君合专题研究报告

JUNHE

2023 年 2 月 27 日

不动产私募投资基金试点启航

自 2022 年第三季度以来，中央继续贯彻落实 2018 年中国人民银行推出的信贷、债券、股权“三支箭”政策以拓展房地产企业融资渠道[1]，其中股权融资方面的最新政策体现为中国证券投资基金业协会（简称“**基金业协会**”）于 2023 年 2 月 20 日发布、将于 2023 年 3 月 1 日生效的《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（简称“**《不动产私募基金试点指引》**”）。《不动产私募基金试点指引》允许符合要求的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金，引入机构资金，投资特定居住用房、商业经营用房和基础设施项目等，为房地产企业盘活经营性不动产开辟了新的路径。

《不动产私募基金试点指引》包括二十一条，从以下主要方面明确了对不动产私募投资基金的具体要求：

一、普通住房项目纳入投资范围

不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（含存量商品住宅、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。《不动产私募基金试点指引》放开了此前《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》（简称“**4 号文**”）中对于私募投资基金投资普通住宅[2]项目的限制，允许不动产私募投资基金投资普通住宅类项目，但对开发进度进行了严格规定，要求到达“五证”[3]齐全且已实现销售或主体开工的程度。

除普通住宅项目外，《不动产私募基金试点指引》还将此前未受到 4 号文限制的保障性住房、商业地产和基础设施项目也纳入到了不动产私募投资基金投资范围内，为管理人开展该类投资业务提供了一个新的选项，即参与试点的管理人适用《不动产私募基金试点指引》的规定开展投资业务并享受相关政策优惠，不参与试点的管理人仍可按照现行其他规则开展该类投资业务，但不享受《不动产私募基金试点指引》的政策优惠。

二、严格限制管理人资格条件

《不动产私募基金试点指引》对管理人的类型、出资结构、内部治理、实缴注册资本、合法经营等方面提出了具体要求，其中需要特别注意的包括以下两个方面：

- 《不动产私募基金试点指引》要求管理人的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。上述

[1] 详见 2022 年 12 月 1 日发布的君合专题研究报告：《楼市利好政策持续落地》。

[2] 根据深交所《关于试行房地产行业划分标准操作指引的通知》，房地产划分为普通住宅地产、保障性住宅地产、商业地产、工业地产和其他房地产。

[3] “五证”指国有土地使用证、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和预售许可证。

规定将具有开发商背景的管理人排除在外，以避免发生自融和利益冲突。

- 《不动产私募基金试点指引》对管理人管理不动产私募投资项目的专业能力提出了较高要求。其一，管理规模方面，要求在管不动产投资本金不低于 50 亿元、累计不低于 100 亿元（投资者均为机构投资者的可分别放宽上述两项标准至 30 亿元和 60 亿元）。基金业协会对上述管理规模的计算方式作了相对严格的解释。对有意参与试点的管理人而言，管理规模将是一个判断其能否满足试点要求的实质性门槛。其二，成功退出经验方面，要求具有 3 个以上不动产私募投资项目成功退出经验。其三，人员配备方面，要求拥有不少于 8 名 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。上述专业人员配备要求即便相较于《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》对公开募集基础设施证券投资基金管理人的要求[4]而言，也是相对较高的。

三、放宽借款、担保、扩募及融资限制

1. 借款、担保

现行有效的《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（中国证券监督管理委员会公告[2020]71号）对一般私募投资基金向被投企业提供借款、担保作出了严格限制，而此次《不动产私募基金试点指引》将不动产私募投资基金向被投企业提供借款、担保的限制条件显著放宽。一般私募投资基金与不动产私募投资基金关于借款、担保限制的主要区别如下：

基金类别	借款或担保的特殊限制	最低股债比
一般私募投资基金	以股权投资为目的向被投企业提供 1 年期以内借款、担保，到期日不得晚于股权投资退出日	4:1
有自然人投资者的不动产私募投资基金	持有被投企业 75%以上股权； 借款或者担保到期日不得晚于基金清算完成日	1:2
全部为机构投资者的不动产私募投资基金	持有被投企业 75%以上股权；或持有被投企业 51%以上股权且被投企业提供担保，可实现资产控制； 借款或者担保到期日不得晚于基金清算完成日	由基金合同约定

2. 扩募

对于不动产私募投资基金备案完成后拟扩募的，无需满足《私募投资基金备案须知（2019 版）》中对基金组织形式、组合投资情形下投资于单一标的的资金比例以及增加认缴出资额比例等特殊限制条件[5]，而是满足《不动产私募基金试点指引》的一般要求即可进行扩募。

3. 融资

根据《不动产私募基金试点指引》，不动产私募投资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

[4] 公开募集基础设施证券投资基金管理人须配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验。

[5] 根据《私募投资基金备案须知（2019 版）》，对于一般私募投资基金，须同时满足以下条件，才可以扩募，但增加的认缴出资额不得超过备案时认缴出资额的 3 倍：
1. 基金的组织形式为公司型或合伙型；
2. 基金由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管；
3. 基金处在合同约定的投资期内；
4. 基金进行组合投资，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%；
5. 经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过。

方式，扩充投资资金来源。上述规定为不动产私募投资基金对外融资提供了新的依据。

四、其他主要特点

根据《不动产私募基金试点指引》，不动产私募投资基金还具有以下主要特点：

- 总资产不得超过净资产的 200%；
- 首轮实缴募资规模不低于 3 千万元人民币；
- 单一机构投资者首轮实缴出资不低于 1 千万元人民币；及
- 实行强制托管。

小结

在“房住不炒”的政策背景下，2017 年发布的 4 号文一定程度上抑制了不动产私募投资基金这项房地产企业的融资渠道。如今在“促进房地产业良性循环”的政策背景下发布的《不动产私募基金试点指引》再次提振了房地产企业的融资回血、盘活资产的信心。结合此前有关公开募集基础设施证券投资基金的相关规定，我们也将持续关注后续不动产私募投资基金通过公开募集基础设施证券投资基金实现退出的操作路径。

李海浮　合伙人　电话：86-10 8553 7983　邮箱地址：lihf@junhe.com
高　阳　律　师　电话：86-10 8519 1773　邮箱地址：gaoyang_yang@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。