



房地产私募基金：

募、投、管、退中的疑难精解

孟庆君 等 著

FANGDICHAN SIMU JIJIN
MU TOU GUAN TUI
ZHONG DE
YINAN JINGJIE



首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press



房地产私募基金： 募、投、管、退中的疑难精解

孟庆君 等◎著

FANGDICHAN SIMU JIJIN
MU TOU GUAN TUI
ZHONG DE
YINAN JINGJIE

 首都经济贸易大学出版社
Capital University of Economics and Business Press

· 北 京 ·

房地产私募基金：募、投、管、退中的疑难精解/孟庆君等著. —北京：首都经济贸易大学出版社，2014.3

ISBN 978 - 7 - 5638 - 2217 - 1

I. ①房… II. ①孟… III. ①房地产—私人投资—基金—研究—中国
IV. ①F299.233.5 ②F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2014）第 043297 号

房地产私募基金：募、投、管、退中的疑难精解
孟庆君 等著

出版发行 首都经济贸易大学出版社

地 址 北京市朝阳区红庙（邮编 100026）

电 话 （010）65976483 65065761 65071505（传真）

网 址 <http://www.sjmcb.com>

E-mail publish@cueb.edu.cn

经 销 全国新华书店

照 排 首都经济贸易大学出版社激光照排服务部

印 刷 北京市泰锐印刷有限责任公司

开 本 710 毫米×1000 毫米 1/16

字 数 176 千字

印 张 10

版 次 2014 年 3 月第 1 版 2014 年 3 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978 - 7 - 5638 - 2217 - 1/F · 1258

定 价 28.00 元

图书印装若有质量问题，本社负责调换
版权所有 侵权必究

前 言

私募股权投资基金因中国《合伙企业法》《公司法》的修改，而找到了合适的投资载体；由于中国房地产政策的调控，而找到了一片投资蓝海。

北京德和衡律师事务所投行业务团队于2010年开始接触房地产基金的投资，在提供投资顾问的过程中，我们发现了其中的不少问题，引起了我们广泛的思考。为此，我们把执业过程中的一些想法和建议总结下来，以期对同行和业界有所帮助。

第一篇房地产基金的设立，其中，我们抛开了一般的设立描述，而是对有限合伙制房地产基金设立过程中发现的一些问题进行了总结，根据房地产基金的特点，在目前的法律体系下探索房地产基金结构化设计、GP和LP相互关系、组织架构搭建、利润分配、关联交易、竞业禁止等当前热点问题，并提出在目前法律规制下解决问题的办法。

第二篇房地产基金投资的尽职调查，这一篇共包括三章，主要内容包括：针对房地产政策等的市场调查，这里我们创建了一套行之有效的调查体系；针对企业和项目的财务调查，专门对房地产开发商实际经营的特点和目前投资人的关注点、投资风控点等进行了具体陈述；针对基金投资的法律尽职调查，通过案例分析展示法律风险点和需要注意的问题。这一篇其中内容可能会让一些读者疑惑：作者不是律师吗？市场尽职调查、财务尽职调查，并不是作者的专业啊！没错，但我们多是复合型律师，法律尽职调查自不必多言，而根据房地产基金目前投资的特点，我们也在提供跨界投资顾问服务，并得到了客户的认可。

第三篇房地产基金的投资模式，也包括三章，对“股+债”的投资模式、可转换投资、房地产基金投资的创新模式等进行了阐述。对“股+债”的投资模式，重点体现了我们对现阶段房地产基金夹层投资模式的一

些看法和设想。因为中国房地产受调控，房地产企业首发上市和上市后再融资的直接融资方式受阻，银行贷款的间接融资方式更是难以给力，在这种情况下，房地产基金应运而生。但是，受制于退出渠道的不通畅，也因为中国投资人的不成熟，当前房地产基金债性特点突出，操作方式上以“股+债”为主，对此我们一方面对“股+债”模式作了重点分析，另一方面也呼唤真正的股权投资模式的房地产基金的发展。对房地产基金可转换投资的探索，我们从保护投资人的角度出发，根据优先和劣后投资人的风险偏好，对房地产基金“过桥投资”和“并购投资”两种投资方式、内部和外部两部分风险控制、封闭期和开放期两个时点等，进行有效衔接，构建一种新的另类投资模式。对房地产基金的若干创新模式，我们进行了一些比较深入的设计和探讨。从第三篇可以看出，房地产基金可以推动房地产市场的健康发展，同时，也是金融市场的重要组成部分，作用不可或缺。

第四篇房地产基金的投后管理，包含有我们对房地产基金行业的重要期待。很多房地产基金投资在投后管理方面不重视，交易模式和风控措施再好，没有良好的投后管理，也很难抵御风险。本篇包括两章，其中一章从必要性角度出发，同时也提出了一些投后管理原则；另一章则从实操性角度出发，非常细化地提出了房地产基金的投后管理方案，其中部分内容也不乏与第二篇尽职调查遥相呼应。

第五篇房地产基金的退出，是源于我们在实践中看到有些房地产基金虎头蛇尾的表现，房地产基金退出阶段正在积聚很多重大法律风险，我们不得不提示。本篇通过四个实际案例分别从不同视角分析房地产基金退出时发生的问题。既有程序上违反投资决策程序的，应该尽职调查而没有尽职调查的；也有实体上自我违反投资交割法律文件约定的，导致融资方、投资方权利互失的；还有房地产基金到期找不到合适项目而不顾风险急投的；这些案例非常具有典型性。

本书内容贯穿了房地产基金募、投、管、退的各个阶段，虽然本书体系以独立篇章形式完成，但前后各篇、各章节都有紧密的联系。

纵观私募股权投资基金界，专门针对中国房地产投资实际问题的著作很少，本书的实用价值和理论价值都较大。本书实际上系我们投行业务团队的一些经验和总结，对律师、会计师等中介机构的同行执业会有帮助；对基金管理人、资产管理公司、信托公司等投行机构也会有所帮助；另外，希望本书对房地产私募股权投资基金行业的发展会有所裨益。

受制于接触案例和材料有限以及认知水平的局限，本书中的错误和不足之处在所难免，但无论是中国改革开放的进程，还是房地产基金行业的探索，摸着石头过河的勇气都不可缺少。我们将虚心接受读者的批评和指正，期待未来有机会再版时，能进行有效的改进。

本书的写作恰逢北京德和衡律师事务所所属的德衡律师集团执业 20 周年，本书也是我们团队向德衡律师集团成功执业 20 周年的献礼。

孟庆君
于北京永安东里
2014 年 1 月 21 日

目 录

第一篇 房地产基金的设立

第一章 有限合伙制房地产基金设立中的重要问题分析	2
一、“国有企业”成为普通合伙人问题	2
二、有限合伙结构化问题	5
三、合伙人受托管理问题	6
四、有限合伙人参与投资决策问题	7
五、关联交易问题	9
六、管理方绩效分配问题	10
七、有限合伙利润分配模式问题	11
八、有限合伙人退伙与退资问题	13
九、普通合伙人竞业禁止问题	14
十、备案监管问题	16

第二篇 房地产基金投资的尽职调查

第二章 房地产基金投资的市场尽职调查	26
一、市场尽职调查的背景	26
二、市场尽职调查的内容	27
三、市场尽职调查的方法	33
四、市场尽职调查中的不足	35
第三章 房地产基金投资的财务尽职调查	36
一、财务尽职调查的现状分析	36

二、目标公司的财务尽职调查	37
三、拟融资项目的财务尽职调查	42
四、财务尽职调查后的投资决策	45
第四章 房地产基金投资的法律尽职调查	47
一、历史沿革	47
二、出资程序	48
三、独立性	50
四、股权结构	51
五、重大合同	53
六、知识产权	57
七、运营模式	58
八、债权债务	60
九、担保事项	61
十、重大诉讼、仲裁、行政处罚	62

第三篇 房地产基金的投资模式

第五章 房地产基金投资的“股+债”模式	66
一、“股+债”投资模式的发展动因	66
二、“股+债”投资模式的操作实务	69
三、“股+债”投资模式的监管现状	75
第六章 房地产基金投资中的“可转换投资”	77
一、募资阶段的投资人结构化安排	77
二、投资阶段的投资结构化安排	78
三、房地产基金结构化募投的核心	80
四、房地产基金结构化投资的风险管控	80
第七章 房地产基金投资的若干创新模式	83
一、直接并购房地产项目	83
二、杠杆式收购方案设计的创新	85

三、商业地产项目投融资模式创新	87
四、房地产基金的阳光化募投模式创新	92

第四篇 房地产基金的投后管理

第八章 房地产基金投后管理的必要性	98
一、房地产基金行业的发展现状	98
二、投后管理的必要性	99
第九章 房地产基金投后管理的实践	104
一、投后管理的重要原则	104
二、投后管理的影响因素	108
三、投后管理的工作方法	109
四、投后管理的主要内容	112

第五篇 房地产基金的退出

第十章 房地产基金退出中的问题与分析	142
一、投资退出不彻底招致风险	142
二、延期退出时程序缺失	143
三、再投资时严重违反投资决策程序	144
四、再投资时险陷纠纷	146
后 记	148

第一篇 房地产基金的设立

第一章 有限合伙制房地产基金 设立中的重要问题分析

近些年来，随着房地产业的迅猛发展，房地产基金如雨后春笋般涌现。考虑到合伙企业较公司制而言具有灵活性、不重复征税等优点，在组织形式上，房地产基金大多选择有限合伙形式。而从目前有限合伙制房地产基金的设立来看，常出现一些与现行法律法规或监管政策不和谐之处。本文通过探讨有限合伙制房地产基金设立的主要问题，以期对拟设或已设的有限合伙制房地产基金有所启示。

一、“国有企业”成为普通合伙人问题

近年来，有限合伙制房地产基金方兴未艾，一些含有国有股的企业，尤其是投资型企业跃跃欲试，纷纷计划踏足房地产基金领域。而这些企业是否能够成为有限合伙制房地产基金的普通合伙人，是一个值得研究的现实问题。

依据《中华人民共和国合伙企业法》第三条规定：“国有独资公司、国有企业、上市公司以及公益性的事业单位、社会团体不得成为普通合伙人。”由此，国有独资公司毫无疑问地被排除在普通合伙人的范围之外，但是，由于对“国有企业”目前尚缺少法律上的清晰界定，除国有独资公司外，其他含有国有股的企业，哪些可以、哪些不可以成为普通合伙人，则需要进一步探究。

就目前来看，对于“国有企业”，法律层面并无清晰界定，而在一些部委、国务院直属机构的规范性文件中，阐述也并不统一。



（一）国家统计局、国家工商行政管理总局的文件规定

国家统计局、国家工商行政管理总局于 1998 年颁布、2011 年修订的《关于划分企业登记注册类型的规定》，其中第三条规定：“国有企业是指企业全部资产归国家所有，并按《中华人民共和国企业法人登记管理条例》规定登记注册的非公司制的经济组织。不包括有限责任公司中的国有独资公司”。

（二）国家统计局的文件规定

《国家统计局关于对国有公司企业认定意见的函》（国统函〔2003〕44 号）中的阐述是：“公安部：你部《关于征求对国有公司企业认定问题意见的函》（公经〔2003〕368 号）收悉。经研究，现提出如下意见：我们认为，国有企业有广义、狭义之分。广义的国有企业是指具有国家资本金的企业，可分为三个层次：一、纯国有企业，包括国有独资企业、国有独资公司和国有联营企业三种形式，企业的资本金全部为国家所有。二、国有控股企业。根据国家统计局《关于统计上国有经济控股情况的分类办法》的规定，国有控股包括国有绝对控股和国有相对控股两种形式。国有绝对控股企业是指在企业的全部资本中，国家资本（股本）所占比例大于 50% 的企业。国有相对控股企业（含协议控制）是指在企业的全部资本中，国家资本（股本）所占的比例虽未大于 50%，但相对大于企业中的其他经济成分所占比例的企业（相对控股）；或者虽不大于其他经济成分，但根据协议规定，由国家拥有实际控制权的企业（协议控制）。三、国有参股企业，是指具有部分国家资本金，但国家不控股的企业。国有与其他所有制的联营企业，按照上述原则分别划归第二、三层次中。狭义的国有企业，仅指纯国有企业。”

（三）国家发展和改革委员会的文件规定

国家发展和改革委员会办公厅于 2012 年 6 月 14 日发布的《关于印发全国股权投资企业备案管理工作会议纪要和股权投资企业备案文件指引/标准文本的通知》（发改办财金〔2012〕1595 号），其中之一的《股权投资企业合伙协议指引》对普通合伙人的脚注阐释是：“根据《中华

《中华人民共和国合伙企业法》第三条规定，以及《关于促进股权投资企业规范发展的通知》（发改办财金【2011】2864号）第一条关于股权投资企业应当遵照公司法、合伙企业法有关规定设立的要求，国有独资公司、国有企业、上市公司以及公益性的事业单位不得成为股权投资企业的普通合伙人。本指引所称‘国有企业’，系指国有股权合计达到或超过50%的企业”。

综上所述，对于国有企业概念的界定，在法律法规缺失的情况下，不同部委、不同部门给出了不同的理解，从全部资产归国家所有的非公司制经济组织到广义上涵盖全部资产归国家所有、国有控股、国有参股的企业，再到国有股权合计不少于50%的企业。针对有限合伙制房地产基金而言，对其影响较大、值得关注的是（一）（三）文件的相关规定。从这两个文件来看，对于全部资产归国家所有的非公司制经济组织是国有企业，而国有相对控股企业（国有股权合计不到50%）和国有参股企业不是国有企业，意见比较一致，而分歧主要在于国有绝对控股企业（国有股权合计不少于50%）是否应被认定为国有企业。从（一）（三）文件规定可以看到，国家工商总局不认为其是国有企业，国家发展和改革委员会却认为其构成国有企业。

由于国家工商总局与国家发展和改革委员会认识不一致，可能会导致下列情形的出现：国有绝对控股企业作为普通合伙人注册有限合伙企业，通过了工商局的审核，但是，该有限合伙企业申请股权投资企业备案时，却无法得到国家发展和改革委员会的认可。

为了规避上述问题，实践中，有的基金管理机构，作为国有绝对控股企业，采用了委托管理模式，即另外设立一家机构作为有限合伙企业的普通合伙人，然后委托原先的国有基金管理机构来进行管理，这种模式在某些区域内获得了相关部门的认可。不过，该模式是否具有普适性，还有待进一步考察。

另外，随着房地产基金的监管权由国家发展和改革委员会移交至中国证监会，在国有企业认定上是否会发生改变，尚未可知。但是，无论如



何，在此呼吁，尽快在法律法规层面对国有企业给出一个清晰界定，以统一思想，消除实践中的矛盾与冲突。

二、有限合伙结构化问题

《中华人民共和国合伙企业法》第二条规定：“本法所称合伙企业，是指自然人、法人和其他组织依照本法在中国境内设立的普通合伙企业和有限合伙企业。”

国家发展改革委办公厅《关于促进股权投资企业规范发展的通知》（发改办财金〔2011〕2864号）第一条第（四）项投资者人数限制规定：“股权投资企业的投资者人数应当符合《中华人民共和国公司法》和《中华人民共和国合伙企业法》的规定。投资者为集合资金信托、合伙企业等非法人机构的，应打通核查最终的自然人和法人机构是否为合格投资者，并打通计算投资者总数，但投资者为股权投资母基金的除外”。

《信托公司集合资金信托计划管理办法》（中国银行业监督管理委员会令2009年第1号）第五条规定：“信托公司设立信托计划，应当符合以下要求：（三）单个信托计划的自然人人数不得超过50人，但单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制。”

《证券登记结算管理办法》（中国证券监督管理委员会令第65号）第十九条规定：“投资者开立证券账户应当向证券登记结算机构提出申请。前款所称投资者包括中国公民、中国法人、中国合伙企业及法律、行政法规、中国证监会规章规定的其他投资者。”

从上述规定来看，显然国家发改委的规定值得探讨。我们认为，国家发改委的文件虽然是对投资者人数限制作出规定，但实际有否定有限合伙企业主体资格的问题。其一，集合资金信托单笔信托金额在300万元以上的投资者本身就在一定程度上反映了资金实力和风险承受能力，因国家发改委的规定可能存在无法担任有限合伙投资者问题。相反单笔信托是小额的，却可能有机会。这确实让人费解。其二，我国对拟上市公司股东人数

的要求非常严格，而合伙企业可以成为拟上市公司股东，这似乎也在说明国家发改委的该规定不适宜。其三，国家发改委的该规定本身就与《合伙企业法》存在冲突，其他组织可以设立有限合伙企业。

探讨国家发改委的现行规定，实际上是在讨论目前有限合伙制基金结构化设计问题。我们认为，国家发改委的该规定，极大地限制了金融创新。但从对实践操作层面的分析来看，似乎不应成为有限合伙制基金结构化创新的障碍。

三、合伙人受托管理问题

有限合伙制房地产基金，一般由基金管理机构作为普通合伙人，与若干有限合伙人共同发起设立。在设立时，普遍存在一种情况，有限合伙企业与基金管理机构签订委托管理协议，委托基金管理机构作为受托管理机构负责有限合伙企业的投资管理业务。这就产生了一个问题，即基金管理机构是否能够与有限合伙企业签署委托管理协议，接受有限合伙企业委托，管理合伙事务。

依据《中华人民共和国合伙企业法》第六十七条的规定：“有限合伙企业由普通合伙人执行合伙事务”。如无例外情况，作为有限合伙企业的唯一普通合伙人，基金管理机构是有限合伙企业当然的执行事务合伙人。依据《中华人民共和国合伙企业法》第二十六条第二款规定：“按照合伙协议的约定或者经全体合伙人决定，可以委托一个或者数个合伙人对外代表合伙企业，执行合伙事务。”由此，执行事务合伙人之所以能够执行合伙事务、管理合伙企业，是基于其他合伙人的一致委托，换句话说，执行事务合伙人对合伙事务拥有执行权、管理权的基础，是其与其他合伙人之间具有委托管理关系。

既然基金管理机构是有限合伙企业的执行事务合伙人，依据上述法律分析，基金管理机构对合伙事务具有执行权、管理权，该权利来源于其他合伙人就合伙事务对基金管理机构的委托。若基金管理机构与有限合伙企

业签署委托管理协议，基于该协议，基金管理机构对合伙事务也具有管理权，但是该权利来源于有限合伙企业的委托，与法律规定的权利基础存在矛盾。

同时，作为执行事务合伙人，基金管理机构代表有限合伙企业，与其自身签订委托管理协议，将有限合伙企业的投资管理业务委托自身管理，也存在一定的问题。

另外，从合伙人与合伙企业的关系来看，合伙人是合伙企业的出资人、设立者，是合伙企业收益的享有人、亏损的承担者，可以说，合伙企业的利益就是合伙人的利益，合伙人与合伙企业具有同一性。基金管理机构是有限合伙企业的普通合伙人，因此，基金管理机构与有限合伙企业具有同一性关系。但若基金管理机构与有限合伙企业签署委托管理协议，则二者成为相互独立的平等个体，与同一性关系相矛盾。并且，基金管理机构作为合伙企业的受托管理机构，与作为合伙企业的普通合伙人身份，在利益本源上也存在差异。

综上所述，无论从执行事务合伙人角度出发，还是从普通合伙人角度考虑，基金管理机构与有限合伙企业签署委托管理协议，都存在着或多或少的问题。既然如此，建议有限合伙制房地产基金在合伙协议中约定，由其普通合伙人基金管理机构担任执行事务合伙人，负责本有限合伙企业的投资管理业务，而不再由有限合伙企业与基金管理机构另行签订委托管理协议。

四、有限合伙人参与投资决策问题

目前，很多有限合伙制房地产基金在合伙企业内部设立投资决策委员会，多数成员由有限合伙人或其代表担任，负责拟投资项目的审核与决策。例如，天津某有限合伙制房地产基金，其合伙协议约定：“投资决策委员会，由管理方委派的1名成员和除管理方以外的投资人选举或者委派的4名人员组成，有权处理以下事项：①根据约定，对拟投资项目作出审

核及决策；②根据约定，解决合伙人之间的冲突；③决议涉及投资项目进入与退出的其他重大事项”。但是，根据《中华人民共和国合伙企业法》第六十八条规定：“有限合伙人不执行合伙事务，不得对外代表有限合伙企业”。上述有限合伙人担任或者委派、选举代表担任投资决策委员会成员，参与拟投资项目的审核与决策，应当属于执行合伙事务的范畴，违反了上述法律规定。

然而，《中华人民共和国合伙企业法》第七十六条规定：“第三人有理由相信有限合伙人为普通合伙人并与其交易的，该有限合伙人对该笔交易承担与普通合伙人同样的责任；有限合伙人未经授权以有限合伙企业名义与他人进行交易，给有限合伙企业或者其他合伙人造成损失的，该有限合伙人应当承担赔偿责任”。第九十八条规定：“不具有事务执行权的合伙人擅自执行合伙事务，给合伙企业或者其他合伙人造成损失的，依法承担赔偿责任。”

从上述规定来看，有限合伙人执行合伙事务，并不必然产生法律责任。就有限合伙人通过投资决策委员会参与拟投资项目的审核及决策而言，一方面，投资决策委员会成员组成及职权范围，由经全体合伙人签章认可的合伙协议约定，有限合伙人担任或者委派、选举代表担任投资决策委员会成员，并由此参与拟投资项目的审核及决策，并非未经授权擅自实施的行为，即使给合伙企业或者其他合伙人造成损失，也无法因此追究有限合伙人的赔偿责任；另一方面，执行事务合伙人依据投资决策委员会决议，代表有限合伙企业，对外开展投资业务，虽然投资决策委员会决议的作出包括有限合伙人的参与，但是有限合伙人并没有与第三人直接交易，无法因此要求有限合伙人对特定交易承担与普通合伙人同样的责任。由上述分析可以看出，虽然有限合伙人通过投资决策委员会执行了合伙事务，违反了相关法律规定，但是，无论合伙企业、其他合伙人，还是与有限合伙企业交易的第三人，都难以因此要求有限合伙人承担法律责任。

即便如此，出于符合法律规定以及规避风险的考虑，有限合伙制房地产基金最好更改制度设计。如在执行事务合伙人内部设立投资决策委员会，有限合伙人不能担任该委员会成员，但是，依据情况可以设立接纳有