



私募基金法律

从法律视角看中国房地产私募基金的发展（上篇）

作者：投资基金与资管组

房地产是典型的资金密集型行业，而私募基金在中国近些年来作为一股日益壮大、举足轻重的金融力量，其与房地产的结合日益密切。根据有关数据¹，房地产行业投资金额占私募股权基金总体投资金额的比例居于各行业之前列。房地产项目一般具备投资金额大、投资周期较长的特征，房地产私募基金的蓬勃发展体现了中国私募基金行业逐步走向规模化、成熟化和多样化。

房地产私募基金的投资对象较为多样，主要包括房地产开发项目、基础设施项目、项目公司股权、打包不良资产、项目收益权等。复杂的交易架构、严格的监管环境使得房地产私募基金自成特色。

一、房地产私募基金的发起人与投资人

一般来说，房地产私募基金可按照发起人背景分为三种类型：（1）开发商主导型，依托大型开发商的配套资源，由基金发起人同时负责基金投资和项目开发建设；（2）传统 PE/VC 型，依托 PE/VC 公司的过往股权投资经验及资金实力进行横向发展；（3）政策导向型，这类基金往往由政府投资人主导，投资标的具有明显的政策导向性，例如公租房基金、新农村建设基金等。本文集中关注于商业因素导向的房地产私募基金。

房地产私募基金所投资的项目往往单个体量较大，甚至不少是单一项目基金。投资于单一投资标的投资策略存在投资集中度过高的弊端，无法通过多样化的投资来分散和降低风险，基金盈亏高度依赖于单一标的的运营情况，投资风险相对较大。单一投资标的的风险特征要求房地产私募基金的投资人有一定的投资经验和行业背景，方能对单一项目的盈利能力产生充足的投资信心。另一方面，结合房地产私募基金的发起人可能与项目开发商有一定关联的内在特征，房地产私募基金的投资人往往主动要求，发起人或其关联方对基金投入较高比例的自有资金、以实现风险共担，或者发起人（或其关联方）资金在基金分配顺序上居于劣后、通过结构化安排增强第三方投资的安全性。

房地产私募基金主要通过项目出售、项目方回购权益、类 REITs（Real Estate Investment Trusts）等渠道退出，通常鲜有通过 A 股上市退出。因此，不同于投资互联网等其他领域的基金，房地产私募基金在接纳投资人时，通常无需考虑 A 股上市的相关要求。当下，企业申请 A 股上市时均需对股权结构中是否存在信

¹ 《中国私募股权投资母基金行业发展报告（2017）》，中国证券投资基金业协会发布。

托计划、资管计划、契约型基金（统称“三类股东”）进行核查及清退，不少私募基金为避免将来影响被投资企业上市，在接纳三类股东作为投资人时常存在顾虑，或制定一系列的投资排除、上市前整改机制。房地产私募基金在募资及投资阶段则无需排除三类股东。而三类股东出资人在募集资金方面存在天然优势，可汇集较多资金，也间接地增加了房地产私募基金的资金来源。

二、房地产私募基金的特殊监管要求

（一）缘起 4 号文

鉴于房地产私募基金的特殊性，中国证券投资基金业协会（简称“基金业协会”）专门针对房地产私募基金发布了《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》（简称“4 号文”）。4 号文的发布对行业有所影响和规范。房地产企业通过私募基金进行债权融资的渠道急剧萎缩，过往由私募基金通过银行委托贷款、信托通道、收益权、明股实债等提供债务融资的方式都受到了规范和限制。

由此，房地产私募基金更多地走向投资于房地产项目公司股权的道路。房地产基金的股权投资不仅关注项目价格情况，更关注项目的长期增值潜力。其中一些以长期经营、收取经营回报为特征的优质项目基金，例如基础设施产业基金、物流地产基金，更加受到市场的青睐并迅速发展起来。

（二）债权类投资的进一步限制

继以 4 号文专门限制房地产私募基金的债权投资行为后，基金业协会进一步于 2018 年 1 月 12 日发布了《私募投资基金备案须知》，明确指出以民间借贷、小额贷款、保理资产等《私募基金登记备案相关问题解答（七）》所提及的属于借贷性质的资产或收（受）益权为底层资产的，不得作为私募基金办理备案，且投资方式为委托贷款、信托贷款或通过 SPV、投资类企业等方式变相从事借贷活动的，均不符合私募基金的资本本质，将不予备案。

由此，基金业协会将私募基金的投资不应是借贷活动的要求适用到了所有类型的私募基金。但值得关注的是，尽管有上述规定的限制，房地产私募基金也并非完全不能进行任何债权类投资。根据基金业协会于 2018 年 1 月 23 日的“类 REITs 业务专题研讨会”上的讨论结果，该研讨会明确了私募基金在其投资端可以综合运用股权、夹层、可转债、符合资本弱化限制的股东借款等工具投资到被投资企业，形成权益资本，此类基金可以正常备案。根据前述会议精神，实操中，私募基金若与其主要业务相配套，投资较小比例的债权或收益权的，不会影响其通过基金业协会的备案审核。因此，只要不违背私募基金的资本本质，房地产私募基金仍可以采取（高比例）股权+（低比例）债权的夹层投资方式。

（三）结构化安排的比例限制

如前所述，房地产私募基金的特点之一就是发起人（或其关联方）资金在基金分配收益时往往居于劣后顺位，该等结构化安排有利于增强第三方投资的安全性，有利于房地产私募基金募资。

为避免结构化基金中起劣后保护作用、从而撬动风险承担意愿较低的优先级资金的劣后资金比例过低，央行、银保监会、证监会、外管局于 2018 年 4 月 27 日发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“《大资管新规》”）对结构化基金中的分级比例（即优先级份额/劣后级份额的比例）作出了限制：权益类产品的分级比例不得超过 1: 1，混合类产品的分级比例不得超过 2: 1。若私募基金份额设计为多个层级，即包含优先级、中间级、劣后级的，则中间级份额亦计入优先级份额。

（四） 单一投资标的的风险披露

如前所述，房地产私募基金由于单个项目体量较大，不少是单一项目基金。由于单一项目的基金投资策略存在集中度过高的特殊风险，基金业协会要求，管理人应将单一投资标的所涉风险作为特殊风险向投资人进行披露，并由投资人对该等风险收益特征予以签字确认²。

此外，《大资管新规》提出，禁止金融机构通过为单一融资项目设立多只资产管理产品的方式，变相突破投资人数限制或者其他监管要求³。该项规定亦在适用于券商系私募基金的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》得到再次申明⁴。我们理解，该等规定目前尚不适用于一般的私募基金。如适用，则可能影响到一些资金端较为分散的房地产私募基金的架构安排。

（五） 关联交易的规则

如前所述，房地产开发商是房地产私募基金发起人的主要类型之一。这类基金天然可依托开发商的配套优势，减少投资项目寻找、尽调等环节的开支；但这一优势从另一侧面也可埋下关联交易的隐忧。

若私募基金涉及关联交易，基金业协会要求，管理人同样应将关联交易所涉风险作为特殊风险向投资人进行披露，并由投资人对该等风险收益特征予以签字确认；并且，管理人还应当提交证明底层资产评估公允的材料、有效实施的关联交易风险控制制度、不损害投资人合法权益的承诺函等相关文件⁵。

我们也提示投资人密切关注此类房地产私募基金的关联交易条款，对于缺乏第三方介入、难以确保公允性的重大关联交易，建议增加投资人审批机制、交易评估机制等制约措施。

三、 房地产私募基金的税务讨论

对于有限合伙制房地产私募基金而言，由于有限合伙企业本身并不是企业所得税的纳税实体，而是纳税透明体（look-through entities or transparent entities），基金所获得的收益须在合伙企业层面计算应纳税所得额，再由各合伙人缴纳所得税，其中法人合伙人自行缴纳企业所得税，自然人合伙人由基金代扣代缴个人所得税。目前，国家层面尚无关于有限合伙制私募投资基金中投资人的投资收益和执行事务合伙人的绩效收益这两种不同性质收入税务处理的统一性规定。尤其是对于合伙企业取得绩效收益，是按照“利息、股息、红利所得”项目或者“财产转让所得”项目征税而适用 20%的比例税率，还是视为个体工商户生产、经营所得项目从而适用 5%-35%超额累进税率，实践中不同税务部门有着不同的看法。《大资管新规》关于“业绩报酬计入管理费”的规定⁶进一步加深了管理人对于绩效收益适用税率及税种的担忧。

² 《私募投资基金备案须知》（2018 年 1 月 12 日）

³ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第十五条第五款 金融机构不得违反金融监督管理部门的规定，通过为单一融资项目设立多只资产管理产品的方式，变相突破投资人数限制或者其他监管要求。同一金融机构发行多只资产管理产品投资同一资产的，为防止同一资产发生风险波及多只资产管理产品，多只资产管理产品投资该资产的资金总规模合计不得超过 300 亿元。如果超出该限额，需经相关金融监督管理部门批准。

⁴ 《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第二十五条第三款 证券期货经营机构不得设立多个资产管理计划，同时投资于同一非标准化资产，以变相突破投资者人数限制或者其他监管要求。

⁵ 《私募投资基金备案须知》（2018 年 1 月 12 日）

⁶ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二条 资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。金融机构为委托人利益履行诚实信用、勤勉尽责义务并收取相应的管理费用，委托人自担投资风险并获得收益。金融机构可以与委托人在合同中事先约定收取合理的业绩报酬，业绩报酬计入管理费，须与产品一一对应并逐个结算，不同产品之间不得相互串用。

对于契约制房地产私募基金而言，与有限合伙制类似的是，其亦非企业所得税的纳税义务主体。并且，就契约型私募基金投资人的个人所得税如何缴纳的问题，目前尚缺乏明确指引。

此外，因涉及房地产行业，房地产私募基金还可能涉及的税项包括：销售不动产、转让土地使用权的出售方/转让方需缴纳增值税，买受方/受让方需缴纳契税，不动产转让收益需缴纳土地增值税，房地产的产权所有人需缴纳房产税，占用城镇土地和工矿区的企业和个人需缴纳城镇土地使用税，占用耕地建房或从事其他非农业建设的需缴纳耕地占用税，还可能涉及城市维护建设费、教育费附加、地方教育附加税等附加税。

由此可见，房地产私募基金的涉税问题较为复杂，在设计房地产私募基金架构时，需要合理设计、综合考虑，争取适用税收优惠政策，灵活利用各类交易架构，制定适当的交易定价，以达到税收优化的目的。

四、国外 REITs 模式对国内房地产私募基金的影响

REITs 是房地产信托投资基金的简称，往往指以房地产相关资产作为底层资产的资产证券化产品。在境外，REITs 的底层资产往往是持有物业资产的项目公司股权。目前，我们理解中国境内的相关法律法规尚不支持发行如同国外一样的 REITs 产品，不过在现有法律法规框架下已出现不少类似 REITs 产品。但国内同类 REITs 产品与国外的 REITs 产品在底层资产、收益分配、产品周期、投资人退出渠道或产品流通性等方面都存在较大差异。

综上，房地产私募基金在中国伴随私募基金的蓬勃发展而发展，但也因其行业特点和通常运营模式而受到一定限制。我们相信房地产私募基金会逐步形成自己的特色和运作模式，并得以健康、快速的发展，在中国私募基金行业中占有更重要的席位。

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：

张平

电话： +86-10-8525 5534

Email: evan.zhang@hankunlaw.com

周林

电话： +86-10-8516 4188

Email: lin.zhou@hankunlaw.com