

私募股权投资基金在房地产领域的法律风险

当前多数房地产企业都背上巨额债务，稍微运作不善就有可能陷入资金周转困境，而且利息负担重造成企业利润相对较少，不利于企业下一步发展。若房地产企业获得房地产投资基金的投资，可以大大削弱该企业对银行贷款资金的依赖性，有利于企业步入良性发展。

□ 文/北京展达律师事务所主任 张伟



私募股权投资基金（Private Equity Fund，简称为PE）是指通过私募形式，获得较大规模投资资金，形成基金资产，交由基金托管人托管和基金管理人管理，基金管理人以“专家理财”方式，对非上市企业进行的权益性投资。投资者按照其出资份额分享投资收益，承担投资风险。私募股权投资基金起源于美国，经过30年的发展，已经成为仅次于银行贷款和IPO的重要融资手段。这些私募股权投资基金规模庞大，投资领域广泛，资金来源广泛，参与机构多样化。

近两年来，私募股权基金的投资规模越来越大，介入范围越来越广，特别是房地产业备受基金青睐。随着“国11条”的出台以及19个月来央行首次提高存款准备金率的开始执行，房地产商“不差钱”的境况将一去不复返，因为房企70%的资金来源于银行贷款，存款准备金率上调将压缩商业银行的贷款空间。融资问题在2010年再次成为开发商的头等大事。

私募股权基金大规模的参与房地产投资将对房地产行业融资带来变革。房地产投资基金使房地产企业缓解融资压力，减小债务负担。当前多数房地产企业都背上巨额债务，稍微运作不善就有可能陷入资金周转困境，而且利息负担重造成企业利润相对较少，不利于企业下一步发展。若房地产企业获得房地产投资基金的投资，可以大大削弱该企业对银行贷款资金的依赖性，有利于企业步入良性发展。房地产投资基金将为投资者提供一个良好的投资渠道，投资房地产业可以符合投资者均衡投资风险的需求，同时，房地产资产的保值特性也决定了房地产基金的投资风险会小于其他产业投资基金。但是，房地产投资基金是一种金融活动，而金融活动本身就存在风险。对金融活动而言，风险和收益总是相互伴随，风险不可能消除，只能被识别和控制。

私人股权投资基金的所面临的法律风险主要包括：

法律地位风险

我国的《证券法》、公司法、合伙企业法等为私募股权投资基金的设立提供了法律依据，保证了其合法的法律地位，2007年3月1日开始正式实施《信托公司的管理办法》以及《信托公司集合资金信托计划管理办法》，这两个法律规定成为私募股权基金合法化的主渠道，同时在2007年6月1日实施新的《合伙企业法》，在新法当中规定增加了有限合伙制度，有限合伙制是典型的私募股权基金组织形态，其有限合伙人和普通合伙人的权利义务结构安排，既有利于资本和管理的分工，又有利于资本和管理的合作，也有利于决策责任的恰当落实，同时还能避免在公司治理下的双方征税。并且有限合伙的模式会更灵活，加快基金运作的速度，提高了效率，同时也拓宽了募集资金的渠道。

合同法律风险

股权投资基金运作过程中，为保证投资本金的安全，保证投资本金取得适当的年增长率，并保证投资能够在合适的时候以合适的价格退出，基金通常会与融资企业及其控股股东签订业绩保证条款和回购条款，法律界通说认为，业绩保证条款和回购条款均是无效条款。但是，目前司法实践中并无司法判例支持这一观点。且业绩保证条款和回购条款的约定千差万别，表述各异，因此，是否可以一概而论，存在争议。

操作风险

我国现有的法律框架下，私募股权投资基金主要有三种形式：一是信托；二是发改委特批的公司型产业基金，例如天津的渤海产业基金；三是各种投资公司，此类投资公司良莠不齐，法律对其监管目前还处于缺失状态，部分不良的私募股权投资基金或基金经理存在暗箱操作、过度交易、对倒操作等行为，严重侵害投资者的利益。

律师调查不实或法律意见书失误的法律风险

在进入阶段，需对基金进入目标企业的可行性进行分析，在可行性分析过程当中，首先，应当确保投资方向符合国家的产业政策；其次，应确保投资方案符合国家相关法律的规定。若律师出具的法律意见书认为该项目具有可行性，投资方就会进一步接触目标企业，了解具体要投资的企业目前的项目、经营的情况，这里面就涉及到企业的商业秘密以及诸多的信息，这个过程当中双方应签订保密协议。保密协议的签订，有利于保护融资方的利益，约束基金保守在谈判和合作过程中获知的企业的相关信息。

由于在私募股权投资中，目标企业为非上市企业，信息披露程度很低，投资者只能通过律师尽职调查来了解目标企业的真实情况，尽职调查应对企业的股份或其资产的全部情况进行充分的调查，明确并购行为存在哪些风险和法律问题。这样才能针对相关风险和 ([问题)进行谈判。私募股权基金中律师调查不实或法律意见书失误引起的法律风险将由律师或企业承担，调查不实，律师将承担相应的法律责任；企业提供资料不实也将承担相应的法律责任。但是，为了合作和共同的利益，房地产企业和投资公司之间可能存在隐瞒事实的问题。一般而言，房地产企业对投资公司隐瞒实际情况的可能性较大。比如，希望与投资公司合作的房地产企业为了融到资金，往往只会证明企业的从业经验和实力，而隐瞒本企业曾经在项目上出现过的诚信危机或管理事故等

问题，而投资公司由于本身的调查权利受限，也未能深入考察企业的真实情况，如企业的内部治理结构、财务风险防范能力等。因此投资者对基金产品风险的判断只能凭借投资公司出具的书面文件或者口头承诺。信息的不对称将导致潜在的投资风险。

投资方一般为了降低投资风险，会采取分期、分阶段的注入资金，在这个分期注资的过程中也就是一个监管的过程，律师应在这个阶段设计一个完整的监督管理的法律体系，保障投资人的利益。

退出风险

私募股权投资的根本目的是在恰当的时机退出企业以获取高额收益，而非掌握公司控制权或者长期经营权。因此，从一定角度上说，PE的退出机制决定了PE的最终成败，决定了PE投资人的权益实现。虽然各项法规趋于完善，但我国还没有出台专门以私募股权基金为调节对象的法律，而与私募股权投资有关的一些法律法规目前仍然存在不利于建立私募股权基金退出机制的条款。例如，根据新的《公司法》和《证券法》，在上市前，发行人控股股东、实际控制人和新引进的战略投资者应当承诺，上市后3年内不向他人转让其已持有的发行人股份。相对于其他国家上市后发起人股票平均6个月的锁定期来说，A股3年的锁定期显然过长。这一规定对预期持有年限少于3年的私募股权基金投资者以股份转让形式退出造成了障碍。

上市是主要的退出渠道，也是投资回报最高的退出方式，上市的收益来源是企业的盈利和资本利得。但是国内的资本市场还不够发达，限制比较多，企业上市比较困难。由于缺乏多层次的资本市场，有很多企业没有一个正常的退出渠道，股权没有一个正常的流动渠道，因而绕路去境外上市。

资产清算算是私募股权投资各方最不愿采用的一种方式，但却投资失败后最好的退出方式。当投资企业成长缓慢或者市场出现较大波动，使得项目成功的因素不再成立时，破产清算可以保证收回一定比例的投资额，减少继续经营的损失，使得投资基金损失最小化，并及时为下一个项目做好资金准备。不过破产清算耗时较长，要通过繁琐的法律程序，因此退出成本较高。

缺乏相关领域专业人才可能导致的风险

私募股权投资基金的一个最大的特点就是要介入公司的管理，而不仅仅是帮助被投资人获得发展所需要的货币资金，私募基金管理人在介入后，会利用自身所具备的、复合型专业知识帮助被投资企业稳健而有序的健康发展，而这些管理技能和经验对

于初创期或成长期的企业来说有可能是不具备的，但是，如果私募基金的管理人缺乏相关技能和经验，不仅不能对企业的发展起到促进作用，反而会起到阻碍作用。因此，在挑选私募基金管理人的时候应当向项目公司派驻具备一定房地产管理经验的管理人员。

房地产私募股权投资基金是一种较新的金融产品，随着我国相关环境的不断成熟，以及市场发展与创新的主观推动，房地产私募股权投资基金一定会朝着更安全和更完善的方向发展。📞

