

## 新基建：美元基金与境外合资公司二种模式的异同

作者：王春子 | 张雨婷 | 董施文

在本世纪新一轮科技发展和产业转型的背景下，中国政府提出了“新型基础设施（建设）”（以下简称“**新基建**”）的概念，并明确将其纳入至“十四五”规划。国家发改委将“新型基础设施”定义为“以新发展理念为引领，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系”，并指出新基建的内涵与外延将随着科技的进一步发展而不断得到丰富。

除美元基金外，我们注意到，境外投资者参与数据中心、物流仓储等新基建领域投资的常见结构包括合资公司。合资公司模式亦成为成熟运营机构与国际投资机构携手热门赛道的选择途径之一。美元基金模式与合资公司模式二者相比较，成为投资项目决策过程中一个需要了解和关注的环节。为便于读者阅读和理解，我们基于普遍实践经验，将两种模式的若干特点总结并列示如下，以供参考和进一步探讨。

内容	美元基金模式	合资公司模式
<p><b>常见设立法域</b></p>	<p>投资于中国房地产的美元基金在开曼设立基金的实践案例较为多见，主要是由于当地相关法规成熟完善，适合投资基金运作，投资人对有关法律文件和具体执行更加熟悉</p> <p>根据 SEC 截至 2021 年第三季度的数据统计，就所有的 Private Fund 而言，开曼仍然是除了美国本土以外的第二热门的设立地，约 34.8%的 Private Fund 选择开曼作为基金的住所地</p>	<p>投资于中国房地产的境外合资平台在 BVI 设立合资公司的实践案例较为多见，主要是历史上 BVI 公司运营维护成本比较低，也常作为公司型平台的主体</p>
<p><b>设立主体</b></p>	<p>以开曼基金为例，典型的美元地产基金架构包括的实体有：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 基金：通常为开曼豁免有限合伙（Exempted Limited Partnership），投资基金可豁免经济实质法的适用，多于一个投资人的基金需要向开曼金融局申请私募基金登记</li> <li>■ 普通合伙人：通常为开曼豁免公司（Exempted Company），在普通合伙人同时担任基金管理人且满足有关条件的情况下，可免于取得《证券投资交易法》项下相关许可，亦可豁免经济实质法的适用</li> <li>■ 视需要，可设立单独的收取绩效收益（例如由管理人或团队设立适合的境外实体）</li> </ul> <p>其中，普通合伙人及其关联方有限合伙人通常被视为基金发起人（出少量资金），其余有限合伙人通常被视为基金投资人（出大部分资金）</p>	<p>发起人（出少量资金）和投资人（出大部分资金）作为股东，设立合资公司，或由项目管理方作为设立人设立公司后，向项目出资方发行股份且项目出资方认购股份、向项目出资方转让股份</p> <p>由此可见，合资公司模式与设立一般境外公司设立程序、设立时间等方面而言并无差异，无需取得相关许可牌照，相对比较直接</p>
<p><b>基本交易文件</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 股东协议：如 Co-GP 双方设立合资 GP，通常会签署股东协议，就合资 GP 的公司治理、出资、分配、对基金的运营管理权限等环节作出具体约定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 股东协议：由各方股东共同签署，就合资公司的公司治理、出资、分配等环节作出具体约定</li> <li>■ 认购协议：由合资公司和新加入的股东共同签署</li> </ul>

内容	美元基金模式	合资公司模式
	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 合伙协议：由普通合伙人和有限合伙人共同签署，就基金的出资、投资方向和范围、基金年限、投资委员会组成和决策、分配等环节作出具体约定。若基金设立为开曼豁免有限合伙，一般由普通合伙人和一名初始有限合伙人签署《初始有限合伙协议》，后续由真正的投资人与普通合伙人签署《修订和重述的豁免有限合伙协议》（Amended and Restated Exempted Limited Partnership Agreement）</li> <li>■ 认购协议：由基金和新加入的有限合伙人共同签署</li> <li>■ 补充协议（Side Letter）：由普通合伙人与个别有限合伙人单独签署，主要用于普通合伙人和特定的有限合伙人单独达成补充或修正性约定</li> <li>■ 股权收购协议：由基金下设的特殊目的公司（SPV）作为买方自卖方处收购公司股权，用于收购物业项目</li> <li>■ 委托管理协议：由普通合伙人代表基金与基金管理人签署</li> <li>■ 其他服务协议：例如，投资咨询顾问协议，开发管理协议，资产管理协议等</li> <li>■ 租赁合同：发起人关联方往往有优先租赁的权利</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 合资公司及其子公司（含境内项目公司）章程：尽最大可能镜像股东协议的安排</li> <li>■ 股权收购协议：由合资公司下设的特殊目的公司（SPV）作为买方自卖方处收购公司股权，用于收购物业项目</li> <li>■ 其他服务协议：例如，境外资产管理协议，项目开发管理协议，项目资产管理协议等</li> <li>■ 租赁合同：发起人关联方往往有优先租赁的权利</li> </ul>
中国反垄断审查	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 根据不同的治理结构的约定，需要反垄断律师对是否需要申报经营者集中相关问题判断，一事一议</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 根据不同的治理架构的约定，需要反垄断律师对是否需要申报经营者集中相关问题判断，一事一议</li> </ul>
投资标的	<p>系列资产项目为主。单项目较少</p> <p>就系列资产项目而言，一般会在基金文件中就投资标的设定选择标准，例如地理位置，项目规模，预算，IRR，附属设施要求等</p>	<p>常见投资于单项目，也可投资于系列资产项目</p> <p>类似于美元基金，若合资平台公司的投资标的为系列资产项目，合资文件中一般也会就投资标的设定选择标准</p>

内容	美元基金模式	合资公司模式
<p><b>管理人、服务提供方、管理费</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 基金管理人：收取基金管理费以及绩效收益（Carry），角色设置方面分为两种模式：               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 普通合伙人与管理人合一</li> <li>- 普通合伙人与管理人分设，在此情况下通常会单独签署一份咨询服务协议（为豁免开曼经济实质法的适用，管理人通常为提供 non-discretionary 建议的 advisor）</li> </ul> </li> <li>■ 投资咨询顾问：往往由发起人/普通合伙人的指定主体担任，由普通合伙人代表基金聘用，收取投资咨询费</li> <li>■ 项目开发管理人及资产管理人：往往由发起人的境内主体单位，为项目公司提供开发管理服务、资产管理服务、租赁服务，并收取开发管理费、资产管理、租赁服务费、收购服务等</li> <li>■ 特殊行业专业管理人：例如酒店管理人等，由具有服务资质的主体担任，收取管理费用、许可费用等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 境外资产管理人：往往由发起人的境外主体担任，为境外集团公司提供服务，并收取资产管理费、收购服务费等</li> <li>■ 项目开发管理人及资产管理人：往往由发起人的境内主体单位，为项目公司提供开发管理服务、资产管理服务、租赁服务，并收取开发管理费、资产管理、租赁服务费、收购服务等</li> <li>■ 特殊行业专业管理人：例如酒店管理人等，由具有服务资质的主体担任，收取管理费用、许可费用等</li> </ul>
<p><b>决策机构</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 投资委员会（Investment Committee）：               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 权限：除需要投资委员会决策的事项外，基金的日常运营与业务管理将由普通合伙人负责，投资委员会仅有权决策特定的重大事项，如：批准基金投资项目每个会计年度的商业计划、年度预算；批准一定金额以上的租赁安排</li> <li>- 人员构成：由发起人/普通合伙人及其关联方有限合伙人共同指定的代表，以及投资份额超过一定比例的有限合伙人各自指定的代表构成</li> </ul> </li> <li>■ 顾问委员会（Advisory Committee）（如适用）：</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 合资公司董事会：               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 权限：除需要董事会决策的事项外，合资公司的日常运营与业务将由资产管理人负责，董事会有权决策重大公司治理事项，如：股东增资及股东借款安排，章程或组织机构文件修改；批准每个会计年度的商业计划、年度预算、租赁计划</li> <li>- 人员构成：由合资公司股东指定代表构成</li> </ul> </li> </ul>

内容	美元基金模式	合资公司模式
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 权限：关联交易、利益冲突、审计评估机构的选聘和更换</li> <li>- 人员构成：由有限合伙人指定代表构成</li> </ul>	
<p><b>期限</b></p>	<p>分为开放式(open-end)架构或封闭式(close-end)架构：</p> <p><b>开放式架构</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 基金期限为永续，且投资人可以在整个生命周期内持续行使认购和赎回的权利（类似于对冲基金）。但与投资者全额认购前期资金的典型对冲基金不同的是，开放式房地产基金可以维持灵活的资本承诺/提款出资的机制，方便管理人按需逐步利用投资人的资金</li> <li>■ 对于开放式架构而言，底层投资的流动性以及可用现金流都会是关键考虑因素。考虑到大多数房地产投资的流动性相对不足，相对来说，开放式架构可能更加适用于投资策略为核心型以及核心增益型房地产基金（可产生足够的现金流用于支付投资人的回购基金权益的金额）。此外，典型开放式架构的相关计算基础（包括投资人认购和回购其基金权益，以及基金管理人的管理费和绩效收益）为 NAV，因此某些在特定时间点尚未实现升值的底层投资对该时点的相关金额计算的影响较大</li> <li>■ 就算是开放式架构，也会基于底层资产的流动性和 NAV 核算周期来设计开放期间和封闭期间，投资人只能在特定时段内行使认购或赎回权利</li> <li>■ 综上，开放式架构的逻辑在房地产基金中的适用比较复杂，因此在房地产基金领域中，开放式架构常见于以 Reits 等流动性高的标的为主要投资目标基金</li> </ul>	<p>相较于美元基金，合资公司的合资期限更加灵活，由合资方自行商议约定，包括永续期限和固定期限（不局限在 10 年以内，可能更久），或者不约定合资期限，直接以投资资产的售出之日或者双方届时同意的日期作为合资期限到期日。主要是因为对合资公司的合资方而言，退出合资的期限或日期才是更加关键的时间要素，因此，也有将投资锁定期（详见“退出”部分）约定为合资期限的情况</p>

内容	美元基金模式	合资公司模式
	<p><b>封闭式架构</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 一般一个房地产基金的基金期限 (fund term) 通常为 5-10 年, 但很多基金都可选择延长将期限延长 1-2 次每次 1-5 年以提高基金的灵活性, 避免基金因期限问题被迫在不利的经济条件下出售资产。整体来说, 基金期限应当与其投资策略相符, 而且必须在基金组织文件中明确列明</li> <li>■ 遵循市场上常见的 PE 模式, 包括确定的募资期和投资期限, 基金存续期限内的流动性比较有限, 一般仅限于关联方转让、经 GP 同意的转让</li> </ul>	
<p><b>资金募集</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 对于封闭式架构的房地产基金的投资人而言, 募资期是其加入基金的唯一窗口期。投资人在确定加入基金时就会明确其认购规模 (capital commitment)</li> <li>■ 常见的基金募资方式为, 投资人应在收到出资通知后, 在出资通知确定的出资期限按其认购规模所占比例, 在认购规模内进行出资, 实际出资可能是根据项目投资、基金费用需要, 或者是按照一定的比例和周期安排实际出资。投资人的认购规模是确定的, 过了募资期后一般情况下将不能再追加投资</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 针对单一投资项目的合资公司而言, 不同于房地产基金的按出资通知进行出资, 合资方通常会在合资协议中约定各方的认购金额, 并在合资协议签署后的一段时间内一次性或分次 (各次出资先决条件达成后 X 个工作日内进行出资) 就其认购的合资公司股权进行出资</li> <li>■ 针对多个投资项目的合资平台企业而言, 类似于房地产基金, 合资方也会在合资协议中约定其认购规模, 并在决策机构同意投资或收购某特定资产后, 按其股权比例依据下设子公司的出资通知进行出资。可以说, 基本是 by-deal 即根据项目投资用款需求安排实际出资</li> <li>■ 不论是合资公司或是合资平台企业, 在超过合资方认购金额或认购规模的范围外, 若持有底层资产的项目公司需要更多资金时, 通常需要合资方的额外决议批准</li> <li>■ 另外, 除了从实缴出资的途径, 从回收投资的便利性角度, 多数合资方还会选择以股东直接借款的方式、或者境外股东</li> </ul>

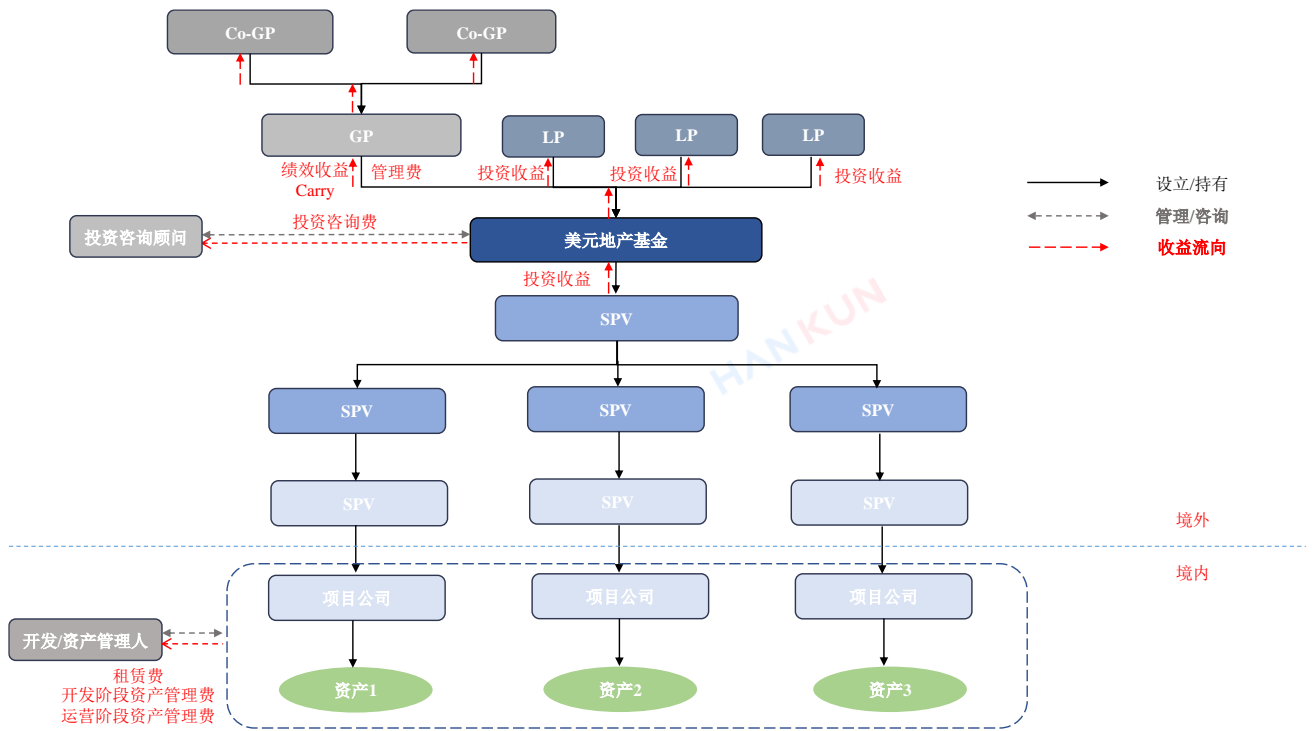
内容	美元基金模式	合资公司模式
		向境外 SPV 借款+境外股东之境内关联方向境内项目公司等 额借款的平行贷款安排进行注资
<p><b>出资违约</b></p>	<p>基金投资人发生出资违约，相较于合资公司，基金发起人及其他 守约投资人将会有更多的救济选择，包括但不限于暂停对违约投 资人的分红，限制其表决权，部分或全部罚没和/或强制出售或收 回未出资投资人在基金中的份额</p>	<p>合资公司发起人发生出资违约的，除向其他守约发起人支付违约 金外，守约发起人还可以要求稀释违约合资方的股权，或选择向 违约发起人提供贷款以满足合资公司的资金需求，或要求直接终 止合资</p>
<p><b>利润分配时点及分配步 骤</b></p>	<p>新基建基金的利润通常是指排除基金成本（包括但不限于管理费 以及法定或约定预留款项等）后的基金收入以及资产处置所得</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 就基金的利润分配时点而言，包括 by deal（即基金退出一个 项目后，分配这个项目的收益时按照该单一项目的退出情况 来核算）和 by fund（即将所有项目的收益进行统一核算）两 种。其中就 by deal 模式而言，只要单个投资项目的收益足够 高，GP 即可提前获得业绩报酬；而 by fund 则要求在基金整 体收益达到一定标准后 GP 方可提取业绩报酬，因此 by deal 模式可能对 GP 更有利。但以利好投资人的角度而言，在符 合中国外汇法规的前提下，常见的分配时点可能是利润产生 后尽快分配</li> <li>■ 以 by fund 分配为例，在符合中国外汇法规的前提下，常见的 分配步骤如下： <ul style="list-style-type: none"> <li>- 投资回本：优先分配本金，直至投资人获得等额于其 100% 的实际出资额的资金</li> <li>- 优先回报：在满足第(i)项的情况下，剩余利润用于分配优 先回报，直至投资人获得满足其优先回报率（通常为年利 率 7%-10%或更高，近年来我们观察到投资人对于优先回</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 就合资公司的利润分配时点而言，类似于基金，合资方从尽 快收回投资的角度出发，通常会约定在排除合资成本（包括 但不限于未来 X 个月的建设或运营成本以及法定或约定预 留款等）后若存在富余资金，在符合中国外汇法规的前提下， 以分红或贷款的方式分配给境外合资方</li> <li>■ 合资公司的利润步骤分配较为简单直接，除非合资方另有约 定，通常是以各合资方的实缴出资比例进行分配。若合资公 司存在多层优先股，那么会在优先股序列的顺序前提下，按 同一序列中的实缴出资比例进行分配</li> </ul> <p>为达到类似于基金中 GP 的绩效收益的目的，合资方中同时担任 管理方的一方通常也会在其管理协议中争取，若投资项目的收益 使得其他合资方（通常是提供资金的一方）的收益率达到 X%，则 会在常规管理费的基础上，额外支付一笔激励费用</p>

内容	美元基金模式	合资公司模式
	<p>报分配的利率越来越高,也有不少投资人会提出以净 IRR 作为测算标准)的分配</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- GP 提取 Carry: 在满足第(ii)项的情况下, 剩余利润将在 LP 与 GP 之间按一定比例进行分配, GP 就此获得绩效收益 (Carry): 较为简单的是 LP 与 GP 按固定比例 (常见 80/20) 分配, 还可以设计更加复杂的分配比例 (例如在满足 LP 10%的优先回报率后, 按 80/20 分配, 在进一步满足 16%优先回报率后, 按 60/40 分配, 以此类推, 直至满足 LP X%的优先回报率或直至所有利润被分配完毕)。GP 提取 Carry 还可以分为有 Catch-up 模式和无 Catch-up 模式, 所谓 Catch-up 是指当基金的分配达到了设定的优先回报则下一次分配将分配给 GP 使得 GP 能够对超出投资回本的收益均补提约定比例的 Carry</li> </ul> <p>请注意, 新基建基金的 LP 之间也可以约定利润分配的优先级顺序。</p> <p>另外, 为进一步保护投资人, 新基建基金可能还会设置回拨机制条款 (Clawback), 尤其是在 by deal 分配中, 如果 GP 因基金前几个项目退出状况较好, 获得了较高的业绩报酬, 但因后几年项目发生亏损, 导致基金清算时发现实际上基金无法满足门槛收益率的情况, 则 GP 需要将已分配给其的利润返还给基金进行重新分配。</p> <p>当然, 根据基金具体情况的不同, 也会存在其他不同类型的分配安排 (例如 GP 和 LP 自始按固定比例进行分配, 且 LP 可能也会有 Clawback 条款等)。</p>	

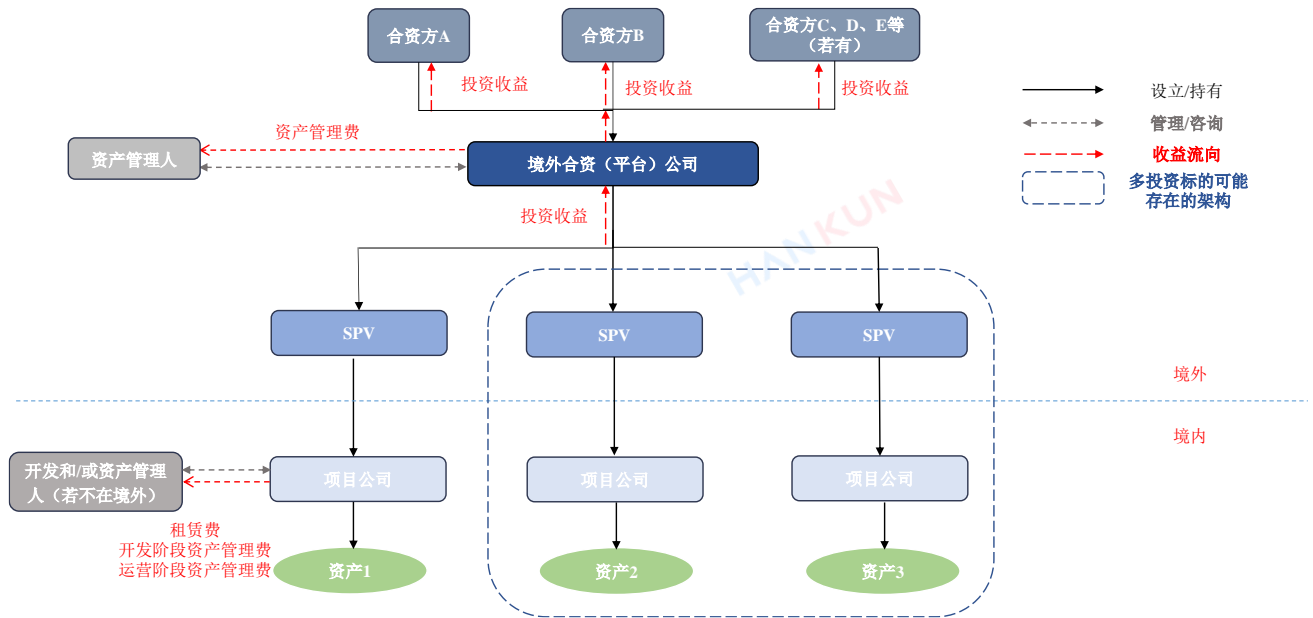


内容	美元基金模式	合资公司模式
退出	<p>对于投资人而言，退出基金的方式包括：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 基金份额转让（通常会设定一个投资锁定期，且受限于发起人的竞争对手清单）</li> <li>■ 基金解散清算（基金期限到期，或投资期届满后底层资产已全部被处置，或基金资不抵债破产等，或 GP 被撤换且没有新的 GP 替代原 GP 继续运营基金等）</li> <li>■ IPO 或上市发行 REITs</li> <li>■ 基金期限到期后若不解散清算，由发起人主导基金份额拖售等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 与基金相类似，也包括投资锁定期后受限于合资方竞争对手清单的股权转让，或者合资期限到期或其他终止触发事件导致的合资公司解散清算</li> <li>■ 相较于基金，合资公司的合资方之间常见拖售、跟售以及买入/卖出安排，以便合资方更灵活的出售其股权份额</li> </ul>

房地产美元基金架构：



房地产境外合资公司架构：



## 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，不应被视为任何意义上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，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 董施文

电话： +86 21 6080 0202

Email: [shiwen.dong@hankunlaw.com](mailto:shiwen.dong@hankunlaw.com)