



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2018年11月12日

私募基金法律

无问西东——当地产基金遇上外资 LP

王勇 | 董施文 | 景晴 | 王秋然

外资是否可以投资房地产业是历来备受关注的话题，并伴随着宏观政策的影响而不时变动。而外商投资我国房地产业，尤其是境外投资方通过投资地产私募股权投资基金（“**地产基金**”）的份额以实现间接投资我国房地产的目的，近年来较受瞩目。作为基金律师，我们经常会被客户咨询“我们地产基金能引入外资吗？”或者“我们的境外资金能参与境内地产基金投资吗？”。本文基于我们操作的众多外资参与的境内地产/物流基金项目的实务经验，对该问题进行剖析，供业界人士参考。

一、 外商投资房地产业准入条件

尽管地产领域的外资准入政策多年来多有起伏变动，尤其 2006 年起出现了一段时间较为明显的政策紧缩，不过总体上近几年来中国适用法律法规对外资投资地产产业的产业政策有逐步放宽的趋势。2015 年修订的《外商投资产业指导目录》（2015 年 4 月 10 日生效）中首次将自 1995 年来就被列入限制类的房地产相关产业删除，包括“土地成片开发（限于合资、合作）”“高档宾馆、高档写字楼和国际会展中心的建设、经营”及“房地产二级市场交易及房地产中介或经纪公司”（意味着这几类产业被归为了允许类）；2017 年修订的《外商投资产业指导目录》开始以负面清单形式的特别行政管理措施规定外资限制或禁止类别产业（负面清单以外的外商投资产业由审批制变为备案制），在 2015 版基础上进一步将内外资一致管理的地产产业删除，不对外资适用额外限制措施，包括将“大型主题公园的建设、经营”从限制类别产业中删除、将“高尔夫球场、别墅的建设”从禁止类别产业中删除。现行有效的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（2018 版）中仅保留了对“电影院建设、经营须由中方控股”“民用机场的建设、经营须由中方相对控股”的限制，未载有禁止类别的地产相关产业。

可见，除了个别受外商投资限制的领域，总体而言，外商投资地产行业从产业准入上已经不受限制。当然，除了概要性的产业准入限制以外，外商投资地产基金还有可能受到各地基金设立政策、资本项目下外汇监管等一系列限制，如下会进一步展开说明。

二、 外资 LP 如何投资境内地产基金？

外资产业准入政策放宽了，境外投资方惯常应该怎样参与投资地产基金呢？我们结合了目前跨

境投资法律法规、政策以及各地实操口径，梳理了两个较为通用的外资投资架构如下：

（一）境外投资方投资境内投资平台

该架构下，境外投资方投资境内设立的投资平台、通过投资平台直接或层层投资境内房地产项目公司。投资平台主要包括外商投资股权投资试点企业（即“QFLP 基金”¹，是境外投资方参与投资境内有限合伙企业的路径）等。该架构下需要重点讨论如下几则问题：

- 是否可以通过设立 QFLP 基金投资房地产领域？首先，能设立，不过在投资类企业设立收紧的整体大环境下，外商投资性合伙企业的设立对于政策的依赖性较强，设立 QFLP 基金需要考虑（1）设立地有范围限制，目前主要是北京、天津、重庆、深圳、青岛、贵州、福建平潭等各 QFLP 试点城市出台了相关政策；（2）设立要求相对较高，各开放注册地对于基金的注册资本、投资者资质、高管资质等设置了门槛条件，进行工商设立之前一般需要经过当地金融办等部门的前置审批流程；（3）部分地区现行有效的 QFLP 基金政策中有明文规定不得投资非自用房地产（比如上海²），但是该政策实施已久，外资准入规定在政策实施后调整较多，实务操作中可能可以突破该等规定，需根据项目情况与当地主管部门确认具体的外资准入问题。
- 是否可以通过房地产外商投资性公司在境内进行投资？房地产外商投资性公司被视为外商投资中国房地产业的最后一块暂未突破的壁垒，包括黑石等诸多国外的私募股权投资基金皆考虑通过在境内设立外商房地产投资性公司以实现外汇和商业目的，但是自 2007 年国家对外商投资方投资房地产业实施严格管控以来，据目前所知的公开信息，我们未发现商务主管部门有批准设立外商房地产投资性公司的先例。
- 在哪个层面收取境外投资方的管理费或收益分成？如果投资平台系 QFLP 基金，则可较为直接地在 QFLP 基金层面安排境外投资方的管理费或收益分成。考虑到 QFLP 基金的审批要求较高且流程较长，且有时候境外资金除投资境内地产项目外，可能也会投资到境外其他项目，我们实践中也常遇到在境外直接设立基金接纳境外投资方，并将管理费和收益分成安排设置在境外层面；而对于既有境外投资方、又有境内投资方的 QFLP 基金，则可能会分开在境外和境内两个平台层面分别提取费用。
- 资本金结汇使用有障碍吗？针对 QFLP 基金，鉴于外汇部门对 QFLP 基金的审批是前置性的，QFLP 基金设立后可直接在托管银行办理结汇，并以结汇所得人民币在其审批的投资

¹ 更多关于各城市 QFLP 的讨论，请参阅下列汉坤法律评述：

《上海、天津、北京三地 QFLP 制度比较》（2012/01/05）；

《<北京 QFLP 办法>解读》（2011/11/21）；

《近期上海外商投资股权投资（QFLP）试点工作政策解读会纪要》（2011/04/28）；

《深圳新版<外商投资股权投资企业（QFLP）试点办法>解读》（2017/10/19）；

《福建平潭 QFLP 试点政策简析》（2018/04/13）；

《境外资金如何参与境内股权投资？—— FDI、QFLP/R-QFLP 及更多……》（2018/09/05）；

《FDI, QFLP/R-QFLP & Beyond for Foreign Investors Accessing China》（2018/09/30）。

² 见《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的若干意见》（沪府办〔2010〕17 号）第五条，2010 年 3 月 19 日发布及生效。

范围内直接投入项目。

根据我们的了解，除 QFLP 基金外，实践中还存在个别地区政策相对灵活，可直接申请设立一般性外商投资股权投资企业，流程所需时间比 QFLP 基金申请更快捷，亦无在当地设立外商投资股权投资管理企业的硬性要求。不过这类地区有可能会设置其他要求，比如对于该有限合伙规模、下层投资实体经营范围等有所限制，需与当地部门进一步沟通。

（二）境外投资方直接投入房地产项目公司

考虑到 QFLP 基金/外商投资性合伙企业的设立对于企业本身的要求较高、设立时间周期较长，且对特定地区的政策依赖性较强，境外投资方直接并购境内房地产项目公司（的股权或者资产）也是常备选项之一³。该架构下我们常常被问到的问题包括：

- ▶ 是否需履行外商投资房地产业务部备案程序？如前所述，近年来外商投资房地产政策经历过一系列变更，主管部门陆续颁发过一系列与外商投资房地产企业相关的适用规定和政策，内容涵盖外资准入、外汇、外债等多方面。根据商务部 2008 年 6 月 18 日发布的《关于做好外商投资房地产业务部备案工作的通知》（商资函〔2008〕23 号），自 2008 年 7 月 1 日起，商务部委托省级商务主管部门对外商投资房地产业务部备案材料进行核对，即将原由其负责的部分工作下放给省级商务主管部门。2014 年 6 月 24 日，商务部、国家外汇管理局发布《关于改进外商投资房地产业务部备案工作的通知》（商资函〔2014〕340 号），进一步简化外商投资房地产业务部备案程序，商务部备案由纸质材料备案改为电子数据备案和事中事后抽查。2015 年 11 月 6 日，商务部、国家外汇管理局联合发布《商务部、外管局关于进一步改进外商投资房地产业务部备案工作的通知》（商资函〔2015〕895 号文），进一步简化外商投资房地产业务部备案工作，由地方各级商务主管部门对外商投资房地产企业的设立和变更进行管理，引入信息填报程序，并取消了商务部网站备案公示，被视为外商投资房地产业的重大利好。
- ▶ 什么是关联并购？“关联并购”是指根据《关于境外投资方并购境内企业的规定》（商务部令 2009 年第 6 号，即“6 号令”）第 11 条的规定，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司。关联并购须报商务部审批。虽然根据商务部颁布的《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》（2018 年 6 月修订版），对于不涉及国家规定实施准入特别管理措施的外商投资企业的新设与变更适用备案制度，但是一般认为该《备案管理暂行办法》并未突破“6 号令”关于关联并购适用商务部审批的规定。因此，如项目公司为内资企业，建议避免境外投资方的实际控制人与项目公司具有关联关系，否则因涉及关联并购事宜，地方商务主管部门备案即需上升至商务部审批，且就目前公开已知的信息而言，我们尚未发现由商务部审批通过关联并购的先例。
- ▶ 什么是返程投资？如在项目公司为接纳境外投资方办理商务部门备案、工商管理部门登记之时，境外投资方的实际控制人为中国籍，这可能会涉及需要为境外投资方的实际控制人进行返程投资登记。在实操中，如境外投资方的实际控制人为中国籍但未进行返程投资登记的，可能会按具体情形被施加罚款等处罚措施⁴，个别地区银行可能会对项目公司开设资

³ 更多关于外商直接投资的讨论，请参阅汉坤法律评述《境外资金如何参与境内股权投资？—— FDI、QFLP/R-QFLP 及更多……》（2018/09/05）。

⁴ 见《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发

本金账户进行限制。

- 境外投资方能以债权投资吗？从融资成本及渠道角度而言，境外投资方以债权方式投资（即外债）原本是外商投资房地产企业的融资渠道之一。但是出于地产行业的政策调控和控制外债风险考虑，外汇管理部门自 2007 年起对外商投资房地产企业的外债融资进行了抑制。国家外汇管理局 2013 年颁发了《外债登记管理操作指引》⁵，明确了外商投资房地产企业的外债的多项处理原则，包括“对于 2007 年 6 月 1 日以后（含）取得商务主管部门批准证书且通过商务部备案的外商投资房地产企业，不予办理外债签约登记手续”。2017 年发布施行的有关境内机构借用外债的“全口径”新规⁶亦明确不适用于房地产企业。因此，一般认为，境外投资方以外债形式直接投资于境内房地产企业存在障碍。
- 资本金结汇使用有障碍吗？根据《国家外汇管理局关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》（汇发〔2016〕16 号）以及《关于改革外商投资企业外汇资本金结汇管理方式》（汇发〔2015〕19 号）的相关规定，外商投资企业外汇资本金可实行意愿结汇，资本金的使用应在经营范围内遵循真实、自用原则。对于外商投资房地产企业，其资本金结汇后可直接用于支付资产并购、房地产开发建设等目的的对价。实践中，部分外商投资制造业企业、实业公司、咨询公司等并不属于房地产企业，其经营范围内可能不包括房地产相关经营事项的表述，则其如希望以资本金结汇资金用于购买非自用房地产可能存在障碍⁷。
- 在哪个层面收取境外投资方的管理费或收益分成？由于境外投资方直接投资项目公司，境内没有管理机构向该境外投资方募集资金并提供基金管理服务，可以考虑（1）将管理费和收益分成的收取安排在境外，即投资方通过境外基金直接或间接投入项目公司，这可能会涉及到境外基金架构实体的设立、维护、登记备案等费用成本。以比较惯常的境外有限合伙制基金举例，管理团队至少需设立两个实体（一个公司制实体作为普通合伙人兼管理人，一个合伙制实体作为基金），为了优化税务筹划和隔离风险等目的可能会涉及到更多的实体（比如普通合伙人与管理人分开设置等），会产生实体设立费用以及后续维护的年费等；或者（2）安排在境内通过协议约定等其他合法有效的方式收取费用。

三、 外资 GP 如何设立地产基金？

除引入外资 LP 外，境外投资方还可以通过设立私募基金普通合伙人/管理人的方式设立地产基金。从基金架构上，外资私募基金管理人发起的境内私募基金如希望引入外资 LP，可以考虑发起设立上述讨论的 QFLP 基金等投资平台进行地产项目投资；如果不涉及境外投资方，则可以采用外商投资企业（WFOE）担任管理人、或者同时兼任普通合伙人，在境内发起设立人民币私募基金。近年来，已有多家外资背景的地产基金管理人在中国证券投资基金业协会完成了登记，包括商业地产领域的铁狮门（Tishman Speyer）、世邦魏理仕（CBRE）以及仓储物流地产领域的普洛斯（GLP）等。

（2014）37 号）第十五条。国家外汇管理局于 2018 年 10 月 22 日通报了两例因为未如实披露返程投资企业实际控制人信息并违规汇出利润而受到处罚的违规案例，参见网址：<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/1022/10490.html>。

⁵ 见《国家外汇管理局关于发布〈外债登记管理办法〉的通知》（汇发〔2013〕19 号）附件二。

⁶ 见《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发〔2017〕9 号）。

⁷ 见《国家外汇管理局关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》（汇发〔2016〕16 号）第四条。

四、 产业地产之物流地产基金

近年来随着电商崛起以及仓储需求扩大，物流地产逐渐凸显为地产行业重要的细分领域，其通过仓储设施建设以及配套管理服务满足制造商、零售商、电商、第三方物流等产业的配送需求。规模化的物流网络扩张需求以及集合建设、服务为一体的多重身份，使得仓储物流地产行业的资金支持格外重要——基金是解决渠道之一。

普遍惯例是：电商发起设立基金，基金投资物流仓储设施的开发建设，建设完成后出租并由合资运营公司提供配套运营/管理服务，收回初期投入建设的大量资金、收取运营管理费以及共同再开发建设新项目。这样的模式串接了基金管理以及物流地产的建设、运营的发展链条。

物流地产项目和商业地产项目一般都有租金收入作为基金的稳定收入现金流，基金投资仓储用地和仓储设施，在项目运营一段时间后，后续通过出售资产包、股权、基金份额出售等方式完成退出，形成一套完整的投资-退出模式。

目前，仓储物流产业的政策支持度较高。根据财政部及税务总局 2017 年 4 月发文明确继续实施物流企业相关税收优惠，“自 2017 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日止，对物流企业自有的（包括自用和出租）大宗商品仓储设施用地，减按所属土地等级适用税额标准的 50% 计征城镇土地使用税”⁸。财政部、商务部 2018 年 5 月发文强调“强化物流基础设施建设，夯实供应链发展基础”，包括“打造跨区域全国性物流枢纽”、“引导区域性物流配送中心转型升级”及“加强商业物流基础设施建设改造”，并表示“中央财政服务业发展专项资金支持现代供应链体系建设”⁹。可以预见未来电商仓储物流、航空物流、冷链物流等领域还将吸引更多内外资基金积极参与。

⁸ 见《财政部 税务总局关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》（财税〔2017〕33 号）第一条。

⁹ 见《关于开展 2018 年流通领域现代供应链体系建设的通知》。

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，不应被看作是特定事务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，请与汉坤王勇先生（+86-10-8525 5553/185 1188 0418; james.wang@hankunlaw.com）或董施文先生（+86-21-6080 0202/139 1799 7011; shiwen.dong@hankunlaw.com）联系。