目基金中绩效分成的提取比例。此外，许多投资机构亦希望通过给予潜在投资人项目基金的额度及较低的管理费/业绩报酬，进而吸引该等投资人投资其发行的其他基金。

## （2）退出机制

定向分配机制：对于盲池基金，基金的项目选择主要依靠基金管理人的独立的投资判断。因此，盲池基金的项目退出通常是由基金管理人来统一决定的。但在项目基金中，投资人认购项目基金的核心原因是看好项目基金拟投资的标的企业，因此，许多专业投资人希望有权间接决定其通过项目基金退出标的企业的进度，尤其是在投资Pre-IPO公司或上市公司非公开发行和交易的股票的项目基金中更为常见。为满足一些投资人的特殊退出安排，基金设立时全体合伙人就会在LPA/补充协议中确定特定投资人提前退出/定向分配的机制。

建议基金管理人重点关注，特定投资人的定向处置要求是否已事先取得其他所有合伙人的认可，且确保前述定向处置要求不会违反基金LPA的分配机制，以避免项目退出时引发的争议。

非交易过户机制：某些项目基金处置上市公司股票退出时，投资人希望通过非现金分配（即实物分配）直接获得上市公司的股票，以便投资人能自行决定处置股票的时间及进度。然而，项目基金一般情况下仅可通过在中证登办理非交易过户的方式实现。在材料齐备的情况下，项目基金完成证券变更登记手续后，项目基金投资人可取得上市公司股票过户登记确认证明。

## 2、对外借款及担保的限制

项目基金对标的企业投资时，为锁定投资额度，项目基金往往会先对标的企业进行可转债投资。基金管理人在确定可转债投资的金额和期限时，需遵守《关于加强私募投资基金监管的若干规定》中关于基金债性投资的下述限制：

- 基金仅可为股权投资目的，为标的企业提供1年期限以内的借款、担保；
- 借款或担保到期日不得晚于股权投资退出日；且
- 借款或担保余额不得超过基金实缴金额的20%。

## 四、项目基金与其他关联基金

### 1、“后续基金设立”条款的限制

前续基金的“后续基金设立限制”条款对新项目基金的影响：许多市场化基金通常会在LPA中约定限制后续基金设立的条款。

因此，基金管理人在新设项目基金时，需查看前续关联基金的“后续基金设立限制”的条款及相关例外情形，确保新项目基金不会与前续关联基金冲突。实务中，相关例外情形包括：前续基金的各类投资载体（平行投资载体、替代投资载体、共同投资载体、联接投资载体）及专项投资基金。

项目基金的“后续基金设立限制”条款对后续新设基金的影响：根据《备案须知》的相关规定，项目基金

的LPA中需要明确规定后续基金设立的限制。

因此，建议基金管理人注意，为避免项目基金对基金GP、管理人或其关联方未来新设基金的影响，需在基金LPA的“利益冲突”条款中明确，全体合伙人认可并同意，项目基金的存续期限内，不限制基金管理人及关联方发起设立新的基金。

## 2、关联基金文件对“相关投资载体/投资工具”的限制

实务中，基金管理人或关联方发起设立的其他关联基金可能会作为投资人认购项目基金的份额。因此，在设计项目基金架构时，基金管理人还需查看关联基金的文件，以确保关联基金可投资该项目基金，且相关条款不会与关联基金的约定冲突，例如：

- 项目基金是否会被认定为关联基金的专项投资载体/共同投资载体，如适用，则需注意关联基金LPA中对其在该等载体中投资金额/比例、管理费及业绩报酬的限制；

- 关联基金文件对关联交易和利益冲突的规定。

## 3、多层资管产品嵌套限制

实务中，项目基金的投资人可能会包括一个或多个FOF基金、管理人发起设立的其他关联基金、资管计划、信托计划等。受限于《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）关于“多层嵌套限制”的规定，项目基金的直接及间接投资人中至多可再有一层私募基金或其他资管产品，除非满足《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》规定的创业投资基金及政府出资产业投资基金（“两类基金”）的例外情形。

因此，基金管理人在项目基金募集过程中需审慎核查基金及/或资管产品形式的投资人以及其上层是否嵌套其他的私募基金及/或资管产品。如存在，则需确认其满足“两类基金”的相关条件和限制。

2022-01-20