

“明股实债” 夹层私募爆雷 中粮地产项目 资金去向成迷

房地产公司与私募基金之间签订股东协议，私募基金发行产品募资；爆雷后，投资者陷入维权困境

地产股权融资最盛的 2016 年，中粮集团旗下的中粮地产（集团）股份有限公司（000031.SZ 下称“中粮地产”）的一个项目公司需要融资，找到上海景润股权投资基金管理公司（下称“景润基金”）。景润基金发行了一款专项私募产品，向社会面募集资金参与中粮地产公司项目股权投资，中粮地产提供了流动性支持和回购条款。

时过境迁，景润基金产品违约，中粮地产方面认为这是股东之间的纠纷，无责任对私募产品投资者负责。一时间，投资者投诉无门。

这样的情况是我国私募股权基金特定历史阶段的典型缩影，在房企实际会计处理中，不少房企为掩盖负债规模，通过“明股实债”方式开展融资，这些融资会记入少数股东权益科目。在 2017 年之前，市场确实存在不少明股实债的房地产私募基金。

“通过‘明股实债’等方式，企业往往可以将负债隐藏，体现资产，

但不体现负债（往往转为权益）。这样就会使得实际负债水平远高于表面的资产负债率。”一位业内人士表示，通过层层通道包装，把原来属于借债形成的资金，包装成了股权，这显然是违背会计准则的。这些做法常见于民营房企，这一案例表明，国有房企也没少做。

“中国私募基金行业发展迅猛，遗憾的是仍然未逃脱千年不愈的非法集资顽疾的纠缠。很快私募基金也成了不法分子集资的称手工具，并在当年互联网金融大潮裹挟下，呈现愈演愈烈态势。”北京大成律师事务所高级合伙人李寿双表示，2018年《资管新规》出台后，各部门各条线纷纷出台了相应规则，打击资金池、多层嵌套、监管套利等金融乱象。

私募行业监管政策频发的当下，再来回看该案例，亦是对市场各方的警示。

I. 项目细节

中粮成都金牛祥云里项目专项私募基金（下称“中粮祥云里”）为契约型私募基金，通过认购上海景时宾华投资中心（有限合伙）（下称“景时宾华”）夹层级份额，从而间接投资成都金牛区祥云里房地产开发项目。

中粮祥云里的投资标的，具体项目位于成都市金牛区西华街道侯家桥社区，预计项目开发周期为 3 年，景时宾华基金出资 3920 万元获取项目公司 49% 的股权。产品规划建成高品质高层住宅、联排别墅、社区底商和独栋商业。中粮祥云里向项目公司提供股东借款 1.96 亿元，时间不超过 2 年。

景时宾华的基金管理人为景润基金，后者为上海景荣投资管理有限公司（下称“景荣投资”）的全资子公司。景荣投资是 2014 年前后较为活跃的不动产基金，顶峰管理规模近 120 亿元。景润基金于 2015 年 1 月在基金业协会登记备案，目前协会官网显示其状态为失联（异常）状态，景润基金旗下产品名字出现中粮字样的数量为 6 个。

根据约定，中粮地产成都子公司在该地产项目公司——成都怡悦置业有限公司（下称“怡悦置业”）销售进度完成 90% 或满 3 年时，可按公允价值要约回购景时宾华基金的股权。在出资比例上，中粮地产成都出资 4080 万元，持股比例 51%，景时宾华出资 3920 万元，持股 49%。

与此同时，中粮地产及其成都分公司提供了流动性支持，承诺在项目公司开发过程中，如果出现运营资金缺口，会提供股东支持。

中粮祥云里基金的夹层式结构分为 A1、A2、B 三个部分，A1 为优

先级份额，规模 1.96 亿元，约定不超过 2 年持有期；A2 为夹层级份额，共 6800 万元，为 2+1 年期限；B 为劣后级份额，3 年持有期。此外，还有一个 GP 的劣后级份额，500 万元持有 3 年，该部分由基金管理人景润基金认购，母基金在没有归还通过社会募集的基金类本金之前，GP 不收回本金。

A1 类产品的起购金额为 100 万元，存续期内的每年业绩比较基准为 9.5%、10%、10.5% 三档，认购区间分别是 100-300 万元、300-600 万元、600 万元以上，按每年分配投资收益。

针对 A2 部分，发行规模 6700 万元，起购金额也是 100 万元，也是每年分配投资收益。具体还分为 A2a、A2b、A2c 三种份额类型，分别对应的投资金额区间是 100 万-300 万、300 万-600 万、大于 600 万，相应的业绩比较基准为 10.5%、11%、11.5%。这也是社会投资者资金的大头，涉及几十位投资人。

II. 资金去向

从中粮祥云里基金的结构就能看出，景时宾华持有项目公司——成都怡悦置业有限公司（下称“怡悦置业”）49%的股权，就是将社会募集的投资人资金，以股权的方式进入怡悦置业。

这并非真正的股权投资，而是明股实债。因为按照合同规定，地产项目销售进度完成 90%或满 3 年时，中粮地产可按公允价值要约回购景时宾华基金的 49%的股权，如此一来，社会投资人的资金就可以退出。

2018 年，A2 类项目投资者的退出时间到了，但中粮地产方面并未完成回购，而是出借了 1 亿元资金给景时宾华还款给投资人。2021 年，中粮地产的成都项目公司怡悦置业又起诉景时宾华要求还款，拿走了 B 类投资者的债权。相当于社会资金的投资者股权对家消失，景时宾华的的母公司景润基金被基金业协会注销后，投资者更是投诉无门。

彼时 2016 年，位于上海的一家名为华设资产管理（上海）有限公司（下称“华设财富”）的第三方代销机构主推中粮祥云里基金。A2 投资人在 2016 年购买产品后，如期拿到了 2017 年的业绩分红，但 2018 年、2019 年产品相继到期后，本息再无音讯。

华设财富投后工作人员陆续离职，实控人、法定代表姜某沟通渠道亦不畅。投资者随后找到中粮地产高管讨要说法，得到回应是：“1 亿借款是股东之间的纠纷，投资者需要找基金管理人维权，中粮方面管不了。”

“这笔借款存在猫腻。表面上是股东借款，实际上，景时宾华的 49%

的股权是要求中粮方面回购退出。中粮作为央企向其他企业放贷是有严格要求的，景时宾华一家没有任何实体经营和抵押物的有限合伙公司，为什么中粮的董事局成员愿意出借 1.48 亿？”一位投资者代表认为，大概率只有一种可能，整个项目运作是通过借款的方式把钱套走了。

对于投资者的退出、纠纷借款的初衷、中粮内部查处了哪位项目高管等关键问题，投资者在维权过程中均未得到中粮方面的回复。而项目资金的去向、有无内部人员从中获利等信息，亦是无从考究。

“中粮地产通过景润发行的另外几个私募，都没有正常退出，其中一个项目，是因为投资者哭闹太多，甚至拉横幅以死相逼，中粮方面才出面退出。”上述投资者代表介绍。

一位接近中粮集团的人士表示：“投资者买的产品属于私募基金，应向管理人景时宾华维权。中粮地产成都当时为何没有进行回购操作，这是中粮与景时宾华之间的纠纷。如果基金方违约，中粮一定就要回购吗？”

针对借款，近日中粮地产方面表示，基于《投资协议》约定，项目公司资金富余时，可按股权比例向股东双方提供反向借款。2018 年 9 月 6 日公司第九届董事会第二十五次会议审议同意项目公司与景时

宾华签署《借款协议》，项目公司向景时宾华提供不超过人民币 1 亿元的借款，并约定该笔借款将从景时宾华退出项目的股权收购款中抵扣。

据《投资协议》约定，景时宾华于 2019 年 9 月达到退出条件，由于股东双方对未售车位的估价方式存在争议，导致景时宾华的股权未能通过签订股权转让协议的方式实现退出，景时宾华欠付项目公司的部分借款也未能通过其转让股权的方式予以偿还。

由于景时宾华未能按时偿还全部借款本息，项目公司于 2020 年向法院提起诉讼要求景时宾华偿还欠款本息，最终成都市中级人民法院判决项目公司胜诉。法院在执行过程中，将景时宾华持有项目公司 49% 的股权进行了法拍，成都公司参与法拍取得项目公司股权，并将股权转让款支付给项目公司。该诉讼已由成都中院于 2020 年 12 月 25 日审理结案。

III. 私募监管路在何方？

近期，有关私募行业监管文件频频发布，也代表着私募乱象打击力度正在持续加大。2023 年 7 月 9 日，国务院总理李强日前签署国务院令，公布《私募投资基金监督管理条例》（下称《条例》），自 2023 年 9 月 1 日起施行。

目前，私募行业最高级别的专门规范是证监会 2014 年出台的《私募投资基金监督管理暂行办法》。但在实践中，《私募办法》属于部门规章，存在法规层级低、处罚力度受限等短板，并没有与其他法律法规有效形成合力，行业一直缺乏顶层设计。

业界普遍认为，《条例》的出台可以弥补《基金法》和《私募办法》之间的空白，将私募证券投资基金及私募股权投资基金的监管权限捋顺收归，形成“《基金法》—《私募条例》—《私募办法》”的法律框架体系，在私募基金领域实现功能监管。

《条例》共 7 章 62 条，内容涵盖私募基金管理人和私募基金托管人、资金募集和投资运作、创业投资基金的特别规定等多方面。截至 2023 年 5 月，在基金业协会登记的私募基金管理人 2.2 万家，管理基金数量 15.3 万只，管理基金规模 21 万亿元左右。

“《条例》划定了展业的底线要求，由于不是行政许可，相关内容并不构成准入条件。”一位业内人士表示，早在私募监管还未从证监会基金部“分家”前，该《条例》相关内容就在筹划，此次行政法规的正式出台，可谓是“十年磨一剑”。

《条例》中的主要监管原则和要求已在此前发布的监管规则中有所体

现，行业已有认同度和预期，比如，基金业协会的《私募投资基金登记备案办法》很多要求和《条例》是一致的。

2023年2月24日，中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会或协会）发布《私募投资基金登记备案办法》（以下简称《私募新规》）。李寿双认为，这场史无前例的资本市场规则大修浪潮，升级了中国私募基金行业的自律监管规则，开启了私募基金行业监管新纪元。

私募新规大幅提高了私募基金管理人的设立门槛，提出了“实缴货币资本不低于1000万元”的要求，与持牌金融机构的注册资本实缴要求基本看齐；管理人高管人员还应当具有五年以上相应领域的相关工作经验，例如金融机构高管等，基本思路是将“圈外人”排除在外。

《私募新规》对现行碎片化的规则进行系统整合，将私募行业的监管与类金融机构的监管看齐，并一改以往原则性的表述，从资本金、股东资质、实控人资质、高管资质等多个方面制定了具体和量化的监管指标，且较以往更为严格，体现了监管治理私募乱象、扶优限劣的决心。