

盘活存量、转型发展

——《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》要点简析

为支持房地产市场平稳健康发展，去年 11 月中国证券监督管理委员会（“证监会”）提出了调整优化涉房企业五项股权融资措施，被市场称为支持房地产融资的“第三支箭”。五项措施包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资等举措，并提出“要开展不动产私募投资基金试点，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金”。今年 2 月 20 日，证监会发布了《证监会启动不动产私募投资基金试点支持房地产市场平稳健康发展》的相关新闻，同日中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）发布了《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（中基协发[2023]4 号，“《不动产基金试点指引》”），“第三支箭”继续发力。以下我们将从六个角度对《不动产基金试点指引》的要点进行简要解析。

一、新增“不动产私募投资基金”类别，实施差异化管理

在《不动产基金试点指引》出台前，私募基金投资不动产已经广泛存在。从原有私募基金产品备案分类来看，分为私募证券投资基金、创业投资基金、私募股权投资基金、其他私募投资基金及上述四种类型基金的 FOF 形式基金共八大类，其中，私募股权投资基金下就包括了房地产基金、基础设施基金两类不动产投资基金类型。根据《不动产基金试点指引》相关起草说明，截至 2022 年末，基金业协会存续的私募股权房地产基金共 838 支，存续规模 4,043 亿元；存续私募股权基础设施基金 1,424 支，存续规模 1.21 万亿元，主要投向商业地产、交通基础设施、物流仓储、市政工程开发与建设等。

但是，在以往的私募基金监管中，并未将不动产投资基金作为单独的一类基金产品进行差异化管理，而是统一适用股权投资基金的监管规则；而不动产投资基金与股权投资基金在投资范围、投资方式、资产收益特征等方面存在较大差异，适用于股权投资的一些监管规则（如对债权投资方式的严格限制）并不能很好地满足不动产投资的需要。本次《不动产基金试点指引》发布后，新设“不动产私募投资基金”的基金类别，并实施差异化的监管政策，以满足不动产投资的特殊需要。

另外，在试点期间在监管上实行“双轨”制。符合条件的管理人可以申请不动产私募投资基金试点，按照《不动产基金试点指引》设立基金开展不动产投资业务。不参与试点的管理人在原有规则下的房地产投资基金业务模式及登记备案不受影响，可继续按照原有监管规则开展保障性住房、商业地产、基础设施等股权投资业务。

二、明确将存量商品住宅纳入投资范围

历史上，私募股权投资基金曾经大量通过“小股大债”“明股实债”等债权性投资模式投资于商品住宅开发项目，甚至深入到土地获取阶段。后来，在国家防止房价过快上涨的宏观调控政策大背景下，私募股权投资基金投资商品住宅的空间被不断压缩。自 2017

年起，《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》《中国证券投资基金业协会私募投资基金备案须知》等规则相继出台，以不予备案的方式，限制私募基金以借贷形式投资于北京、上海、广州、深圳等十六个热点城市的普通住宅项目。私募股权投资基金投资商品住宅从监管政策上受到了非常严格的限制，传统“小股大债”“明股实债”的投资模式在严厉的监管下难以以为继。

本次《不动产基金试点指引》在“盘活存量”的政策导向下，明确将“存量商品住宅”纳入不动产基金的投资范围。“存量商品住宅”^[1]需满足(1)五证齐全及(2)已经实现销售或主体建设工程已开工两项条件。从短期来看，将存量商品住宅纳入投资范围，可以与国家“保交楼”政策配合，解决已预售但因资金流断裂无法交付的项目的尾部融资问题，盘活不良资产，即解决民生问题，也可以为房地产企业纾困。从长期来看，将存量商品住宅纳入投资范围，也有助于通过市场化探索，为如何盘活更大体量的存量商品房住宅找寻新的发展模式。

三、更严格的投资人门槛

考虑到不动产私募投资基金具有规模较大、期限较长等特点，投资者需要有更高的风险识别能力和承担能力，更适合拥有长期资金的机构投资者。因此，相较于一般私募股权投资基金对“合格投资者”^[2]的资格要求，《不动产基金试点指引》规定了更高的投资门槛，具体而言：(1)不动产基金首轮实缴募集资金规模不得低于3000万元人民币；除管理人及其从业人员外，其余投资者的首轮实缴出资应不低于1000万元；(2)投资者以机构投资者为主，自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的20%，且除社保基金、基本养老金、年金基金、保险资金等特殊形式外，以合伙企业、契约等非法人形式，通过汇集多数投资者的资金直接或者间接投资于不动产私募投资基金的，需要穿透核查投资者。值得注意的是，从《不动产基金试点指引》规定层面来看，并未将已在基金业协会完成备案的合伙制、契约制私募基金排除在穿透核查的要求之外，但在实操中具体如何执行还待观察。

四、放松股债比要求

与股权投资相比，不动产投资更偏向于债权投资模式，普遍采取“小股大债”，即投资人倾向于以少量资金控制项目公司股权，并以债权方式投放大量资金，以期获得长期、稳定的投资回报。而在原有私募股权投资基金监管规则下，私募股权投资基金的债权投资行为是股权投资的“附属”，受到严格限制。例如，私募股权投资基金仅可为被投资企业提供一年期限以内借款、担保，借款或担保的到期日不得晚于股权投资退出之日，且借款或担保余额不得超过该私募基金实缴金额的20%。受制于借款期限过短、股债比限制严格以及严禁明股实债等多重监管约束，原有私募股权投资基金的投资模式难以契合不动产项目的投资特点和需求。本次《不动产基金试点指引》在借款、担保、股债比等多个方面对不动产投资基金实施了差异化的监管政策，更加契合不动产投资的特点和需求，具体而言：

1. 在借款及担保方面，《不动产基金试点指引》第八条规定，基金向被投资企业借款的期限（包括提供担保的期限）可由原《关于加强私募投资基金监管的若干规定》规

定的一年内清偿完毕，放宽至不晚于基金清算完成。同时，明确不动产基金可以基于商业合理性，将基金财产对外提供抵质押，通过申请经营性物业贷款、并购贷款等方式，扩充投资资金来源。

2. 在股债比方面，《不动产基金试点指引》放宽了限制，根据投资者是否包括自然人进行区分：如包括自然人投资者，则股权投资与债权投资的比例不超过 1:2；如果投资者均为机构投资者，则在基金持有被投资企业 75%以上股权，或持有被投资企业 51%以上股权且被投资企业提供担保的前提下，股权投资与债权投资的比例依据基金合同约定执行，无强制性要求。

五、强化关联交易的约束

首先，与原有私募股权投资基金的监管规则相比，《不动产基金试点指引》扩大了关联方的范围，不仅包括基金管理人、投资者、实控人、关联私募基金等相关方，也包括与基金管理人高管人员存在重大利害关系的关联方。

其次，对于私募基金及其管理人与其关联方之间的关联交易，原有私募股权投资基金监管规则下重点强调基金文件中要明确关联交易的决策机制及回避安排，但并不禁止关联交易。本次《不动产基金试点指引》针对关联交易除了重申和强调事前、事中信息披露以及特殊决策机制和回避安排等要求外，还提出了更严格的约束，包括：(1)明令禁止管理人运用不动产基金财产直接或者间接投资于管理人或其控股股东、实际控制人所实际控制的企业或者项目，以防范道德风险。(2)明确规定申请试点的管理人“主要出资人及实际控制人不得为房地产开发企业及其关联方”，禁止地产企业利用不动产基金进行自融。

六、对管理人提出更高要求

由于不动产投资基金尚处于试点阶段，为发挥试点作用，体现头部管理人示范效应，相较于一般私募股权投资基金，《不动产基金试点指引》对管理人在股权机构、实缴资本以及投资经验和管理规模等方面提出了更高的要求，具体包括：

1. **股权结构：**管理人需出资结构稳定，主要出资人及实际控制人最近两年未发生变更；管理人主要出资人及实际控制人不得为房地产开发企业及其关联方；
2. **实缴资本：**不低于人民币 2000 万元；
3. **投资经验及管理规模：**(a)在管不动产投资本金不低于 50 亿元人民币，或自管理人登记以来累计管理不动产投资本金不低于 100 亿元人民币（如基金的投资者均为机构投资者的，在管规模本金可降低至不低于 30 亿元人民币、累计规模本金可降低至不低于 60 亿元人民币）；(b)具有 3 个以上不动产私募投资项目成功退出经验；(c)投资部门拥有不少于 8 名具有 3 年以上不动产投资经验的专业人员，其中具有 5 年以上经验的不少于 3 名。

本次《不动产基金试点指引》的出台，一方面通过差异化的监管政策和安排，更加契合了不动产私募基金投资的特点和需求，有利于促进不动产私募基金的活跃和发展；另一方面，在中国不动产市场进入存量时代的大背景下，通过投向领域以及“盘活存量”政策的引导，有利于推动不动产基金及其管理机构从过去注重前端开发融资的粗放运营模式，向更加注重后端经营管理的精细化运营模式转变，延伸不动产投资的价值链，促进不动产市场转型发展。

[1]《不动产基金试点指引》第三条规定：“存量商品住宅是指已取得国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证、预售许可证，已经实现销售或者主体建设工程已开工的存量商品住宅项目，包括普通住宅、公寓等。”

[2]《私募投资基金监督管理暂行办法》第十二条规定：“私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承受能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于 1000 万元的单位；（二）金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人。前款所称金融资产包括银行存款、股票、债券、基金份额、资产管理计划、银行理财产品、信托计划、保险产品、期货权益等。”

第十三条规定：“下列投资者视为合格投资者：（一）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；（二）依法设立并在基金业协会备案的投资计划；（三）投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；（四）中国证监会规定的其他投资者。以合伙企业、契约等非法人形式，通过汇集多数投资者的资金直接或者间接投资于私募基金的，私募基金管理人或者私募基金销售机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者，并合并计算投资者人数。但是，符合本条第（一）、（二）、（四）项规定的投资者投资私募基金的，不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。”



本文作者为柯杰律师事务所张方（合伙人）、张彬艳。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的研究。