



资产管理法律评述
2019 年 12 月

上海
上海市银城中路 68 号
时代金融中心 16 楼和 19 楼
邮编: 200120
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京
北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
邮编: 100005
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港
香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话: +852 2592 1978
传真: +852 2868 0883

伦敦
1F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

www.llinkslaw.com

SHANGHAI
16F/19F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

BEIJING
4F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

HONG KONG
27F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

LONDON
1F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

master@llinkslaw.com

私募投资基金备案新规和《九民纪要》

对房地产夹层融资基金的影响初探

作者: 安随一 | 李剑伟 | 赵铭宗 | 张瀛舟

中国证券投资基金业协会(“基金业协会”)于 2019 年 12 月 23 日发布了更新版《私募投资基金备案须知》(“《备案须知(2019 版)》”),对基金业协会于 2018 年 1 月 12 日发布的原《私募投资基金备案须知》(“《备案须知(2018 版)》”)进行了更新,并自发布之日起施行。

《备案须知(2019 版)》进一步明晰私募基金的外延边界、重申合格投资者要求、明确募集完毕概念、细化投资运作要求,并针对不同类型基金提出差异化备案要求,对包括房地产夹层融资基金在内的各类型私募投资基金均有重要影响,无疑是近期私募投资基金行业内的热点话题。

此外,最高人民法院于 2019 年 11 月 8 日发布了关于印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》的通知(法[2019]254 号)(“《九民纪要》”),其中对职业放贷人、对赌协议、合同效力、以物抵债、让与担保等在房地产夹层融资基金实务操作中经常涉及的法律问题进行了论述。尽管《九民纪要》并非司法解释,不能作为裁判依据进行援引,仅在法院在案件判决中可以根据纪要的相关规定进行说理,但毫无疑问,该纪要对法院未来就相关问题的审判思路和结果将产生重大影响。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请与下列人员联系:

郭建良: +86 21 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

免责声明: 本出版物仅代表作者本人观点,不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

私募投资基金备案新规和《九民纪要》对房地产夹层融资基金的影响初探

由此, 本文希望站在房地产夹层融资基金角度, 从《备案须知(2019 版)》中对于私募基金不得进行借贷活动的表述, 以及《九民纪要》中对相关问题的论述出发, 结合其他相关规定和市场实践, 对房地产夹层融资基金的几种典型投资模式进行简述, 并对行业内特别关注的“纯债权投资”“名股实债”等可能涉及的法律风险等问题进行简要说明。

本文项下所称“房地产夹层融资基金”, 是指私募基金管理人为满足房地产开发商/物业持有人(统称为“**开发商**”)就特定房地产项目的资金需求而募集设立的私募股权投资基金。其常见的投资场景为: 基金通过股权和/或债权投资的方式向开发商持有的房地产项目对应项目公司提供融资, 与开发商共同持有项目公司股权, 并对项目公司及房地产项目的运营、开发享有一定的监管权和参与决策权。待一定条件满足时, 基金可通过底层资产处置、开发商安排回购等方式实现投资退出。

一. 《备案须知(2019 版)》中对于私募基金不得进行借贷活动的表述

《备案须知(2019 版)》第一条第(二)款规定, “私募投资基金不应是借(存)贷活动。下列不符合“基金”本质的募集、投资活动不属于私募投资基金备案范围:

1. 变相从事金融机构信(存)贷业务的, 或直接投向金融机构信贷资产;
2. 从事经常性、经营性民间借贷活动, 包括但不限于通过委托贷款、信托贷款等方式从事上述活动;
3. 私募投资基金通过设置无条件刚性回购安排变相从事借(存)贷活动, 基金收益不与投资标的的经营业绩或收益挂钩;
4. 投向保理资产、融资租赁资产、典当资产等《私募基金登记备案相关问题解答(七)》所提及的与私募投资基金相冲突业务的资产、股权或其收(受)益权;
5. 通过投资合伙企业、公司、资产管理产品(含私募投资基金, 下同)等方式间接或变相从事上述活动。”

上述要求与《备案须知(2018 版)》等现有规定、基金业协会领导多次公开讲话中提到的“私募基金的投资不应是借贷活动”的监管思路一脉相承, 并非新提出的监管要求。

二. 房地产夹层融资基金的投资模式简述

早在《备案须知(2019 版)》《九民纪要》出台之前, 在基金业协会 2017 年 2 月关于发布《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》的通知(“**《4 号规范》**”)、《备案须知(2018 版)》以及 2018 年 1 月 5 日《商业银行委托贷款管理办法》(“**《委贷新规》**”)等一系列规定发布后, 房地产夹层融资基金的投资模式实际已受到了很大程度的冲击和影响, 具体而言:

私募投资基金备案新规和《九民纪要》对房地产夹层融资基金的影响初探

(一) 纯债权投资

2017年2月发布的《4号规范》规定，证券期货经营机构设立私募资产管理计划(注：该规范要求私募股权投资基金投资房地产开发企业、项目时参照执行)以“委托贷款”方式投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的，暂不予备案。《委贷新规》规定，商业银行不得接受委托人将其“受托管理的他人资金”用于发放委托贷款。《备案须知(2018版)》规定，“通过委托贷款、信托贷款等方式直接或间接从事借贷活动的”不属于私募基金的经营业务范围从而无法进行基金备案。

随着上述所列及其他相关一系列限制性规定的发布，在一段时期内曾经比较常见的房地产夹层融资基金纯粹通过向房地产项目公司提供新增股东贷款、委托贷款等进行债权投资，债权期限到期进行还本付息，即所谓“纯债权投资”的业务模式，因直接落入上述规定的禁止范围，而导致存在无法完成基金备案、无法对接委托贷款等实质障碍，目前在市场中已较为鲜见。

当然，我们也注意到，在《备案须知(2019版)》以及此前基金业协会领导的多次讲话中，也均提到私募股权投资基金的投资范围可以包括可转债、市场化和法制化的债转股等。尽管根据我们了解，目前基金业协会在接受从事可转债投资或承接存量债权的私募股权投资基金的备案时非常谨慎，但该条路径理论上仍然可行，且在《备案须知(2019版)》最后部分实际也提到“私募投资基金投向债权、收(受)益权、不良资产等特殊标的的相关要求，另行规定”，预留了一定的想象空间。就此问题的后续发展，值得持续关注。

(二) 名股实债投资

《4号规范》规定，证券期货经营机构设立私募资产管理计划(注：该规范要求私募股权投资基金投资房地产开发企业、项目时参照执行)“以名股实债的方式受让房地产开发企业股权”投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的，也暂不予备案。同时，该规定将“名股实债”定义为“是指投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或亏损进行分配，而是向投资者提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资者支付固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或者偿还本息的投资方式，常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等”。

尽管上述规范仅限定在“投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目”的范围内，但其对“名股实债”的定义即体现了基金业协会对“名股实债”的理解和监管思路。

在《备案须知(2018版)》中，虽然没有将上述“名股实债”直接写入不属于私募基金的经营范围内，但根据目前基金业协会对于基金备案的操作实践，基于私募基金不应从事借贷的核

私募投资基金备案新规和《九民纪要》对房地产夹层融资基金的影响初探

心监管思路，无论是否涉及“投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目”，对于房地产夹层融资基金名义上通过股权投资对房地产项目公司提供融资，但仅以固定期限到期为触发条件，要求开发商按照固定利率通过回购等方式保证基金实现退出的安排，由于明显落入基金业协会理解的“名股实债”范畴，在目前实践中通常难以实现基金备案。

在《备案须知(2019版)》中，将“通过设置无条件刚性回购安排变相从事借(存)贷活动，基金收益不与投资标的的经营业绩或收益挂钩”直接列为不符合“基金”本质的募集、投资活动不属于私募投资基金备案范围，也进一步印证了上述监管思路。

基于上述原因，也结合投资人、开发商自身商业需求的变化等方面因素影响，此类明显是“名股实债”的业务模式也已逐渐不再是市场主流。

(三) 真股权投资(但因其中部分机制设置安排，有一定“名股实债”的嫌疑)

根据我们的观察，在目前房地产夹层融资基金的投资模式中，基金收益与项目实际收益情况挂钩的安排已比较常见，举例而言：基金将在项目资产处置去化率达到一定程度时，通过评估、事先约定估值方式、审计等方式对项目公司进行模拟清算，并基于模拟清算结果确定基金的投资收益，进而由开发商通过回购等方式使得基金取得上述投资收益并完成投资退出。

在上述安排项下，尽管有回购安排，但由于基金的投资回报与项目公司的经营业绩挂钩，因此其“真股权投资”的属性较为明显。且毕竟基金有到期清算压力，与开发商事先约定，在底层资产迟迟无法变现的情况下，通过非固定金额的回购安排实现基金投资退出，也是合理的商业逻辑。按照我们目前了解到的情况，以上安排在基金备案时，通常可以得到基金业协会的认可。

但是，我们也注意到，基金管理人出于基金资金安全、退出业绩压力等商业考量，也常常希望探讨，在设置上述“真股权投资”安排之同时，是否可进一步设定例如由开发商提供期内利润承诺和补偿、触发特定条件时开发商应按照固定价格回购基金持有项目公司股权等配套措施，以及是否因此又会导致“名股实债”的问题。

就此，我们理解，如果基金要求开发商履行补偿义务、回购义务系有合理的前提条件的，例如开发商提供的利润补偿系由于其此前向基金作出的合理承诺，开发商按固定金额进行回购的义务系由于其此前承诺的工程进度或销售回款情况未达标、对项目重大事项陈述不实、出现开发商重大违约等，则该等安排与借贷关系项下通常到期即需还本付息的安排有一定的区别。在《备案须知(2019版)》中，我们也注意到，基金业协会在特别列举的不属于私募基金备案范围时所用措辞表述为通过“无条件刚性”回购安排变相从事借(存)贷活动。

私募投资基金备案新规和《九民纪要》对房地产夹层融资基金的影响初探

此外，可以对比借鉴考虑的角度是，在 PE/VC 领域，投资人与创始人进行对赌，在被投企业出现未达业绩目标等重大不利事件时，投资人要求创始人支付补偿，或按投资本金加固定利息回购投资人持有股权的安排非常常见，业已经过了较多司法实践的检验，并在《九民纪要》中也得到印证，即“对于投资方与目标公司的股东或者实际控制人订立的‘对赌协议’，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议。”

但也需特别注意，鉴于基金业协会在监管房地产基金时通常较为严格和审慎，且相较于 PE/VC 领域而言，房地产领域因物业资产通常具有较为公允、成熟的市场估值，在设定补偿、回购或对赌安排时余地可能相对有限，故在房地产基金领域设置此类补偿、回购或对赌安排触发条件时，其背后商业逻辑和合理性应经得起考察检验，而不应变相地通过设置无合理商业理由的条件，来实质实现无条件刚性回购、基金获得固定回报的目的，否则仍存在被认为基金从事“名股实债”投资的可能性。

三. 从事“纯债权投资”“名股实债”可能涉及的一些法律风险

(一) 合规风险

如前文所述，如基金业协会认定房地产夹层融资基金从事“纯债权投资”“名股实债”等借贷活动的，将导致该基金无法完成备案。

此外，在基金管理人递交基金备案时，需向基金业协会递交承诺函，承诺“基金不存在不属于私募基金投资范围的情形”。因此，即使在基金备案时，因基金管理人披露不实而侥幸备案完成，基金管理人本身已违反相应披露义务，应承担相应违规责任，且在基金后续运作过程中，基金业协会亦可能通过基金定期信息披露报送、对基金管理人和基金进行抽查等方式了解到上述违规情况，并进行相应处罚。

(二) 交易合同效力、可执行性风险

根据我们观察到的最近两年司法实践，在没有导致合同无效的其他法定情形下，对于基金从事“纯债权投资”“名股实债”的行为，尽管涉及借贷活动属于超越法律规定和基金业协会监管要求允许的私募基金经营活动范围，但法院认为合同有效的情况较为普遍，并通常支持基金对回购方或补偿方就投资本金和不超过 24%/年范围的固定收益的回购义务、补偿义务享有债权，但如固定收益和违约金加总后超过上述范围的，则超过部分可能无法得到法院支持。

但也请特别注意，结合 2019 年 7 月 23 日发布的《最高人民法院、最高人民检察院、公安部、司法部关于办理非法放贷刑事案件若干问题的意见》，以及《九民纪要》和一些地方高级人民

私募投资基金备案新规和《九民纪要》对房地产夹层融资基金的影响初探

法院发布的审判规则中，对于“未经监管部门批准，或者超越经营范围，以营利为目的，经常性地向社会不特定对象发放贷款”的行为仍然采取了较为严格的监管态势，且在《九民纪要》中特别规定，“同一出借人在一定期间内多次反复从事有偿民间借贷行为的，一般可以认定为是职业放贷人”，“未依法取得放贷资格的以民间借贷为业的法人，以及以民间借贷为业的非法人组织或者自然人从事的民间借贷行为，应当依法认定无效。”

在房地产夹层融资基金的典型投资场景，通常一个基金会对应特定的房地产项目，一般不会出现一个基金在一定期间内多次反复从事借贷活动。但是，也不排除未来司法实践口径逐渐收紧，将基金管理人管理的不同基金针对不同项目进行的投资活动认定为是基金管理人在从事放贷业务，以“非法放贷”“职业放贷人”等为由而认定而合同无效的可能性，并进而引发刑事层面风险。考虑到《九民纪要》刚刚公布，尚待进一步观察后续司法实践中就此问题的认定情况。

对于基金被认定为从事借贷活动进而导致合同无效情况下的法律后果，尽管最近两年相关的司法案例相对较少，但从法律规定及《九民纪要》角度，我们理解相应的法律后果主要包含：双方根据财产增值或贬值情况互相返还标的物 and 价款，同时将结合双方过错情况确定相应的补偿责任。即，在本金实际真实提供的情况下，基金对投资本金相应的债权主张在正常情况下应可以得到支持，但约定的固定收益部分等得到多大程度的支持将存在较大不确定性。此外，相应可能存在的刑事风险也需特别关注，在此不作展开。

四. 结语

本文仅是从《备案须知(2019版)》《九民纪要》等相关规定出发，对房地产夹层融资基金投资模式的简述，以及对行业内特别关注的房地产夹层融资基金投资模式下可能涉及的部分法律问题的简要说明。

需特别说明的是，在实际的房地产夹层融资基金项目，其具体投资模式、结构通常还要根据项目情况(例如项目业态类型、是否涉及不良资产等)、开发商诉求(例如房地产上市企业合规限制、出表诉求等)、基金投资人诉求(例如财务投资人、开发商背景投资人、险资投资人不同合规要求和诉求等)等多方面因素而相应设计，其最终交易结构将远比前文说明的更为复杂。由于篇幅所限，就该等更为复杂的交易结构，以及由此可能引发的以物抵债、让与担保、流质等其他法律问题，在此不再赘述。

综上，如何在现有法律规定、监管要求和司法实践环境下，设置合规、安全且符合交易各方商业诉求的投资模式，始终是房地产夹层融资基金领域的重要话题之一。我们也非常期待能运用我们的专业知识和项目经验，与基金管理人、开发商、投资人等交易参与方就此问题，开展更多有价值的探讨。

私募投资基金备案新规和《九民纪要》对房地产夹层融资基金的影响初探

如需进一步信息，请联系：

作者	
安随一 电话: +86 21 3135 8761 lawrence.an@llinkslaw.com	李剑伟 电话: +86 21 3135 8763 teddy.li@llinkslaw.com
赵铭宗 电话: +86 21 3135 8682 kyle.zhao@llinkslaw.com	
上海	
韩 炯 电话: +86 21 3135 8778 christophe.han@llinkslaw.com	秦悦民 电话: +86 21 3135 8668 charles.qin@llinkslaw.com
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
娄斐弘 电话: +86 21 3135 8783 nicholas.lou@llinkslaw.com	夏 亮 电话: +86 21 3135 8769 tomy.xia@llinkslaw.com
黎 明 电话: +86 21 3135 8663 raymond.li@llinkslaw.com	俞佳琦 电话: +86 21 3135 8793 elva.yu@llinkslaw.com
安 冬 电话: +86 21 3135 8725 desmond.an@llinkslaw.com	
北 京	
王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@llinkslaw.com	高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@llinkslaw.com
香 港(与方緯谷律师事务所联营)	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
伦 敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@llinkslaw.com	

© 通力律师事务所 2019

免责声明：本出版物仅代表作者本人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。