

## 暖风徐来 不动产基金知多少（二） — 不动产基金的机制设计

作者：方榕 | 周林 | 聂晓迪 | 梁潇 | 张鹏翔 | 周菲

《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（“《不动产基金备案指引》”）的出台解决了不动产基金管理人牌照的问题，但是作为不动产投资和资产管理相结合的产品，不动产基金的成功运转还受限于管理人的能力建设，也依赖于投资人对委托投资关系的认知和授权，相信会有较长的市场培育和发展过程。本文简单梳理了不动产基金的常见机制，分享如下。

### 一、不动产基金的分类

不动产基金在大类上可分为核心型、增值型和机会型。核心型基金以持有稳定经营资产为主，通常项目开发已基本完成，无需过度对外借贷即可维持运营，能够产生稳定的波动较小的现金流；机会型基金通过直接进行项目开发或改造获取投资收益，参与阶段相对更早，涉及对标的资产的大额建设改造投资；增值型基金的定位介于两者之间，主要通过维护改造、重新定位及装修等方式对已有物业进行开发升级进而创造收益。

核心型、增值型和机会型三类不动产基金在风险等级上依次从低到高，潜在的预期回报也随之增加。目前国内市场上核心型基金相对更为常见，我们观察原因主要包括以下方面：

- **更符合投资人的风险偏好。**三类基金在投资方式上存在差别，其中机会型基金前期资金需求较大，因而在内部的结构化安排、外部融资方面有更高要求，无论是从制度规则的角度，还是从投资人风险偏好的角度，都较难匹配。核心型基金的标的资产已有稳定收益，各方在商业上更容易基于确定预期达成共识。
- **满足机构投资人的合规要求。**现阶段国内市场上主要机构投资人都较为关注资金的安全性，中国银行保险监督管理委员会对各类机构投资人参与不动产投资也划定了边界条件。就保险资金而言，《保险资金投资不动产暂行办法》（保监发[2010]80号，“80号文”）明确规定，“保险资金投资的不动产，应当产权清晰，无权属争议，相应权证齐全合法有效”“管理权属相对集中，能够满足保险资产配置和风险控制要求”；《保险资金投资股权暂行办法》（保监发[2010]79号，“79号文”）亦强调，保险资金不得投资不具有稳定现金流回报预期的企业股权。就信托资金而言，即使是股权投资，在实践中也常存在被投资项目需满足“四三二”条件的内控要求，即四证齐全、30%的资本金到位、房地产二级开发资质。就银行理财资金而言，基于流动性、安全性以及对久期管理、禁止资金池等要求的全面考虑，商业银行理财子公司投资核心型以外产品的动力不足。基于上述对资金端的合规限制，核心型不动产基金更契合机构投资人的投资需要。

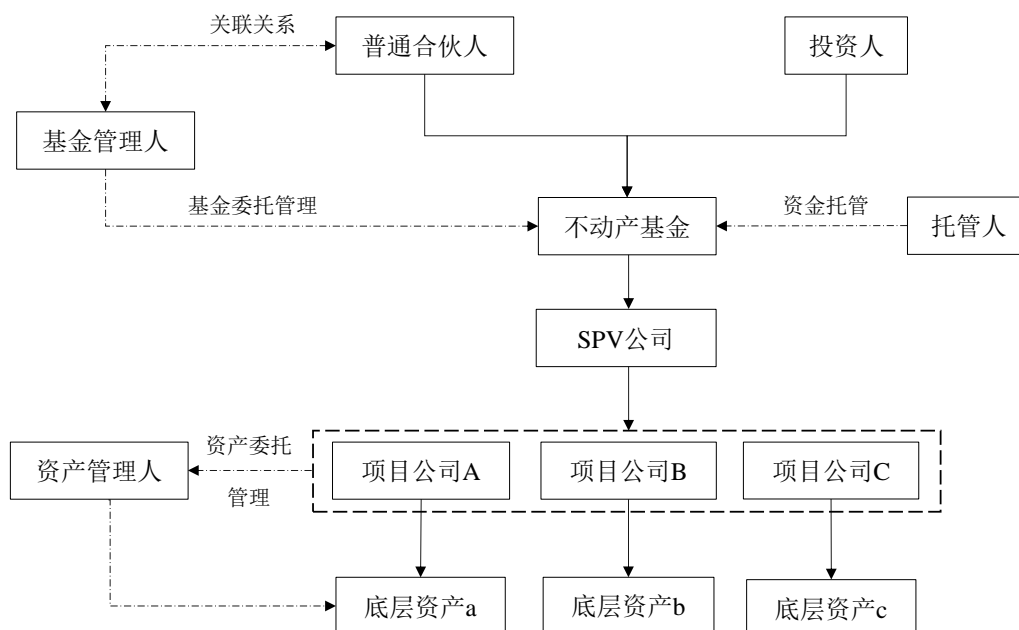
- **管理运营经验有待提升。**国内不动产基金的发展阶段相对较早，而机会型、增值型不动产基金对于基金管理人有着更高的专业要求，需要匹配充足的具备丰富不动产行业经验的专业化人员。这一要求与不动产行业基金管理人的发展阶段不甚匹配，客观上限制了各方在增值型、机会型产品上的合作。

当然，近年来市场上也出现了若干增值型基金，通过对存量物业的装修改造提升物业价值，并通过灵活的退出方式为投资人取得了不错的回报。

除核心型、增值型和机会型的分类外，根据投资标的和种类的不同，各主体类别的不动产基金也相继面世：不动产并购基金通过市场化收购方式获取存量优质物业，培育运营资产，并挖掘其内在价值；城市更新基金立足盘活存量，推进旧区改造、区域开发和民生保障，取得了不错的社会效益和经济效益；工业物流基金着眼于城市枢纽地带的产业升级机会，尤其受到外资投资方的青睐；纾困基金瞄准了不良资产的风险化解方向，保交楼、稳民生，通过债务重组与资源整合协助危困企业纾困，化解市场风险。

## 二、不动产基金的典型架构

以核心型基金为例，目前常见的有限合伙制不动产基金的典型架构如下：



上述架构的要点如下：

- **有限合伙企业中需至少有一个普通合伙人、一个有限合伙人。**有限合伙型基金的普通合伙人应由基金管理人或与基金管理人存在关联关系的主体担任；有限合伙人则由投资人和/或产业方构成。如采用 Co-GP 模式，产业方亦可作为基金的另一名普通合伙人。
- **不动产基金以股权和/或债权方式直接或间接投资于项目公司，以取得底层资产的相关权益。**特别地，为进行风险隔离并避免基金直接举债，也可在投资于项目公司前，先行设立特殊目的载体（“SPV”），通过 SPV 投资于项目公司。

由于合伙企业无法单一持有项目公司 100% 股权，因此在架构设计时，往往由基金持有 SPV 或项

目公司的绝大多数股权（如 99.9%），并由普通合伙人或其关联方持有剩余股权（如 0.1%）。

出于税筹的考虑，基金的对外投资通常采用“股+债”结构，通过“资本弱化”达到利息税前扣除的效果，优化基金的投资收益。对于一般的私募股权投资基金而言，其股债比的上限为 4:1，《不动产基金备案指引》对不动产基金的股债比要求有所放松，原有的“借款或担保比例不得超过 20%”的要求调整为（1）股权出资额不低于总出资额的三分之一，适用于有自然人投资者且对项目公司持股 75%以上或（2）由基金合同约定，适用于如全部为机构投资者且对项目公司持股 75%以上或持股 51%以上且可设置担保并实现资产控制，该等放松很好的契合了“资本弱化”的投资需求，破解了原有的合规要求与税务筹划难以兼得的困境。从条文解读，如不动产基金全部为机构投资者，基金的股债比由基金合同约定，存在股债比大于 1:2 的可能，市场可接受的股债比上限如何，尚待实操检验。

- **聘请产业方进行持续的资产管理。** 不动产基金的收益依赖于底层资产的良好运营和不断增值，因此除基金层面的委托管理外，项目公司还会聘请资产管理人对底层资产进行持续管理。实操中，如不动产基金投资于特定产业方的资产，则一般会由产业方自行或安排其关联方参与到底层资产管理中来。基金端的投资管理和资产端的运营管理的联动将形成不动产基金投资架构的双轮驱动和双向激励，也是不动产基金的生命力所在。
- **多渠道的融资安排。** 在投资端，基金可自行或通过 SPV 举借并购贷款，如由 SPV 作为并购贷借款主体，并购贷的上限可为并购投资总额的 60%；在基金存续内，基金可对外借款，亦可由项目公司借取经营性物业贷用于底层资产的升级改造与运营管理。
- **基金托管。** 根据中国证券投资基金业协会的备案要求，传统的私募股权基金不强制要求托管，但如其通过 SPV 进行投资，或拟接纳保险资金作为投资人，则根据《私募投资基金备案须知（2019 年 12 月 23 日）》（“《备案须知》”）及 79 号文、80 号文等规定，基金应当进行托管。《不动产基金备案指引》则强制性规定参与试点的不动产基金应当进行托管。

### 三、基金的决策

与一般股权私募基金相同，有限合伙型不动产基金的决策机制同时受限于《中华人民共和国合伙企业法》（“《合伙企业法》”）和《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令[105]号，“《私募办法》”）等规定：

- 根据《合伙企业法》，合伙企业由执行事务合伙人负责执行合伙企业事务，有限合伙企业中执行事务合伙人仅能从普通合伙人中选任，不执行合伙事务的合伙人有权监督执行事务合伙人执行合伙事务的情况。
- 根据《私募办法》等监管规范，私募基金财产由基金管理人进行管理，对于涉及利益冲突、关联交易、基金期限的延长、提前终止等重大事项，应当根据基金合同约定及时向投资人进行信息披露，以及根据基金合同约定征得投资人同意。

实践中不动产基金的决策机构通常包括投资决策委员会、合伙人会议、顾问/咨询委员会，三者的运作机制如下：

- **合伙人会议。** 由全体合伙人组成，主要对《合伙企业法》项下需一定比例的合伙人同意的事项进行表决，如 GP 的除名、退伙、权益转让、基金的解散、清算，管理人的更换等，各合伙人基于其持有的基金份额进行表决，表决比例可根据商业安排确定。

- **投资决策委员会。**为基金的投资决策机构，负责就基金的项目投资、退出、重大投后管理等事项进行决策。由基金 GP/管理人负责组建，成员通常由基金管理人自身的管理团队成员担任，在多方合作设立基金的情况下，也可邀请合作方委派委员。根据商业安排确定，在多方委派投资决策委员会委员的情形下，还应考虑财务并表和反垄断等问题。
- **顾问/咨询委员会。**由基金 GP/管理人负责组建，具体成员从基金的投资者中选任；通常适用于 LP 较多、构成复杂的情况，通过由主要的 LP 组建顾问/咨询委员会的形式，代表投资人发表相关意见。主要对利益冲突、关联交易、基金期限的延长、特定投资限制要求的突破等事宜进行决策。如基金 LP 构成相对简单，也可不设置顾问/咨询委员会，相关权限由合伙人会议直接行使。一般设置为各委员一人一票，按照多数决的原则进行表决，常见的表决通过比例为半数决或三分之二决。

## 四、收益分配

不动产基金的收益分配，通常遵照先返本、后分利的原则：

- **返本。**按照基数的不同，分为按照基金（By Fund）返本，与按项目（By Project）返本。前者首先返还投资人对于基金的出资，而不针对于特定项目；后者首先返本投资人对于项目的投资成本，视情况可以为完全的各项项目独立核算，或对全部已退出项目等特定范围内的项目情况进行核算，但并不针对于基金整体。
- **优先回报。**基金合同可约定优先向投资人进行分配，直至投资人的收益达到门槛收益率。设置门槛收益的核心要义在于未达到一定的收益率，GP/管理人不提取超额收益。实现优先回报之后，全部投资收益在投资人与 GP/管理人之间按照固定的比例进行分配，GP/管理人提取超额收益。
- **超额收益。**在投资人已实现优先回报的情况下，就超出部分收益的分配机制，通常直接在 GP/管理人与投资人之间进行分成，分成比例由各方协商约定。

此外，根据投资人的不同诉求，不动产基金也可设计期间分配、临时分配机制：

- **期间分配。**不动产基金，特别是核心型不动产基金与一般私募基金的运作方式和收益要求存在一定差别，持续、稳定的期限收益也是投资人的核心关注内容，而该等收益主要来源于底层资产的运营收入（如租金、停车费等）。因此，在以上收益分配模式的基础上，不动产基金往往会设计期间收益分配机制，使得项目公司所获取的收益及时支付至不动产基金，以便不动产基金进一步向投资人完成期间收益的分配。期间分配可以设置一定的目标业绩基准，也可以应分尽分，具体视商业安排而定。
- **临时分配。**部分不动产基金可能会设计临时分配机制，即在底层资产运营良好、存在富裕资金的情况下，向基金分配收益，并由基金通过提前偿还投资人的部分投资本金的方式向投资人进行分配。提前还本可考虑对应的投资收益同步支付，且应避免与期间收益重复支付。

## 五、资产管理和考核

不动产基金的最终投资标的是底层不动产项目，基金的管理和分配均有赖于底层不动产项目的健康运转。受限于不动产项目运营管理的专业性，不动产基金项目中通常由受聘资产管理机构负责底层不动产项目的运营管理。

不动产基金的资产管理机构通常由底层项目公司的原股东或其关联方，或基金的产业投资方担任，该等

资产管理机构对于底层不动产项目的熟悉度较高，能够实现资产运营管理的平稳过渡、稳步提升。如前文所言，该等角色安排也有利于资产管理机构与不动产基金的利益统一，实现良性循环。

资产管理机构通常由底层项目公司聘请，合伙企业亦可作为委托方之一参与签署资产管理协议。如果有限合伙协议是不动产基金的核心操作系统，那么资产管理协议则设置了不动产基金最前端的日常执行程序。资产管理协议的核心条款包括运营管理服务事项、管理费和支付方式、资产管理机构的激励机制、资产管理机构和项目公司的权责划分、资产管理机构的解聘情形等。

为实现底层资产的有效管理，达到“奖优惩劣”的目的，资产管理协议会设置全面的考核机制。考核的周期依据底层资产的具体情况有所区别，可为月度、季度、半年度或年度。考核的标准一般为事先制定的预设业绩指标，往往包括资本性支出、相关税费、运营成本、杠杆后经营性净现金流以及净运营收入（NOI）预测值等。如考核不达预期，可能触发扣除资产管理费、降低资产管理费甚至解聘资产管理机构等安排；如实际 NOI 高于预设业绩指标，可以考虑将超出部分提取特定比例作为业绩奖励支付给资产管理机构。

资产管理协议有关不动产项目日常运营、项目收入归集和分配、预算和成本控制、考核机制等方面权利义务的约定往往凝聚了各方不同的商业诉求和关切，是不动产基金区别于其他私募股权基金的重要方面。对于核心型、增值型和机会型三类不动产基金的资产管理，由于底层资产的业态、开发建设阶段、运营情况不同，考核机制也不尽相同，需要结合底层资产的实际具体情况具体设置。

## 六、退出

不动产基金的投资退出主要包括项目解散清算退出、项目转让退出以及逐渐被大家讨论的通过发行基础设施 REITs 退出等，我们将在后期文章进一步讨论。

## 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：

### 方榕

电话： +86 10 8524 9486

Email: rong.fang@hankunlaw.com

### 周林

电话： +86 10 8516 4188

Email: lin.zhou@hankunlaw.com