

暖风徐来 不动产基金知多少（一） — 不动产私募投资基金备案解析

作者：方榕 | 周林 | 聂晓迪 | 梁潇 | 张鹏翔 | 周菲

2023年2月20日，中国证券监督管理委员会（“证监会”）公告启动不动产私募投资基金试点，支持不动产市场平稳健康发展；同日，中国证券投资基金业协会（“中基协”）发布《不动产私募投资基金备案指引（试行）》（“《不动产基金备案指引》”），自2023年3月1日起施行，中国版 PERE 走到了舞台中央。

虽然不动产私募投资基金在境外成熟市场已经发展成为一个重要的投资品类，但是很长一段时期，不动产基金在国内市场更多是非标融资、明股实债的代名词，市场鲜有具备风险识别能力和风险承担能力的股权投资人，也缺乏深耕行业、具备相应价值发现能力和资产管理能力的专业管理人。

《不动产基金备案指引》的发布既是对行业发展的关切，也是对市场呼声的回应。结合过往服务经验，我们特推出系列文章，梳理不动产基金备案、投资、运作、退出等各方面的主要问题，与业界共讨论。“荒林春雨足，新笋进龙雏”，期待不动产私募投资基金稳健发展，也祝福抱持初心和恒心的管理人收获成功的喜悦。

本文为系列文章第一篇，旨在结合《不动产基金备案指引》的规定，就不动产基金的备案要求进行解析。

一、不动产基金的界定

《不动产基金备案指引》发布前，不动产基金没有明确的定义。根据中基协发布的《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，与不动产项目投资相关的基金类型主要为“房地产基金”与“基础设施基金”。其中，“房地产基金”是指从事一级房地产项目开发的私募基金，包括采用夹层方式进行投资的房地产基金；“基础设施基金”是指投资于基础设施项目的私募基金，包括采用夹层方式进行投资的基础设施基金。

根据中基协发布的《〈不动产私募投资基金试点备案指引（试行）〉起草说明》，截至2022年末，中基协存续私募股权房地产基金838只，存续规模4,043亿元，存续私募股权基础设施基金1,424只，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，在支持房地产市场平稳健康发展、促进不动产市场盘活存量、转型发展等方面发挥了积极作用。

在市场早期阶段，以借贷为主要投资方式的其他类私募基金曾经很长一段时间在不动产领域很活跃，但随着中基协《私募投资基金备案须知（2019年12月23日）》（“《备案须知》”）、证监会《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（“《若干规定》”）等监管规范与行业自律规则的陆续发布，私募投资基金不应是借（存）

贷活动的本质要求不断明晰和强化，带有浓厚保本保收益色彩的地产基金逐渐沉寂。

随着《不动产基金备案指引》出台，中基协将在私募股权投资基金类型项下增设“不动产私募投资基金”产品类型，按照《不动产基金备案指引》设立从事不动产投资业务的私募基金，应当将产品类型选择为“不动产私募投资基金”（“**不动产基金**”）。现行监管规则下不动产基金在大类上属于私募股权投资基金，仍受限于股权投资基金的相关监管要求。《不动产基金备案指引》在设立、备案、投资、运营等各个方面进行了具体规定，以下将予以具体说明。

二、不动产基金的备案要求

根据《不动产基金备案指引》，不动产基金设立及备案的主要要点如下：

（一）投资于规定的投资范围

根据《不动产基金备案指引》第二条，不动产基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。

对于居住用房而言，以投资建设核心证照的取得情况为区分依据之一：（1）存量商品住宅需取得“五证”（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），且已经实现销售或者主体建设工程开工。前述定义可以理解不动产基金不能参与土地取得、不能参与绿地项目的开发，实践中已经取得五证的商品住宅项目多已完全前期主要投入，新增资金需求有限，该类型投资项目多与近期“保交楼”“地产纾困”等政策导向相关。（2）保障性住房要求取得一证（国有土地使用证），排斥了不动产基金参与前期土地取得的情形，但允许参与土地取得后的项目新建、开发。（3）市场化租赁项目要求取得两证（国有土地使用证、建设用地规划许可证），同样不允许不动产基金出资用于拿地，但相较于保障性住房要求额外取得建设用地规划许可证，可参与的阶段更晚。

对于商业经营用房和基础设施项目而言，未按照核心证照的取得情况为判断基础，而侧重于从业态进行区分。且从不动产基金参与阶段来看，既可在开发建设阶段参与，也可以持有运营为目的进行存量投资。

从基础设施项目的投资范围来看，不动产基金可覆盖的投资范围与目前基础设施 REITs 试点项目范围重合度较高，基础设施 REITs 作为不动产基金退出渠道的路径逐渐清晰。另外也值得期待借此次试点探索打通商业不动产、市场化租赁住房项目的公募 REITs 退出渠道。

（二）由符合条件的管理人设立

《不动产基金备案指引》第四条明确了参与试点的私募基金管理人的条件¹，主要包括主要出资人

¹ 《不动产基金备案指引》第四条，按照试点先行、稳妥推进的原则，管理人符合下列情形的，可以按照本指引设立不动产私募投资基金：（一）在协会依法登记为私募股权投资基金管理人；（二）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；（三）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，因私募基金投资需要向房地产开发项目企业派驻管理人员的情形除外；（四）具有完善的治理结构、管理制度、决策流程和内控机制；（五）实缴资本不低于 2,000 万元人民币；（六）具有不动产投资管理经验，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；（七）具有 3 个以上的不动产私募投资项目成功退出经验；（八）具有不动产投资经验的专业人员，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；（九）最近三年未发生重大违法违规行为；（十）中国证监会、协会要求的其他情形。试点不动产私募投资基金投资者均为机构投资者的，前款第（六）项要求可为在管不动产投资本金不低于 30 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 60 亿元人民币。

和实际控制人要求（两年未发生变更、不得为房地产开发企业及其关联方、实缴资本不低于 2,000 万元）、治理结构完善、不动产投资管理经验、具有专业人员、最近三年未发生重大违法违规行为等。规定逻辑与适用于保险资金投资于不动产项目的《保险资金投资不动产暂行办法》关于不动产投资机构的要求有相近之处。

其中，不动产管理经验及管理规模为此次新增的重要条件。要求试点不动产私募投资基金管理人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；试点不动产私募投资基金投资者均为机构投资者的，本项要求可为在管不动产投资本金不低于 30 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 60 亿元人民币。

市场初步认为管理人门槛较高，这也恰恰反映了希望精选一批深耕市场多年的优质管理人参与试点的规则导向。不动产投资的投资方式、资产收益特征与股权投资、证券投资存在较大差异，在日益分化的市场上，管理人甄别和孵化优质资产、运营提质增效的作用将越来越显性化，也将是管理人的核心竞争力。

（三）投资人适格性要求

《不动产基金备案指引》从基金和投资人两方面规定了不动产基金的出资要求。

一方面不动产基金整体首轮实缴募集资金规模不得低于 3,000 万元人民币；另一方面，除管理人跟投外，不动产基金投资者应当为首轮实缴出资不低于 1,000 万元的投资者，并要求明确要求进行穿透核查。

上述要求与一般私募基金对于投资人 100 万元的合格投资者要求²相比有着显著提高，实质也是对于投资人风险识别能力和风险承受能力提出了更高的要求。此外，《不动产基金备案指引》对不动产基金中自然人投资者的出资比例进行了限制。要求有自然人投资者的不动产私募投资基金，自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的 20%，体现了鼓励机构投资者入场的监管思路。

（四）按照规定进行投资运作

《不动产基金备案指引》对不动产基金投资方式的规定在原有规定基础上有所突破，具体体现在：

- 放松了提供借款和担保的时限要求。根据《若干规定》，私募基金仅可以股权投资为目的，提供 1 年以内借款、担保，且借款或担保到期日不得晚于股权投资退出日。《不动产基金备案指引》对于不动产基金的上述时限要求放宽至了基金清算完成日，实践中，不动产基金的借款安排很多是出于存续期税筹目的，能覆盖整个投资周期的税筹安排，有助于提升股权投资的业绩表现。
- 放松了债权投资的比例限制。根据《若干规定》，私募基金以股权投资为目的提供借款的，借款余额不得超过基金实缴金额的 20%。《不动产基金备案指引》放松了该等要求，不动产基金有自然人投资者的，向被投资企业的股权出资金额不低于对该被投资企业总出资金额的三分之一（即债权投资金额不得高于股权投资金额的两倍）；全部投资者均为机构投资者的，具体比例可由基金合同约定（即股债投资比例不受限制）。但同时《不动产基金备案指引》也新增了对于被投资企业的持股比例要求，原则上不动产基金应持有被投资企业 75% 的股权，全部投资者均为机构投资者的可以持有被投资企业 51% 以上股权，但同时要求债权投资由被企业提供担保。

² 《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令[105]号）第十二条，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 1,000 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。

- 放松了对外提供担保的限制。根据《若干规定》，私募基金以股权投资为目的提供担保的，担保余额不得超过基金实缴金额的 20%。在《若干规定》时期，实务届对于“私募基金以项目公司股权或资产为项目公司自身经营性贷款提供全额担保”是否违反了“担保余额不得超过基金实缴金额的 20%”存在疑虑。《不动产基金备案指引》对上述情形进行了澄清，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。
- 放松了对于扩募的规模限制。根据《备案须知》，受限于封闭运作要求，包括一般不动产基金在内的私募股权投资基金进行扩募的，应当进行组合投资，投资于单一标的的资金不超过基金最终认缴出资总额的 50%，且增加的认缴出资额不得超过备案时认缴出资额的 3 倍。《不动产基金备案指引》对于不动产基金的扩募条件也进行了规定，但未再提及前述组合投资要求以及扩募规模上限，扩大募集规模更为灵活。
- 放松了内外部杠杆比例要求。《备案须知》未对私募基金的杠杆比例进行明确规定，但明确要求“私募投资基金杠杆倍数不得超过监管部门规定的杠杆倍数要求”；《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）明确，权益类产品的分级比例不得超过 1:1。在适用该规定的前提下，不动产基金进行内部结构化安排时，优先级份额：劣后级份额不应超过 1:1。《资管新规》亦要求，每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%，分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%。《不动产基金备案指引》对上述要求进行了简化，仅要求不动产私募投资基金总资产不得超过净资产的 200%，管理人可以结合实际业务情况，对不动产私募投资基金设置合理杠杆比例，但不得利用分级安排变相保本保收益。

配套于上述各项监管要求，《不动产基金备案指引》对于管理人在备案信息报送与信息披露上进行了针对性的调整。一方面，在备案阶段，管理人应当就其自身、基金及项目等各层面满足《不动产基金备案指引》的各项要求准备相应的证明文件；另一方面，在运营阶段，要求管理人按季度进行信息披露和报送，就不动产标的项目运作情况进行针对性的说明。

《不动产基金备案指引》的出台是监管对于市场呼声的回应，也契合了当下经济发展的需要。从内容来看，《不动产基金备案指引》在现有监管框架下做出了针对不动产行业差异化监管的尝试，有助于解决行业发展遇到的痛点和难点。

三、不动产基金试点的选择适用

《不动产基金备案指引》规定，不参与试点的管理人，不适用本指引，可按照协会现行自律规则，开展保障性住房、商业地产、基础设施等股权投资业务。

虽然不动产基金试点在投资范围、股债结构、杠杆比例等方面有所突破，但同时准入门槛相应提高，对于成立期限较短、在管规模不足或因出资人背景涉及房地产企业等原因使得无法参与试点的情况下，管理人可选择继续按照现行规则开展不动产投资业务。该等情况下应适用于《若干规定》的相关规定，相关主体还受限于《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》等关于普通住宅地产项目的投资限制。

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 8525 9486

Email: rong.fang@hankunlaw.com

周林

电话： +86 10 8516 4188

Email: lin.zhou@hankunlaw.com