



国浩法律文库

REAL ESTATE PRIVATE EQUITY FUND

律师视角

从案例解读

房地产私募基金

的投资与运作

邹菁 著



法律出版社 LAW PRESS · CHINA



国浩法律文库

REAL ESTATE PRIVATE EQUITY FUND

从案例解读 房地产私募基金 的投资与运作

邹菁 著

图书在版编目(CIP)数据

律师视角:从案例解读房地产私募基金的投资与运
作 / 邹菁著. —北京:法律出版社, 2015. 9

ISBN 978 - 7 - 5118 - 8227 - 1

I. ①律… II. ①邹… III. ①房地产—私人投资—基
金—研究—中国 IV. ①F299.233.5②F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 169268 号

©法律出版社·中国

责任编辑/麦 锐

装帧设计/马 帅

出版/法律出版社

编辑统筹/法规出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京北苑印刷有限责任公司

责任印制/吕亚莉

开本/720 毫米×960 毫米 1/16

印张/15.5 字数/260 千

版本/2015 年 9 月第 1 版

印次/2015 年 9 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782 西安分公司/029-85388843 上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

重庆公司/023-65382816/2908

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 8227 - 1

定价:48.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

编辑编委会

委 员:

于 宁 吕红兵 李 淳 张敬前 刘 维 沈田丰
黄伟民 宋 茵 李世亮 王卫东 程 秉 李道峰
于宁杰 马国强 刘风云 王 云 孙 涛 孙国强
王民生 张凌云

编 辑: 国浩律师事务所发展研究院

执行编辑: 贾勇

执行秘书: 胡颖

《国浩法律文库》总序

作为我国法治工作队伍的重要组成部分,中国律师已经成为协调推进全面建成小康社会、全面深化改革、全面依法治国、全面从严治党这一治国理政基本方略中一支不可替代、举足轻重的重要力量,并且越来越为党和政府以及社会各界所关注和重视。党的十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》特别指出,要“完善律师执业权利保障机制和违法违规执业惩戒制度,加强执业道德建设,发挥律师在依法维护公民和法人合法权益方面的重要作用”;党的十八届四中全会《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》则更进一步明确,要“建设完备的法律服务体系”、“发展律师、公证等法律服务业”、“加强法律服务队伍建设”、“提高律师队伍业务素质,完善执业保障机制”。可以说,对律师行业的发展而言,“这是一个最好的时代”!

在律师业的发展过程中,对律师“专业人士”的角色定位已没有异议,而对于专业人士是应以“学者型”为方向还是以“工匠型”为目标之争却始终存在,其实这应是殊途同归的命题。“学者型”要求才高八斗、出口成章、理论扎实、结合实践,因此注重研讨、注重文章;“工匠型”要求一丝不苟、中规中矩、一针见血、心得颇多,所以注重琢磨、注重经验。因此,律师队伍中的“学者们”、“工匠们”在日理万机的执业实践中,始终没有放弃研究、忘记总结,不时地成文、著作,并使之成为开拓业务、提高水平的重要手段,而鼓励、引导律师著书立说,一直是律师界的良好传统。

国浩律师事务所作为中国最大的法律服务机构之一,一直专注于服务我国投融资及其相关领域的发展与革新,并持之以恒地坚持在应用法律知

识服务于经济社会的同时,不断总结经验,撰写理论与实践相结合的专业文章,并编辑成书。《国浩法律文库》系列丛书就是其成果之一。该丛书因其专业、实用、与时俱进等特点,赢得了各界朋友的较高评价、鼓励和支持。

搭建律师思想碰撞之平台,畅通律师信息传播之渠道,建设律师学问总结之道路,营造律师形象展示之舞台,创建律师文化交流之大厦,这正是我们编辑与出版这一文库的出发点与归宿。

我们真诚地希望《国浩法律文库》能让所有的读者朋友愿意读、读得懂、读后有收获。

于宁

中华全国律师协会第六、第七届会长

国浩律师事务所主席

吕红兵

中华全国律师协会副会长

国浩律师事务所首席执行官人

推 荐 语

邹菁的新作就要出炉了。看了稿子后,颇有感慨。与第一只私募地产基金几乎同时,相关公募基金也开始了积极的研发和探索。当时借鉴了许多国家的地产基金的经验,也拿出了一些方案。然而,涉及诸多法律和部门规章问题,也有宏观环境影响的因素,至今没有一只真正意义的房地产基金在交易所上市(REITs)。然而,在法律和政府规章的灰色地区,一种私募产品脱颖而出,以崭新的姿态活跃在地产市场里,为房地产开发做出了重要贡献。事实说明,市场化发展成就了私募地产基金,佐证了中央提出的让市场在资源配置发挥决定性作用的正确性。作者收集了诸多经典案例及其法律解释,对今后完善法律框架和调整监管思路有重要的参考意义,对市场从业人士和机构更是个很好的借鉴。此外,大学的相关学科可以将此用作辅助教材。私募基金的成功实践,为今后的公募基金开发产品及相应的法规也有很好的借鉴意义。祝地产基金取得更加积极的成就。

孙杰

中国证券投资基金业协会首任会长

中国合伙企业法推出时间尚短,有关合伙企业和私募基金的法律条文阙如,实施细则和判例更是凤毛麟角。邹菁律师和国浩律所率先进入这一领域,为中国合伙企业法务的研究、完善、推进,创造了许多第一和先例,将会在中国合伙企业发展和私募基金发展的法务实践历史上,留下浓墨重彩的一笔。

张民耕

全国房地产投资基金联盟会长
盛世神州基金管理公司董事长

最早跟国浩律师事务所合作是在1998年民生银行上市准备时，我作为当时民生银行的董事在上市工作组任职，与作为上市法律顾问的国浩有很多的协调与配合。当时就对他们敬业认真的工作态度和精深专业能力深有感触。后来我因为工作的原因调任信托公司总裁，再后来又创办建银精瑞资本，过去的10多年间将自己的主要精力投入到中国的房地产信托与基金领域，见证了这个领域的从无到有、从小到大，也见证了中国房地产连续成长时间最长的黄金十年。在这个领域内又接触到了国浩律师事务所的合伙人邹菁律师，在多次业务交流中邹律师以她的专业深深地令我折服，是中国律师行业中对房地产信托、资产管理计划与私募基金的设立、募集、管理、退出等全部流程都非常熟悉，且法律实践经验相当丰富的为数不多的翘楚之一。现在邹律师将她 and 国浩所的研究成果归纳成集，无疑会对广大从业者具有极大的学习和指导意义。作为业内一员，我郑重的推荐这部佳作。

李晓东

建银精瑞基金管理公司董事长

自从2006年怀揣着一个梦想——成为中国第一批房地产基金管理人，至今已经接近十年了。从当年的无知、酸涩和盲目自信，到今天思考中国房地产基金如果在全球布局，作为一个基金管理人如何赢得全球机构投资人的信赖，如何在基金收益和稳健发展中取得平衡，有许多感触和收获。这期间得到了邹菁律师和国浩团队的大力支持和帮助。房地产基金行业在中国从无到有，发展初期甚至没有法律地位，又要时时面临行业的频繁波动和调控，许多交易考虑的不仅仅是专业可行性，更多考验的是法律结构的创新能力和对创新的执著。回头想想，虽然辛苦，可也变得百毒不侵，尤其应该庆幸的是，创新已经深入我们每位从业者的骨髓中。

应该感谢邹菁律师和她的团队，总结了中国房地产基金业发展初期的一些典型案例，从一个律师的角度对这些案例进行归纳总结，从而为整个行业的发展提供了鲜活的研究学习素材和教科书式的指导，为想转型的房地产从业人员和想从事房地产基金行业的年轻人提供了难得的正统武林功法。从这个角度看，从事房地产基金领域的各个律师团队比我们这个行业从业人员功劳更大！

案例中许多基金管理人都是我的老朋友,从他们身上我学到了很多,他们的成功也往往成为行业发展的里程碑。虽然具体方向不同,但是从为投资人配置合适的房地产金融产品这一出发点看,百花齐放更让人看到了中国房地产基金发展广大而诱人的前景。从房地产开发基金,到增值型基金、核心基金、并购重组基金、资产证券化、REITs等,我相信随着中国房地产行业与金融行业的融合逐步深化,房地产金融产品的市场会更加精彩纷呈,投资人在进行资产配置时会有更多选择。这也是我们作为行业从业人员的愿望和责任。

吴涛

东方藏山资产管理有限公司总裁

2010年是房地产基金元年。换言之,房地产基金是一个非常年轻的行业,年轻就意味着探索、犯错以及修正。快速发展的地产基金在前进的道路上,也需要时不时回头复盘我们走过的路。邹菁的这本文集,恰恰为我们提供了这样的一面镜子。

苏鑫

高和资本董事长

房地产基金在中国是一个年头不长的小众行业,即使我们把范围扩大到所有涉房的“大资管”范畴,这个判断仍然成立。它的兴起有其特殊的历史背景,它的发展恰逢不可预测的经济“新常态”和“地产白银时代”。它一度是地产业的焦点话题,一度承载着“救命稻草”的殷切期望,并同时背负“变相高利贷”的骂名,它不是神也不是魔,它是一个需要我们深刻理解的行业,也是一个需要所有从业者共同努力维护的新事业。

如果以2010年为“中国地产基金元年”,到今年不过5个年头。可是这5年用“巨变”来形容也一点都不夸张。房地产行业的高歌猛进在2014年戛然而止,整个行业都在思考如何转型,向何处转型,地产金融化是一个共识。金融行业在快速市场化,大资管行列在不断扩容,互联网金融风生水起,搜集全牌照做大投行是一个普遍趋势,资产证券化的脚步越来越近,能否在充分的市场竞争中胜出,资管能力决定成败。这是两股时代的力量,交集就是房地产基

金,可见中国的房地产基金经历的是怎样的震荡!

邹菁是我认识的最有钻研和分享精神的律师,也是我作为主要发起人的“中国地产基金百人会”中为数不多的非基金经理人,而且被大家一致推选为执委之一,这充分说明大家对她的认可。她从一个冷静观察的视角编撰了这本案例集,其中收录的案例都是为业内津津乐道的经典案例,基本可以代表这5年中国房地产基金所做过的积极探索。这些案例都很特殊,特殊到离开了背后机构的背景都无法复制;这些案例也都还只能算是尝试,距离伟大还需要细节的锤炼。不过,也正是因为出现了这些勇敢探索的案例,才让中国的房地产基金有了可以参照的范本,而不需要继续按照美国老师的模样照猫画虎。邹菁这本书的及时出现,对于震荡中的中国房地产基金行业来说,是件幸事!

2015年会是中国的房地产基金成熟之年,在这一年很多基金将会面临自2014年以来持续的阵痛,会有不少基金遭遇兑付危机,会有不少基金改弦易辙转入其他行业,也会有经历过品牌积淀而迎来大发展的基金。在这一年,我们将见证品牌和体系的力量,越是艰难越能看出一个基金的功力。在这一年,我们会发现“走得稳”比“跑得快”更有意义,地产基金之路拼的是耐力。在这一年,我们能看到更多的创新案例涌现,会有更多的地产基金沉下心来寻找自己不同的定位,会收获更多的惊喜。

陈方勇

佰仕会创始人

百仕信基金管理公司董事长

中国房地产市场经过20多年较快发展,产品和融资方式等都发生了很大变化。虽然外资房地产私募基金进入中国近20年,但我国房地产私募基金发展也就近5年,可它发展迅速,譬如使投资者有了新的投资渠道和房地产企业拥有更多的融资渠道。我作为国内最早一批从事外资房地产私募基金的管理人和最早在国家发改委备案的房地产私募基金管理人之一,有幸参与和见证了这一过程。

房地产基金包括房地产私募基金和公募为主的房地产投资信托基金(REITs)。从全球来看,房地产基金是房地产业、金融业和财富管理业中重要部分。我国房地产私募基金,它从5年前诞生起就与海外成熟的房地产私募基金差别很大,主要体现在组织架构、投资方式(股、债及夹层)、法律法规、税

务等方面。当前我国房地产私募基金面临繁多复杂的投资机会,预计今后 10 年我国房地产基金会以不低于年均复合 15% 的增长率增长,而重视风险控制、规范运作并给投资者提供稳定和较高的回报也是它面临的巨大挑战。

与房地产市场和投资及证券基金等相比,国内在房地产私募基金研究和案例分析等方面都显得相对缺乏,资深律师邹菁女士的新作出版至少填补了一个空白且恰逢其时,非常适合专业和相关人士阅读和珍藏。

张健

全国房地产投资基金联盟副会长

序 一

邹菁律师的《律师视角:从案例解读房地产私募基金的投资与运作》终于即将出版问世,这是在其广受读者欢迎的《私募股权基金的募集与运作:法律实务与案例》之后的最新力作,我作为国浩律师集团的首席合伙人,在此向邹菁律师表示衷心的祝贺。作为一名在房地产私募基金领域颇具影响力的资深律师,邹菁律师通过对其多年房地产私募基金法律服务经验的总结以及对行业经典案例的紧密关注,最终促成该书得以幸运地呈现在广大读者面前。

我国房地产私募基金从无到有的发展也仅仅刚走过十来年的时间。起初,我国房地产私募基金以外资为主,并未形成规模效应。2010年以来,伴随着房地产调控的持续与地产信贷政策的紧缩,本土房地产私募基金得到了长足的发展,一跃成为房地产企业最为重要的融资渠道之一,2010年也因此被业界人士认为是中国房地产私募基金的元年。若以此为界,今年正好是中国房地产私募基金的第5个年头,同时也是中国房地产市场从非理性暴利跨入稳健成熟的过渡时期,这5年房地产私募基金的崛起深刻地影响了整个房地产行业的资金来源、开发方式以及运作模式,此时业界正需要对过去5年房地产私募基金的发展进行一场深刻的总结与反思。《律师视角:从案例解读房地产私募基金的投资与运作》一书的出版可谓“初写黄庭,恰到好处”,形形色色的案例体现了过去5年市场上成功案例的精髓,也反映了一名房地产私募基金界的资深律师对于行业过去5年发展的澄思虑与研精致思。特别是在5年期间,私募投资基金的监管权正式划归证监会,《私募投资基金监督管理暂行办法》在2014年8月由证监会推出,中国私募投资基金告别监管真空,对于行业的监管进入到一个新的阶段,对于行业的发展也迎来一个新的发展机遇。

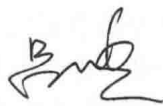
《律师视角:从案例解读房地产私募基金的投资与运作》一书具备特殊的意义,它是第一本由中国执业律师以案例评析的视角切入房地产私募基金投资与运作法律服务进行研究所撰写的著作,具有开山之作的里程碑意义。既有法律的逻辑贯穿全书,又以案例的形式表达法律对行业的规制和监管。本

书收录的 22 个案例都是近 5 年来为业内津津乐道、奉为主臬的经典,基本可以代表近 5 年中国房地产私募基金所做过的积极探索。作者依据不同的参与主导力量,将上述案例分门别类到以高和资本、建银精瑞为代表的私募管理人系基金,以平安信托、中信启航为代表的金融机构系基金,以海航、星浩为代表的地产公司系基金以及以普凯、铁狮门为代表的外资系基金这四个章节中,使得全书脉络清晰、擘肌分理。同时,作者以其作为律师对风险敏锐的嗅觉察觉到 2014 年以来房地产宏观局势急转直下行业所面临的风险。为此,作者在本书最后一个章节加入“危机与困境”内容,意在还原房地产私募基金一个更为完整和真实的世界。

可以说任何一只成功的房地产私募基金的投资与运作都离不开具备法律、财务等专业背景人士的悉心筹划。尤其对于律师来说,其对于风险天生的嗅觉与防范意识,有助于房地产私募基金在进行结构设计、投资策划、运作管理的过程中发现风险、控制风险进而化解风险。广大读者从该本书中也可以看出一名律师是如何看待并试图化解房地产私募基金投资与运作过程中所遭遇的风险与危机。

全书对于 22 个案例的解读,既有对基金成立背景纤细无遗的铺垫,也有对每个交易细节鞭辟入里的洞悉,更有最后精彩绝伦的法律点评与深刻反思。这不禁让我想起美国著名法官霍姆斯的一句名言,“法律的生命在于经验而非逻辑”。书中从案例选取到法律点评,无不体现出作者亲身参与多项房地产私募基金法律服务的宝贵经验,值得参与房地产私募基金的各方人士细细品味这一部不可多得的诚意之作!

是为序!



国浩律师事务所首席合伙人 吕红兵

二〇一五年五月三十日

序 二

有幸成为国浩律师事务所合伙人邹菁律师《律师视角：从案例解读房地产私募基金的投资与运作》一书的首批读者，同时受邹律师之邀为该书作序，我甚感欣喜。作为一名发起并管理过多只私募投资基金，尤其是房地产私募基金的业内人士，我深感此书将会给读者所带来的价值。

回顾房地产私募基金的发展历史，其最早兴起于上世纪 80 年代的美国，彼时全球经济危机的出现导致市场上许多优质资产被迫廉价出售，Zell-Merrill 和 Goldman Sachs 等投资机构开始募集房地产私募基金抄底市场，房地产私募基金由此声名鹊起。进入 90 年代后，房地产私募基金的投资范围全面延伸至房地产开发、房地产债权投融资和国际房地产投资等诸多领域，此时房地产私募基金的发起人已经为大家所耳熟能详，包括以 Blackstone、Apollo 为代表的综合投资机构，以 Tishman Speyer 为代表的房地产开发商，以 Morgan Stanley、Lehman Brothers 为代表的投资银行，以及以 Colony、JE Robert 为代表的专注于房地产的投资机构。自此房地产私募基金得到前所未有的发展，逐渐迎来了自己的时代。

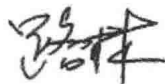
我国房地产私募基金磕磕绊绊也走过了十几年的发展道路，地产金融已经对今日的中国有着举足轻重的影响。世界经济看中国，中国经济看房地产经济，房地产经济看房地产金融。在中国，房地产不仅是支柱产业，更是主导产业、先导产业。但是就我国目前房地产基金发展现状而言，项目开发与投资的项目型基金仍然居多，诸如房地产投资信托基金（REITs）等房地产基金的高级形态仍未到来。我国房地产基金总体上还处于起步的阶段，未来还有很长一段路需要市场进一步探索与发展。2014 年是我国房地产行业具有分水岭意义的一年，这一年宏观经济处于增长换挡期、前期经济刺激消化期和改革阵痛期重叠中，房地产业也处于存货周期、投资周期和产业周期重重叠加中，周期性、结构性问题堆积严重，市场分化、企业分化愈趋明显。房地产私募基金业内人士都在思考，未来房地产私募基金的发展将走向何方。

房地产私募基金发展到今日，遭遇的困难不少，但是时代赋予的机遇同样

可期。一方面,社会资本愈发充裕。中国金融市场目前正进入“资本性、技术性双重脱媒”时代,社会融资沧海横流,“影子银行”、“另类融资”总额已经超过“银行融资”,游资、热钱四处奔流,“P2P”异军崛起。这些都给以私募基金为代表的“市场化融资渠道”带来了足够的想象空间。另一方面,房地产基金的投资人也愈发成熟与稳健。市场投资偏好逐渐倾向于有结构化设计、风险更加可控的优良产品,因此房地产私募基金也必会走向精耕细作、优胜劣汰的发展道路。

回到邹菁律师的《律师视角:从案例解读房地产私募基金的投资与运作》,该书向我们展示了业界耳熟能详的22个房地产基金的案例,涉及私募基金管理人、金融投行、房地产企业和外资机构四方力量这些年对房地产私募基金的募集及投资案例,读者通过这些案例对于这个行业及其弄潮儿可以有一个全面的认识。目前市场上占据主导地位的房地产基金类型基本是基于房地产项目开发与投资的项目型基金,这是房地产基金行业发展的初级阶段,下一阶段的房地产基金应当越来越多地进行组合投资。中城投资目前就是从“一个又一个项目”向“一个又一个产品”演进,重视“分散风险、组合投资”。与此同时,房地产投资不仅仅是住宅开发、商业地产开发投资,还包括日渐崛起的大宗物业投资、私募基金投资和以MBS/ABS/REITs为代表的证券化投资。

我相信,中国房地产行业正从“开发时代”进入“金融时代”。在这条道路上,房地产私募基金投资与运作的要求与水平会越来越高,金融机构、律师事务所、会计师事务所等提供专业服务的机构将承担相比以往更为重要的角色。从邹菁律师的该本书中我们便可看出,律师的参与对于房地产私募基金成功的投、融、管、退不言而喻的重要性。期待这本书的出版给行业带来更多的正能量!



中城投资董事长 路林

二〇一五年五月三十日

作者简介

本书作者邹菁律师系国浩律师事务所合伙人,获华东政法大学国际法法学硕士和英国曼彻斯特大学国际商法法学硕士。专注于私募股权基金的设立及运作、大资管投融资业务、房地产基金投资、企业境内外上市融资与企业并购等领域的法律实践。代表几十家私募投资基金、海外基金、金融机构在国内投资或并购中提供基金募集、尽职调查、投资策略、文本制订、交易过程监控等法律服务。本书系作者继《私募股权基金的募集与运作:法律案例和实务》(法律出版社2009年第一版)之后的第二部力作。邹菁律师现任上海岱美车饰件股份有限公司和康达新材(002669)的独立董事、上海律师协会基金专业委员会委员、中国证券投资基金业协会法律专家库成员、上海交大高级金融学院的业界导师。业界授课上百次,深受学员喜爱。

联系方式:jingzoulawyer@qq.com

引 言

作为亲历者回顾这些年中国本土房地产私募基金的发展,可谓是笔者之幸。一言以蔽之,“机遇与风险并存、速度与激情彰显”。2010年堪称中国房地产私募基金的元年,严格意义上讲,是人民币房地产私募基金的元年。

自2003年中国第一支房地产私募基金“精瑞基金”落地后,房地产私募基金并未马上迎来一个大发展的时机。此时,活跃在中国房地产资本领域的主要是外资的房地产私募基金,他们或者与本土开发商成立合资机构合作开发,或者以整体物业并购的方式展开对中国高端写字楼或住宅的投资。自2008年以来地产商面临持续宏观调控、银行融资渠道不断收紧的挑战;而与此同时中国PE基金热潮涌动,有限合伙的制度创新大为解放人的生产力。由此,中国的地产金融开启了基金化的时代。

普凯基金在2009年开始了人民币地产基金的先行先试,但大多数外资系地产基金还是受限于审批和募资,未能在人民币基金的舞台上大显身手。就国内力量而言,信托公司展开对地产商的各项融资和并购业务,成为未来几年中国房地产私募基金的主要力量。外资系铁狮门也通过与信托公司等国内金融机构的合作开始了人民币基金的布局。

在这一年,我们服务了第一支房地产私募基金。这是一支社区商业地产基金,采用包销的方式签下品牌地产商称之为鸡肋的社区商业,仅需支付包销保证金便取得代销权,销售回款直接抵扣包销款。基金盘子不大,却灵活、机动,并且利用高杠杆在地产黄金的年代取得了不错的回报。而这种基金模式,延续至今。

随着市场对私募股权基金接受度和熟悉度的提升,本土的私募房地产基金开始如雨后春笋般显现。以至今日来看,诸多业内知名的私募房地产基金管理机构均起步或成长于2010年这一元年前后。

如果说2010年还是各方力量小试牛刀,2011年则开启了正规军的时代。在这一年,我们首次担任一家知名上市地产公司旗下基金管理公司的法律顾问并为其私募地产基金提供全程法律服务。这是一支今天整个业界都熟知的