



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

**FANGDICHAN SIMU JIJIN
MU TOU GUAN TUI
ZHONG DE
YINAN JINGJIE**

ISBN 978-7-5638-2217-1



定价：28.00元

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、组织架构搭设、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《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合适宜。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

限合伙人作为其成员的投资咨询委员会，为投资决策委员会提供咨询意见。由此，满足了有限合伙人知情、参与的意愿和要求。并且，依据《中华人民共和国合伙企业法》第六十八条规定：“有限合伙人对企业的经营管理提出建议，不视为执行合伙事务”，在上述制度中，有限合伙人通过投资咨询委员会提出投资建议，也符合法律规定。

五、关联交易问题

目前，有些有限合伙制房地产基金存在关联交易。一种情形是，房地产企业自己或其关联方设立基金管理机构，再由基金管理机构发起设立有限合伙制房地产基金，然后投资于该房地产企业自己开发的项目。另一种情形是，有限合伙制房地产基金投资于某房地产企业开发的房地产项目，而其有限合伙人与该房地产企业具有关联性。针对上述关联方投资，引发了下列思考。

在第一种情形下，如果房地产企业自己或其关联方设立基金管理机构募集资金后设立有限合伙企业，然后投资于该房地产企业开发的房地产项目，此时在基金内部层面，如有非关联的有限合伙人自愿担任劣后合伙人，承诺基金不论到期是否盈亏，都为优先合伙人提供“本金+固定收益”的退出保障，那么有限合伙制房地产基金内部的保底条款是否有效？我们认为，由于劣后合伙人和优先合伙人同作为有限合伙人，根据《中华人民共和国合伙企业法》的规定都不参加联营体基金的具体经营，劣后合伙人为了追求高收益，基于对风险的认知而自愿为优先有限合伙人提供保障，不属于“名为联营、实为借贷”，该合同设计有效。但是，在基金内部层面，如果是房地产企业给其他有限合伙人承诺，保证不论有限合伙企业投资盈亏，都按固定收益率支付其他有限合伙人固定利润，依据《最高人民法院关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》关于联营合同中的保底条款问题的规定，笔者认为，可认定是“名为联营、实为借贷”，涉及合同应确认无效。

在第二种情形下，与融资房地产企业有关联关系的有限合伙人，不当就该投资项目发表意见。当前，我国大多数投资人还不够成熟，虽然作为有限合伙人，但是仍然参与或者影响着拟投资项目的投资决策。因此，在某一有限合伙人与有限合伙企业的拟投资项目存在关联关系时，为了防止该有限合伙人利用其对投资决策的影响追求私利，保障有限合伙企业和其他合伙人的利益，在就是否投资该项目进行表决或提供建议时，该有限合伙人应当回避，不发表任何意见。

六、管理方绩效分配问题

为了激励管理方即基金管理机构全心全意管理合伙企业，为合伙人谋取更多利益，有限合伙制房地产基金，大多于设立时在合伙协议中约定绩效分配条款，即投资项目的年化收益率超过一定比例时，在保障有限合伙人出资所获得的年化收益率不低于某比例的情况下，将投资收益总额的20%作为绩效分配支付给基金管理机构，剩余80%结转利润进行利润分配。例如，某有限合伙制房地产基金在合伙协议中约定：“如果按照年化折算的项目投资收益率不能超过百分之二十五（25%）时，本有限合伙企业将全部可分配利润的百分之百（100%）按合伙人利润分配比例分配给各合伙人；如果按照年化折算的项目投资收益率超过百分之二十五（25%）时，投资收益总额的20%支付给管理方作为绩效分配，投资收益总额的80%按利润分配比例分配给各合伙人，但有限合伙人的出资所获得的项目投资年化收益率不得低于25%”。

然而，在实际运营中，大多数有限合伙制房地产基金，按照月度或季度收取投资收益，并将该投资收益的20%作为绩效分配支付给基金管理机构，剩余的80%结转利润按利润分配比例分配给各合伙人。但是，基金管理机构能够提取绩效分配的前提是，项目的年化收益率达到一定比例，而年化投资收益率是否达到该比例，需要等待年度评价。这就产生了一个问题，即实施绩效分配的时点早于判定能否进行绩效分配的时点，基金管理

机构在每月或每季度取得的“绩效分配”，可能是应当作为绩效分配给予基金管理机构的收益，也有可能是应当支付给有限合伙人的可分配利润。若经过年度评价，项目的年化收益率未达到能够进行绩效分配的比例，或虽然达到绩效分配的比例，但是按照投资收益的 20% 支付绩效分配，会导致有限合伙人出资所获得的投资年化收益率低于约定比例，那么，基金管理机构提前支取的“绩效分配”，实际上是有限合伙人应得利润，基金管理机构获取该部分收益，就造成有限合伙人可分配利润的减少，使有限合伙人的利益受到损害。

考虑到实践中绩效分配可能会带来的上述问题，为了保障有限合伙人的应有利益免受侵害，建议在合伙协议中约定“钩回条款”，即若投资项目的年化收益率未达到约定比例，从而不具备绩效分配的条件，或者虽投资项目的年化收益率达到绩效分配的比例，但是有限合伙人出资所获得的投资年化收益率低于约定比例，那么，基金管理机构应当将因月度或季度提前分配而取得的超额分配退还给有限合伙企业，再由有限合伙企业结转利润按照利润分配比例分配给各合伙人。同时，为了使上述“钩回条款”更具有执行性，建议在合伙协议中约定，将绩效分配的 50% 存入另外设立的提存账户暂不分配，以备“钩回”之需。例如，本问题项下前述有限合伙制房地产基金在合伙协议中约定：“绩效分配的百分之五十（50%）应该保存于本有限合伙企业在托管人处开立的托管账户中作为准备金。根据本年的投资收益率状况做如下处理：当年项目投资收益率达到或超过百分之二十五（25%）时，应将准备金退还管理方作为绩效分配；当年投资收益率不能达到百分之二十五（25%）时，作为准备金的绩效分配应优先偿付弥补本有限合伙企业低于该等百分之二十五（25%）的项目年投资收益率的损失”。

七、有限合伙利润分配模式问题

有限合伙制房地产基金，在设立时确定的利润分配模式，大多为按项

目分配。

可是，在实际运营过程中，有些有限合伙制房地产基金，会出现如下情况，即同时拥有不止一个投资项目，且各项目的投资资金来源于不相同或至少不完全相同的合伙人。在这种情况下，按照项目分配利润，可能会产生问题。下面举例分析。

假设某有限合伙制房地产基金同时拥有三个投资项目，分别为项目 A、项目 B 和项目 C，其中项目 A 的投资资金来源于合伙人 a, b, c 的出资，项目 B 的投资资金来源于合伙人 d, e, f 的出资，项目 C 的投资资金来源于合伙人 a, e 的出资，另外，该合伙企业还有合伙人 g, h。以目前按项目分配利润的模式，项目 A 投资所产生的利润，由合伙人 a, b, c 分取，项目 B 投资所产生的利润，由合伙人 d, e, f 分取，项目 C 投资所产生的利润，由合伙人 a, e 分取，合伙人 g, h 不分取来自项目 A, B, C 所产生的任何利润。这种分配方式貌似没有问题，但是，若项目 A 收回投资并获取收益，项目 B、项目 C 均未收回投资，按照上述利润分配模式，合伙人 a, b, c 分取项目 A 投资所产生的利润，合伙人 d, e, f, g, h 均未分得利润，就会引发思考。其一，若合伙企业盈利，合伙人 d, e, f 已出资，为什么不能分取利润？依据《中华人民共和国合伙企业法》第二十条规定，合伙人一旦出资，该资金即成为合伙企业财产，而按照共有理论，合伙企业财产属于合伙人共有。以合伙企业名义投资项目 A，投资资金虽然由合伙人 a, b, c 的出资款构成，但实质上是合伙企业财产，由此获得的收益，合伙人 d, e, f 理应享有分配权。其二，若合伙企业亏损，合伙人 a, b, c 是否能够分取项目 A 所产生的利润？从合伙企业法的角度而言，合伙企业是一个独立的经营体，合伙企业亏损，则无利润产生，自然就不会有利润分配。因此，合伙人 a, b, c 分取利润，没有依据。

究其上述问题产生的原因，是由于现阶段投资人还不够成熟，未将投资资金视为合伙企业的财产，由基金管理机构统一管理、投资，而是视项目情况各自出资，导致参与各项目的投资人不同、利益也不一致。建议在设立有限合伙制房地产基金时，采用一对一或一对多的模式，即一批人设

立一个有限合伙制房地产基金，仅投资一个项目，或者一批人设立一个有限合伙制房地产基金，投资若干项目，但每个合伙人均要参与每一个投资项目。这样一来，就每个投资项目而言，各合伙人利益一致，同盈同亏，在一定程度上解决了上述问题。

八、有限合伙人退伙与退资问题

在有限合伙制房地产基金的募资设立环节，作为普通合伙人的基金管理机构，往往向投资人承诺进出自由，基金不设封闭期。结合有限合伙企业的组织形式而言，就是有限合伙人可以随时退伙，并且取回其对有限合伙企业的出资。但是，有限合伙人是否可以实现上述退伙与退资呢，是一个值得商榷的问题。

首先，关于退伙。依据《中华人民共和国合伙企业法》的规定，可分为自愿退伙、当然退伙、除名退伙等形式，其中，当然退伙和除名退伙属于有限合伙人意志范围之外的退伙情形，与本次论点无关，在此不进行阐述。至于自愿退伙，《中华人民共和国合伙企业法》第四十五条与第四十六条有所涉及。

第四十五条是关于合伙协议约定合伙期限情形下的退伙规定，即“合伙协议约定合伙期限的，在合伙企业存续期间，有下列情形之一的，合伙人可以退伙：（一）合伙协议约定的退伙事由出现；（二）经全体合伙人一致同意；（三）发生合伙人难以继续参加合伙的事由；（四）其他合伙人严重违反合伙协议约定的义务”。从该条规定来看，既然“（二）经全体合伙人一致同意”是合伙人退伙的情形之一，与上述第（一）（三）（四）项情形并列而述，那么，按照行文逻辑，该第（一）（三）（四）项情形之一出现时，无须全体合伙人同意，合伙人即可退伙。由此，在合伙协议约定合伙期限时，要么取得全体合伙人一致同意，要么出现不需要合伙人一致同意即可退伙的约定或法定事由，无法只依据合伙人单方意思表示而实现退伙，很难说合伙人退出自由。

第四十六条是关于合伙协议未约定合伙期限情形下的退伙规定，即“合伙协议未约定合伙期限的，合伙人在不给合伙企业事务执行造成不利影响的情况下，可以退伙，但应当提前三十日通知其他合伙人”。从该条规定来看，在合伙协议未约定合伙期限时，只要不给合伙企业事务执行造成不利影响，合伙人可以实现退出自由，随时退伙。

其次，关于退资。伴随退伙而来的，是退伙人在合伙企业中财产份额的退还。《中华人民共和国合伙企业法》第五十一条规定：“合伙人退伙，其他合伙人应当与该退伙人按照退伙时的合伙企业财产状况进行结算，退还退伙人的财产份额。退伙时有未了结的合伙企业事务的，待该事务了结后进行结算。”就有限合伙制房地产基金而言，有限合伙人退伙时，合伙企业财产往往都在投资中，无法撤回部分投资以退还退伙人的财产份额。既然有限合伙企业无法减少募集资本总额，那么，在退伙时点结算并退还退伙人的财产份额，难以实现。但是，若有限合伙企业在投资退出后计算并退还退伙人的财产份额，则相当于有限合伙人之前并未退伙，与有限合伙人的退伙意愿和行为相矛盾。由此看来，即使有限合伙人可以实现退伙，但是，却难以解决退伙时合伙企业财产份额的退还问题。而该问题的存在，又对有限合伙人实现退伙构成障碍。

实践中，有限合伙人实现退伙后，其财产份额退还资金并非来源于合伙企业，而由其他合伙人支付，由此看来，所谓的有限合伙人退伙与退资，实质上是有限合伙人在合伙企业中财产份额的转让。

九、普通合伙人竞业禁止问题

就目前来看，大多数基金管理机构往往不止管理着一支基金，而是作为多家有限合伙企业的普通合伙人，同时负责各家合伙事务的执行，这是基金管理机构扩张的必然结果，符合发展规律。但是，这不禁使人产生疑问，若一个基金管理机构同时管理着多支有限合伙制房地产基金，是否会触犯我国合伙企业法规定的合伙人竞业禁止义务。

依据《中华人民共和国合伙企业法》第三十二条规定：“合伙人不得自营或者与他人合作经营与本合伙企业相竞争的业务。”那么，在一个基金管理机构同时管理着多支有限合伙制房地产基金的情况下，基金管理机构是否违反竞业禁止义务，取决于其同时管理的各基金之间是否存在竞争业务。至于如何判定业务之间具有竞争关系，从而构成竞争业务，当前的法律、法规没有明确规定。就基金管理机构同时管理的各有限合伙制房地产基金而言，有人认为，投资领域相同，均为私募投资，且投资大方向一致，都是投资房地产，因此应当认定各基金业务之间存在竞争关系。而有人对此持不同意见，认为虽然各基金投资领域与投资大方向具有同一性，但是，从投资地域上来看，可能分别集中于华北、华东、华南等不同区域，在具体投资方向上，也可能分别针对商业地产、住宅地产、旅游地产等不同地产类型，因此，各基金业务也可能不构成竞争关系。对此，又有人进行反驳，虽然各基金在投资地域或具体投资方向上可能没有交集，但是，各基金由同一基金管理机构管理，其投资地域、具体投资方向很大程度上受到该基金管理机构的影响，并且专门投资华北地区商业地产项目的基金，也可以投资华南地区旅游地产项目，各基金在投资地域、具体投资方向上没有任何限制，因此，投资地域或具体投资方向不同，不能作为各基金业务不具有竞争性的理由。

综上所述，同一基金管理机构管理下的多支有限合伙制房地产基金，彼此间业务是否存在竞争，目前没有统一定论，从而无法认定基金管理机构违反或者不违反竞业禁止义务。

但是，依据《中华人民共和国合伙企业法》第九十九条规定：“合伙人违反本法规定或者合伙协议的约定，从事与本合伙企业相竞争的业务，该收益归合伙企业所有；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。”在基金管理机构同时管理多支有限合伙制房地产基金的情况下，一旦各基金业务间被认定存在竞争性，基金管理机构可能会因违反竞业禁止义务而承担不利后果。

为了降低竞业禁止义务违反的不确定性带来的法律风险，建议在合伙

协议中，就普通合伙人尤其是其中的执行事务合伙人，即基金管理机构，设立同类基金如何开展业务，什么情形下视为或者不视为竞争业务，进行约定。例如，天津某有限合伙制房地产基金，其合伙协议约定：“执行事务合伙人作为普通合伙人设立或参与设立任何其他与本有限合伙企业的业务（包括地理区域）相同或类似的投资机构，应满足下列任一条件：①已经向有限合伙人书面披露的普通合伙人管理的现有的有限合伙企业或普通合伙人已经或拟管理的其他投资机构；②有限合伙企业的实际出资超过百分之七十（70%）由有限合伙企业投资或承诺投资于投资组合公司；③不对本合伙企业的资产管理业务造成实质性的不利影响”。但是，从《合伙企业法》第三十二条规定来看，在竞业禁止问题上，法律并没有赋予合伙企业自治权。因此，即使经全体合伙人同意并认可，在合伙协议中对什么是竞争业务进行了限定，但该约定是否有效及效力大小，仍然需要司法实践的检验。

十、备案监管问题

2011年11月23日，国家发展改革委员会办公厅发布《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）（以下简称《通知》）。《通知》提出，加强对股权投资企业的备案管理。

（一）关于备案管理范围

根据《通知》，股权投资企业除下列情形外，在完成工商登记后1个月内，均要申请备案：①已经按照《创业投资企业管理暂行办法》备案为创业投资企业；②由单个机构或单个自然人全额出资设立，或者由同一机构与其全资子机构共同出资设立以及同一机构的若干全资子机构出资设立。另外，根据《通知》，股权投资企业采取委托管理方式将资产委托其他股权投资企业或者股权投资管理企业管理的，其受托管理机构应当申请附带备案并接受备案管理。对于《通知》实施前设立的股权投资企业及其受托管理机构，应当在《通知》发布后3个月内备案。

（二）关于备案管理部门

根据《通知》，资本规模（含投资者已实际出资及虽未实际出资但已承诺出资的资本规模）达到5亿元人民币或者等值外币的股权投资企业，在国家发展和改革委员会备案管理部门（以下简称国家备案管理部门）备案；资本规模不足5亿元人民币或者等值外币的股权投资企业，在省级人民政府确定的备案管理部门（以下简称省级备案管理部门）备案。需要注意的是，股权投资企业申请向国家备案管理部门备案，按照规定，应当由申请主体将有关备案材料送股权投资企业所在地省级备案管理部门进行初审，再由省级备案管理部门将股权投资企业的备案申请转报国家备案管理部门。

（三）关于申备案和附带备案应当提交的文件和材料

1. 申请股权投资企业备案

根据《通知》，股权投资企业申请备案，应当提交下列文件和材料：

- （1）股权投资企业备案申请书；
- （2）股权投资企业营业执照复印件；
- （3）股权投资企业资本招募说明书；
- （4）股权投资企业公司章程或者合伙协议；
- （5）所有投资者签署的资本认缴承诺书；
- （6）验资机构关于所有投资者实际出资的验资报告；
- （7）发起人关于股权投资企业资本募集是否合法合规的情况说明书；
- （8）股权投资企业高级管理人员的简历证明材料；
- （9）委托托管协议，所有投资者一致同意可以免于托管的，应当提供所有投资者联名签署的同意免于托管函；
- （10）律师事务所出具的备案所涉文件与材料的法律意见书。股权投资企业采取委托管理的，还应当提交股权投资企业与受托管理机构签订的委托管理协议。

2. 申请股权投资企业受托管理机构附带备案

根据《通知》，股权投资企业的受托管理机构申请附带备案，应当提交下列文件和材料：

- (1) 受托管理机构的营业执照复印件；
- (2) 受托管理机构的公司章程或者合伙协议；
- (3) 受托管理机构股东（合伙人）名单及情况介绍；
- (4) 所有高级管理人员的简历证明材料；
- (5) 开展股权投资管理业务情况及业绩。

2012年6月14日，国家发展和改革委员会发布《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），将《通知》配套的股权投资企业备案文件指引/标准文本（以下简称备案指引文件）印发各省级股权投资企业备案管理部门。

本文所探讨的有限合伙制房地产基金，仅限于以股权投资为主营业务的基金，属于股权投资企业。既然如此，作为股权投资企业，有限合伙制房地产基金应当按照上述《通知》和与之配套的备案指引文件申请备案。但是，从实际备案情况来看，按照规定办理备案的有限合伙制房地产基金数量较少，大多数房地产基金没有申请备案。究其原因，一方面，可能是由于多数基金不规范，其实际或计划运营在某些方面与监管要求不相符，另一方面，恐怕与规避备案监管的处罚措施几乎没有威慑力无法撇清关系。

2013年6月，中央编办将私募股权投资基金监管职能赋予证监会。目前，国家发展和改革委员会已经暂停受理股权投资企业的备案申请，证监会正在尽快推动出台私募股权投资基金相关管理法规。在此期间，为了避免备案监管的空白期过长，2014年1月17日，中国证监会召开新闻发布会，明确由中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）开展包括私募股权投资基金在内的私募基金管理人登记、私募基金备案及行业自律工作。同日，基金业协会发布了《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》，私募股权投资基金登记备案工作正式启动。现将《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》内容附上，以供参考，并呼吁有限合伙制房地产基金积极配合备案监管，促使自身乃至整个行业的规范化。

私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）

第一章 总则

第一条 为规范私募投资基金业务，保护投资者合法权益，促进私募投资基金行业健康发展，根据《证券投资基金法》《中央编办关于私募股权基金管理职责分工的通知》和中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）有关规定，制定本办法。

第二条 本办法所称私募投资基金（以下简称私募基金），系指以非公开方式向合格投资者募集资金设立的投资基金，包括资产由基金管理人或者普通合伙人管理的以投资活动为目的设立的公司或者合伙企业。

第三条 中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）按照本办法规定办理私募基金管理人登记及私募基金备案，对私募基金业务活动进行自律管理。

第四条 私募基金管理人应当提供私募基金登记和备案所需的文件和信息，保证所提供文件和信息的真实性、准确性、完整性。

第二章 基金管理人登记

第五条 私募基金管理人应当向基金业协会履行基金管理人登记手续并申请成为基金业协会会员。

第六条 私募基金管理人申请登记，应当通过私募基金登记备案系统，如实填报基金管理人基本信息、高级管理人员及其他从业人员基本信息、股东或合伙人基本信息、管理基金基本信息。

第七条 登记申请材料不完备或不符合规定的，私募基金管理人应当根据基金业协会的要求及时补正。

申请登记期间，登记事项发生重大变化的，私募基金管理人应当及时告知基金业协会并变更申请登记内容。

第八条 基金业协会可以采取约谈高级管理人员、现场检查、向中国证监会及其派出机构、相关专业协会征询意见等方式对私募基金管理人提供的登记申请材料进行核查。

第九条 私募基金管理人提供的登记申请材料完备的，基金业协会应当自收齐登记材料之日起20个工作日内，以通过网站公示私募基金管理人基本情况的方式，为私募基金管理人办结登记手续。网站公示的私募基金管理人基本情况包括私募基金管理人的名称、成立时间、登记时间、住所、联系方式、主要负责人等基本信息以及基本诚信信息。

公示信息不构成对私募基金管理人投资管理能力、持续合规情况的认可，不作为基金资产安全的保证。

第十条 经登记后的私募基金管理人依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产的，基金业协会应当及时注销基金管理人登记。

第三章 基金备案

第十一条 私募基金管理人应当在私募基金募集完毕后20个工作日内，通过私募基金登记备案系统进行备案，并根据私募基金的主要投资方向注明基金类别，如实填报基金名称、资本规模、投资者、基金合同（基金公司章程或者合伙协议，以下统称基金合同）等基本信息。

公司型基金自聘管理团队管理基金资产的，该公司型基金在作为基金履行备案手续同时，还需作为基金管理人履行登记手续。

第十二条 私募基金备案材料不完备或者不符合规定的，私募基金管理人应当根据基金业协会的要求及时补正。

第十三条 私募基金备案材料完备且符合要求的，基金业协会应当自收齐备案材料之日起20个工作日内，以通过网站公示私募基金基本情况的方式，为私募基金办结备案手续。网站公示的私募基金基本情况包括私募基金名称、成立时间、备案时间、主要投资领域、基金管理人及基金托管人等基本信息。

第十四条 经备案的私募基金可以申请开立证券相关账户。