

私募基金法律

另辟蹊径：疫情之下再谈双创债

作者：周林 | 陈漾 | 张鹏翔 | 朱艺楠

导语：疫情之下，不断起伏的市场情绪使得投资人更青睐较为保守的投资方式，保持稳定的现金流成为当下投资者的诉求之一，而这一态度倾向也使得流动性相对不足的私募基金的募资愈发困难。在此种市场环境下，是否存在能够沟通起投资人诉求与私募基金募资需求的桥梁？本文旨在重拾双创债¹这一过往热点问题的基础上，探索私募基金通过符合条件的发行主体发行双创债以募集资金的可能性，以期为私募基金的募资方式提供另一种参考路径。

一、双创债及其发行主体

2017年7月31日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）发布了《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》（中国证券监督管理委员会公告〔2017〕10号）（“《指导意见》”），就上海证券交易所（“上交所”）与深圳证券交易所（“深交所”）开展创新创业公司债券（“双创债”）试点的相关工作和要求进行了明确。根据《指导意见》，双创债是指符合条件的创新创业公司、创业投资公司，依照《公司法》《证券法》《公司债券发行与交易管理办法》和其他法律法规及部门规章发行的公司债券。

根据上述定义，我们理解，双创债本身为由证监会审批和监管、在证券交易所发行、交易的公司债券，其发行主体具体包括创新创业公司和创业投资公司。

（一）创新创业公司

根据《指导意见》，所谓创新创业公司是指从事高新技术产品研发、生产和服务，或者具有创新业态、创新商业模式的中小型公司。债券承销机构应当依据下列规范性文件进行审慎筛查，就发行人是否具有创新创业特征发表明确意见：

¹ 本文提及的“双创债”指《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》中规定的创新创业公司债券。

- 国家战略性新兴产业相关发展规划；
- 《国务院关于印发〈中国制造 2025〉的通知》（国发〔2015〕28 号）及相关政策文件；
- 国务院及相关部委出台的大众创业万众创新政策文件；
- 国家及地方高新技术企业认定标准；
- 其他创新创业相关政策文件。

试点初期，重点支持以下公司发行创新创业公司债：

- 注册或主要经营地在国家“双创”示范基地、全面改革创新试验区、国家综合配套改革试验区、国家级经济技术开发区、国家高新技术产业园区和国家自主创新示范区等创新创业资源集聚区域内的公司；
- 已纳入全国中小企业股份转让系统（新三板）创新层的挂牌公司。

（二）创业投资公司

根据《指导意见》，所谓创业投资公司是指符合《私募投资基金监督管理暂行办法》（“《**私募暂行办法**”））、《创业投资企业管理暂行办法》（“《**创投暂行办法**”））等有关规定，向创新创业企业进行股权投资的公司制创业投资基金和创业投资基金管理机构。

就创业投资基金，《私募暂行办法》对其定义进行了明确，即“本办法所称创业投资基金，是指主要投资于未上市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”。《创投暂行办法》则界定了“创业投资企业”，即“在中华人民共和国境内注册设立的主要从事创业投资的企业组织”，其中“创业投资”系指，“向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式”，“创业企业”系指，“在中华人民共和国境内注册设立的处于创建或重建过程中的成长性企业，但不含已经在公开市场上市的企业”。根据《私募暂行办法》、《创投暂行办法》及各自的相关配套规范，我们理解，已在中国证券投资基金业协会（“**基金业协会**”）或发展改革部门备案为创业投资基金的公司制创业投资企业应属于《指导意见》项下的创业投资公司，可以满足主体要求。

就创业投资基金管理机构，《私募暂行办法》与《创投暂行办法》中均未有明确定义。但《私募暂行办法》规定“非公开募集资金，以进行投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，其登记备案、资金募集和投资运作适用本办法”，考虑到创业投资基金需以公司制为前提（无普通合伙人），因此，理解此处还应主要限于已在基金业协会完成登记的私募基金管理人。

二、发行双创债需满足的一般资质要求

如上所述，鉴于双创债属于《公司债券发行与交易管理办法》等法律法规中规定的公司债券，因此其除需满足《指导意见》中的特殊要求外，还需满足公司债券发行的一般性要求。根据发行方式的不同，双创债

的发行分为公开发行和非公开发行，在公开发行中，又分为面向公众公开发行以及面向合格投资者²公开发行。

（一）公开发行双创债需满足的一般资质要求

根据《中华人民共和国证券法（2019年修订）》（“《证券法》”）第十五条规定，公开发行公司债券，应当符合下列条件：

- 具备健全且运行良好的组织机构；
- 最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；
- 国务院规定的其他条件。

根据《公司债券发行与交易管理办法》（“《公司债券管理办法》”），公开发行债券的，应该满足如下条件：

- 发行人最近三年无债务违约或者延迟支付本息的事实；
- 发行人最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的 1.5 倍；
- 债券信用评级达到 AAA 级；
- 中国证监会根据投资者保护的需要规定的其他条件。

尽管有上述规定，如发行人未达到前述《公司债券管理办法》规定标准，可以选择仅向合格投资者来公开发行公司债券（俗称“小公募”），小公募也是目前市场上双创债的主流选择。

值得说明的是，根据《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》（国办发〔2020〕5号）以及《中国证监会办公厅关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》（证监办发〔2020〕14号），债券的公开发行已实行注册制改革，依法由证监会负责作出注册决定的公开发行公司债券申请，由证监会指定的证券交易所负责受理、审核。上交所也已配套出台了《上海证券交易所关于上海证券交易所公开发行公司债券实施注册制相关业务安排的通知》（上证发〔2020〕13号）对公司债券在上交所的公开发行推行注册制的相关事宜进行了明确。

（二）非公开发行双创债需满足的一般资质要求

根据《证券法》、《公司债券发行与交易管理办法》以及《非公开发行公司债券项目承接负面清单指

² 本文中的“合格投资者”是指《公司债券发行与交易管理办法》中定义的“合格投资者”，根据《公司债券发行与交易管理办法》第十四条之规定，“本办法所称合格投资者，应当具备相应的风险识别和承担能力，知悉并自行承担公司债券的投资风险，并符合下列资质条件：（一）经有关金融监管部门批准设立的金融机构，包括证券公司、基金管理公司及其子公司、期货公司、商业银行、保险公司和信托公司等，以及经中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）登记的私募基金管理人；（二）上述金融机构面向投资者发行的理财产品，包括但不限于证券公司资产管理产品、基金及基金子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品以及经基金业协会备案的私募基金；（三）净资产不低于人民币一千万元的企事业单位法人、合伙企业；（四）合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）；（五）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；（六）名下金融资产不低于人民币三百万元的个人投资者；（七）经中国证监会认可的其他合格投资者。前款所称金融资产包括银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货权益等；理财产品、合伙企业拟将主要资产投向单一债券，需要穿透核查最终投资者是否为合格投资者并合并计算投资者人数，具体标准由基金业协会规定。证券自律组织可以在本办法规定的基础上，设定更为严格的合格投资者资质。”

引（2019 修订）》，非公开发行双创债应当满足下列要求：

- 发行对象只能向合格投资者发行，且每次发行对象不得超过 200 人；
- 承销机构或依据规定自行销售的发行人需向中国证券业协会备案。

非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，具体为：

1. 存在以下情形的发行人

- (1) 最近 24 个月内公司财务会计文件存在虚假记载，或公司存在其他重大违法行为；
- (2) 对已发行的公司债券或者其他债务有违约或迟延履行本息的事实，仍处于继续状态；
- (3) 存在违规对外担保或者资金被关联方或第三方以借款、代偿债务、代垫款项等方式违规占用的情形，仍处于继续状态；
- (4) 最近 12 个月内因违反公司债券相关规定被中国证监会采取行政监管措施，或最近 6 个月内因违反公司债券相关规定被证券交易所等自律组织采取纪律处分，尚未完成整改的；
- (5) 最近两年内财务报表曾被注册会计师出具保留意见且保留意见所涉及事项的重大影响尚未消除，或被注册会计师出具否定意见或者无法表示意见的审计报告；
- (6) 因严重违法失信行为，被有权部门认定为失信被执行人、失信生产经营单位或者其他失信单位，并被暂停或限制发行公司债券；
- (7) 擅自改变前次发行公司债券募集资金的用途而未做纠正；
- (8) 本次发行募集资金用途违反相关法律法规或募集资金投向不符合国家产业政策；
- (9) 除金融类企业外，本次发行债券募集资金用途为持有以交易为目的的金融资产、委托理财等财务性投资，或本次发行债券募集资金用途为直接或间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司；
- (10) 本次发行文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；
- (11) 存在严重损害投资者合法权益和社会公共利益情形。

2. 以下特殊行业或类型的发行人

- (1) 地方融资平台公司。本条所指的地方融资平台公司是指根据国务院相关文件规定，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体；
- (2) 主管部门认定的存在“闲置土地”、“炒地”、“捂盘惜售”、“哄抬房价”等违法违规行为的房地产公司；
- (3) 典当行；
- (4) 未能同时满足以下条件的担保公司：经营融资担保业务满 3 年、注册资本不低于人民币 6 亿元、主体信用评级 AA 级（含）以上以及近三年无重大违法违规行为；

- (5) 未能同时满足以下条件的小贷公司：经省级主管机关批准设立或备案，且成立时间满 2 年、省级监管评级或考核评级最近两年连续达到最高等级以及主体信用评级达到 AA 级（含）以上。

此外，值得注意的是，非公开发行的双创债可以附可转换成股份的条款。附可转换成股份条款的创新创业公司债，应当符合中国证监会相关监管规定。债券持有人行使转股权后，发行人股东人数不得超过 200 人。新三板挂牌公司发行的附可转换成股份条款的创新创业公司债，转换成挂牌公司股份时，减免股份登记费用及转换手续费。

三、市场案例及观察

（一）案例列举

根据我们在公开网络上的适当检索，在实践中存在若干双创债已被成功发行的案例，本文选取其中部分案例并列举如下：

#	发行人	出资结构	募集规模	上市时间	募集说明书中注明的募资用途及备注
1.	某科创集团有限公司	某区国资委持股 100%	不超过人民币 3 亿元	2020 年 4 月	本期债券所募资金扣除发行费用后，全部通过直接投资、投资或设立基金等方式，专项投资于种子期、初创期、成长期的创新创业公司的股权。
2.	某股份有限公司	实际控制人为某政府机构	人民币 5 亿元	2020 年 4 月	本期债券所募资金扣除发行费用后，全部通过直接投资、投资或设立基金等方式，专项投资于种子期、初创期、成长期的创新创业公司的股权。 计划投向可能包括： (1) 某基金管理人（发行人认缴出资比例为 49%）管理的基金； (2) 某母基金（发行人通过有限合伙人的间接认缴出资比例为 34.3%）旗下的子基金。
3.	某有限责任公司	国务院持股 100%	不超过人民币 12 亿元	2020 年 3 月	本期债券募集资金全部用于置换通过基金投资于种子期、初创期、成长期的创业创新公司的股权投资资金。
4.	某创投公司 A	实际控制人为某市人民政府国资委	不超过人民币 5 亿元	2019 年 8 月	本期债券募集资金扣除发行费用后，全部通过直接投资、投资或设立基金等方式，专项投资于种子期、初创期、成长期的创新创业公司的股权。 计划投向可能包括： (1) 某拟设立的股权投资基金 A（基金管理人拟为发行人，发行人认缴比例为 60%）；

#	发行人	出资结构	募集规模	上市时间	募集说明书中注明的募资用途及备注
					(2) 某拟设立的股权投资基金 B（基金管理人拟为发行人，发行人认缴比例为 50%）。
5.	某创投公司 B	包含某国有企业的间接出资	不超过人民币 5,000 万元	2019 年 4 月	本期发行公司债券募集资金主要通过直接投资、或设立契约型基金、公司型基金、以及设立有限合伙企业等方式专项投资于种子期、初创期、成长期的创新创业公司的股权。 计划投向包括： 发行人在 2019-2020 年计划募集的基金，在该等基金中发行人作为 GP 或基石 LP，预计出资比例 1%-10% 不等。
6.	某创投公司 C	包含某市人民政府国资委的直接出资	不超过人民币 9.5 亿元	2018 年 5 月	扣除发行费用后，全部用于公司直接或设立基金投资创新创业公司的股权。
7.	某投资管理公司	新三板挂牌投资机构	不超过人民币 18 亿元	2017 年 5 月	扣除发行相关费用后，剩下部分全部通过直接投资，或设立契约型基金、公司型基金，以及设立有限合伙企业等方式投资于种子期、初创期、成长期的创业创新公司的股权。

（二）观察与展望

1. 债券发行人的特点

从上表中的案例不难看出，发行人中具有国资背景的创业投资基金管理机构居多。我们理解，主要的原因在于一方面这类创业投资基金管理机构有向创投基金投资的资金需求；另一方面这类创业投资基金管理机构自身资质符合债券发行的要求，具备债券发行成功的条件。目前《证券法》的修订以及注册制的推行在一定程度上降低准入门槛，以“小公募”方式发行也是更多创业投资基金和创业投资基金管理机构可以考虑的选择。

2. 募资投向

募资投向是募资说明书中需向投资人说明的核心事项。《证券法》第十五条规定，“公开发行公司债券筹集的资金，必须按照公司债券募集办法所列资金用途使用”，《公司债券管理办法》第十五条规定，“公开发行公司债券，募集资金应当用于核准的用途；非公开发行公司债券，募集资金应当用于约定的用途。除金融类企业外，募集资金不得转借他人。发行人应当指定专项账户，用于公司债券募集资金的接收、存储、划转与本息偿付”。

对双创债而言，根据《指导意见》，对于发行双创债所募得的资金，“应专项投资于种子期、初创期、

成长期的创新创业公司的股权”，创新创业公司是指，“从事高新技术产品研发、生产和服务，或者具有创新业态、创新商业模式的中小型公司”。上述检索到的相关案例中，各发行人也就拟募集资金的用途进行了明确说明。

就募集用途需补充说明的是，《指导意见》虽明确了所募资金的最终投向，但未对投资方式予以明确，也即除直接用于股权投资外，通过发行双创债所募资金是否可以通过投资于其他基金间接进行股权投资。从上表中列举的案例可以看出，实践中，大部分双创债的发行主体会将“发行双创债所募资金通过设立基金的方式间接投资于符合条件的创新创业公司股权”这一投资方式写入“募集用途”中，并且已得到证监会的核准。因此，我们理解发行双创债所募资金通过发起设立私募基金间接投资于符合条件的创新创业企业这一投资方式在实践中也被监管部门接受和允许。

3. 双创债之外的募资探索

除双创债以外，发改委和银行间交易市场也存在类似于双创债的债务融资工具。国家发改委于 2015 年 11 月 9 日印发了《双创孵化专项债券发行指引》，对提供“双创孵化”服务的产业类企业或园区经营公司发行双创孵化专项债券提供了政策支持，符合条件的双创孵化投资基金、及其股东或有限合伙人也可参照上述指引发行双创孵化专项债券，扩大双创孵化投资基金的资本规模。

中国银行间市场交易商协会于 2019 年 9 月 2 日发布了《关于发布〈双创专项债务融资工具信息披露表〉的公告》（中国银行间市场交易商协会公告〔2019〕17 号）（“17 号公告”），用于指导非金融企业在银行间市场发行的，募集资金通过投债联动的模式用于支持科技创新企业发展的债务融资工具的发行。但就发行主体，17 号公告规定，“发行主体应为具备良好盈利能力及偿债能力的实体产业运营主体，国有资本投资、运营公司，园区经营企业等向科技创新领域具有股权投资需求的企业”。

除此之外，实践中也存在包括基金管理人在内的发行主体根据《企业债券管理条例》等规定发行企业债券、根据《公司债券管理办法》等规定直接发行公司债券的情形。2018 年 9 月 19 日，国家发改委发布了关于浙江省国有资本运营有限公司发行公司债券核准的批复（发改企业债券〔2018〕139 号），成为“资管新规”后首个批复的基金债。某国有企业设立的基金管理人于 2020 年 3 月成功发行公司债券，募集资金用于作为有限合伙人对 3 支私募基金进行出资。

综上所述，在目前募资环境相对困难的情况下，通过发行债券进行募资，对于规模较大，运营稳定的创新创业企业、创投基金管理机构、创投基金，是一个可供考虑的选择。《证券法》的修订，以及债券公开发行的注册制改革，对于基金债的发行也创造了更好的制度环境。《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》（2020.2.14）专门提到“推动 G60 科创走廊相关机构在银行间债券市场、交易所债券市场发行创业投资基金类债券、双创债务融资工具、双创金融债券和创新创业公司债”。对于后续阶段债券在私募基金市场上的应用和影响，我们也将保持关注。

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：

周林

电话： +86 10 8516 4188

Email: lin.zhou@hankunlaw.com

陈漾

电话： +86 10 8525 5554

Email: yang.chen@hankunlaw.com