

## 不动产私募投资基金试点：促进盘活经营性不动产

作者：安随一 | 李剑伟 | 冯哲豪

**导语：**中国证券监督管理委员会(“证监会”)于2022年11月28日发布了《证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问》(“《答记者问》”), 决定在房地产企业股权融资方面调整优化5项措施, 其中包括积极发挥私募股权投资基金作用, 具体包括: 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, 引入机构资金, 投资存量住宅地产、商业地产、在建未完成项目、基础设施, 促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。

受到“房住不炒”等宏观政策调控的影响, 不动产私募投资基金向来是私募股权投资基金中较为特殊的一个类别, 近年来不动产私募投资基金在中国证券投资基金业协会(“基金业协会”)的基金备案整体趋严。结合笔者的实践及观察, 近期住宅投向的不动产私募投资基金几乎无法通过基金备案; 非住宅投向(包括商业办公、基础建设等)的不动产私募投资基金办理基金备案需一事一议, 虽然存在顺利备案的案例但在具体办理时较为严格。

证监会本次《答记者问》提及的不动产私募投资基金试点允许的投资范围中, 除了非住宅投向的商业地产、基础设施外, 还首次明确提及“存量住宅地产、在建未完成项目”。笔者认为, 本次不动产私募投资基金试点的主要目的之一系为房地产企业纾困, 盘活存量项目及在建未完成项目, 积极响应近期国务院关于金融工作情况的报告提及的“保交楼、稳民生”工作。

本文旨在从不动产私募投资基金设立备案及对外投资两端, 梳理及汇总需重点注意的一些事项, 以供各基金管理人在不动产私募投资基金试点正式落地后更快更好地申请及适用, 笔者也会持续关注不动产私募投资基金试点及相关细则的落地进展。

.....  
如您需要了解我们的出版物,  
请联系:

Publication@llinkslaw.com

## 一. 不动产私募投资基金核心设立备案要求

不动产私募投资基金整体可分为下图所示的“先募集、再备案、后投资”三阶段：



从不动产私募投资基金的设立备案角度而言, 与其他私募股权投资基金相似, 需关注并符合证监会发布的《关于加强私募投资基金监管的若干规定》(“《若干规定》”)、基金业协会发布的《私募投资基金备案须知(2019年版)》(“《2019版基金备案须知》”)、《私募股权、创业投资基金备案关注要点》(“《关注要点》”)等相关要求。此外, 不动产私募基金还需特别遵循基金业协会发布的《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》(“《4号令》”)。笔者结合实践经验, 将不动产私募投资基金通常核心关注的事项整理如下:

1. **投资股债比。**根据《若干规定》: 私募基金管理人不得直接或间接将私募基金财产用于借(存)贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动, 但是私募基金以股权投资为目的, 按照合同约定为被投资企业提供**1年期限以内**借款、担保除外。前述借款、担保到期日不得晚于股权投资退出日, 且借款或者担保余额**不得超过该私募基金实缴金额的20%**。

**通力提示:** 由于操盘方通常在不动产项目公司层面存在小股大债(股东借款)的安排, 不动产项目投资过程中的股债比(借款余额不得超过基金实缴金额的20%)往往是各方关注的要点。

另外, 私募基金的借款期限存在不得超过1年的限制。结合基金业协会的咨询口径, 原则上私募基金不可以通过直接续期的方式延长借款期限; 同时虽然没有明文规定禁止项目公司先行还款再由基金另行借款的安排, 但原则上基金业协会亦不建议采取该等方式变相延长借款期限。

特别就本次《答记者问》中提及的存量住宅地产、在建未完成项目相关不动产投资领域, 如若该等原本即为利润较少的烂尾项目, 股债比相关限制可能会使得不动产私募投资基金的投资决策面临更加尴尬的境地。因此, 后续不动产私募投资基金试点细则出台时, 是否会对特定范围内的存量纾困项目略微放开投资股债比的限制, 也是值得期待及关注的要点。

2. **结构化安排。**根据《2019 版基金备案须知》：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。

**通力提示：**不动产私募投资基金在项目投资过程中，通常会存在要求操盘方同步认购基金劣后级份额的安排。根据此前《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发[2018]106 号）（“《资管新规》”），针对金融机构的资产管理产品，要求权益类产品的分级比例不得超过 1:1，且同时规定“私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用该意见”。根据笔者观察及实践经验，基金业协会在审核私募股权投资基金备案时，会关注基金内优先劣后分级比例，且对优先劣后比例超过 1:1 的基金产品将重点关注并要求说明其合理性，但并非绝对禁止。

3. **基金期限。**根据《2019 版基金备案须知》及《关注要点》：私募股权基金的存续期不得少于 5 年，存续期是指“投资期+退出期”，不包括“延长期”。

**通力提示：**不同领域不动产项目的投资期限差异较大，其中住宅类项目的整体投资期限会相对较短，在设定基金存续期条款时需特别注意上述要求。当然，实践中虽有上述基金期限相关要求，但基金业协会也并不禁止在基金合同中加入基金投资项目均已全部退出等合理情形下，基金可提前到期并清算的安排。

4. **封闭运作。**根据《2019 版基金备案须知》及《关注要点》：私募股权投资基金应当**封闭运作**，**备案完成后不得开放认/申购(认缴)和赎回(退出)**，基金封闭运作期间的分红、退出投资项目减资、对违约投资者除名或替换以及基金份额转让不在此列。已备案通过的私募股权投资基金，若同时满足以下条件，可以新增投资者或增加既存投资者的认缴出资，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%；且(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。

**通力提示：**不动产项目投后运营过程中可能会出现额外的资金需求，而由于基金上述后续募集的限制，可能导致基金(特别是专项基金)无法进一步提供额外资金，实践中往往会要求由操盘方单方提供后续资金或者为私募投资基金垫付，并相应解决相关额外资金成本承担等商业问题。当然，也可结合实践情况进一步探讨，基金备案时在项目资金峰值范围内预留部分认缴规模，并在后续结合项目资金需求实缴的安排。

5. **禁止投资单元。**根据《2019 版基金备案须知》：管理人不得在私募投资基金内部设立由不同投资者参与并投向不同资产的投资单元/子份额，规避备案义务，不公平对待投资者。

**通力提示：**实践中为便于不动产私募投资基金的项目投资便利性，亦会存在不动产私募投资基金仅投资目标公司某个特定项目的情形，甚至需进一步设置不同投资人对应不同底层不动产项

目独立内部结算，各投资人仅就其对应项目享有收益并承担亏损的安排，而该等独立结算安排将存在违反上述投资单元相关限制性规定的可能。

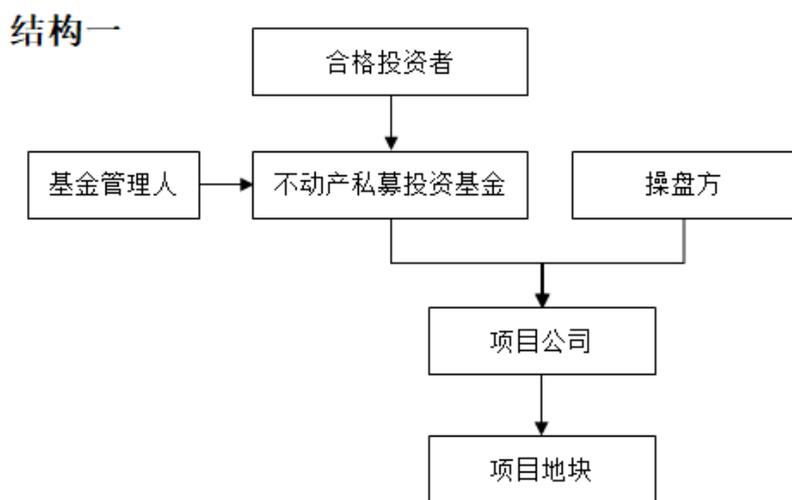
6. **穿透审查义务**。根据《4号令》：管理人应当依据勤勉尽责的受托义务要求，履行向下穿透审查义务，即**向底层资产进行穿透审查**，以确定受托资金的最终投资方向符合相关要求。

**通力提示：**根据笔者观察及实践经验，基金业协会在审核底层不动产投向的基金时，通常会要求详细说明底层不动产项目的具体情况，包括地块信息、项目信息、基金投资及退出方式等，并可能结合项目具体情况要求提供地块不动产权证、项目尽职调查文件等补充证明材料。

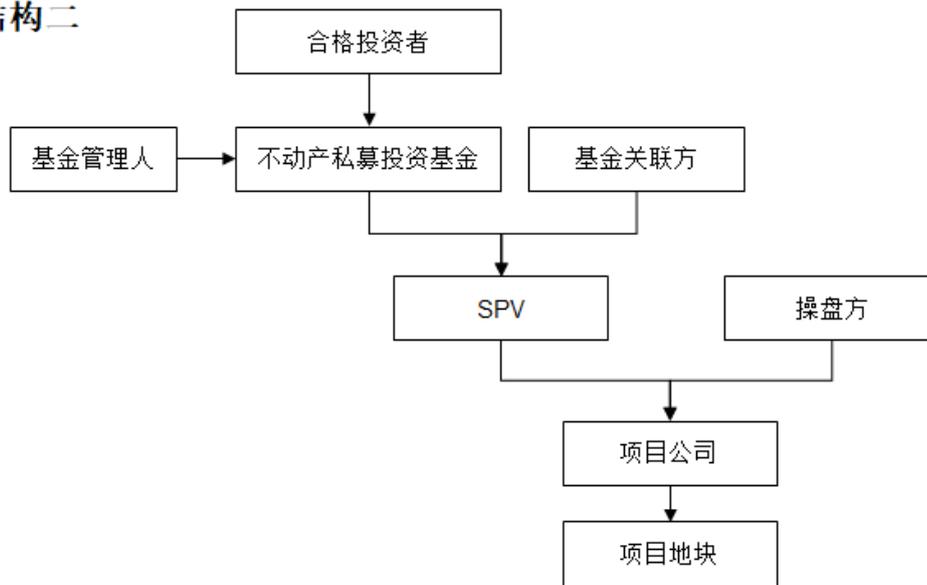
根据媒体报道及笔者的了解，目前**证监会与基金业协会正在共同准备不动产私募投资基金相关的具体备案细则**，并将在后续尽快推出，笔者也会持续予以关注。

## 二. 不动产私募投资基金常见对外投资安排

1. **投资结构**。从不动产私募投资基金对外投资角度而言，最常见的投资结构系基金直接或间接通过增资或股权收购的形式投资于项目公司，具体如下图所示(由于本次《答记者问》中关于开展不动产私募投资基金试点的主体目的系促进房地产企业盘活经营性不动产，因此本文主要集中探讨项目公司由房地产企业进行操盘的投资结构；实践中可能存在基金或其关联方进行操盘的安排，本文中不做探讨)：



结构二



**通力提示:** 结合笔者观察, 由于不动产私募投资基金的基金备案时间不稳定, 实践中可能出现基金关联方先行认购项目并后续转让给基金的先期项目安排; 进一步地, 由于该等先期项目安排涉及关联交易, 不动产私募投资基金在开展前述安排时需特别关注落实关联交易的特殊决策机制以及事前、事中信息披露安排。

2. **投后管理。** 不动产私募投资基金在投后对项目进行管控的常见措施包括:

- ✓ 开发成本、管理费用和营销费用、开发周期、销售价格等核心商业条件的把控
- ✓ 项目公章证照及银行账户共管措施
- ✓ 资金全封闭管控
- ✓ 查询/质询/审核/审计等股东知情权

同时, 如出现**小股操盘或者第三方代建等模式**开展不动产项目合作的, 建议关注如下核心事项, 并通过明确的约定对业主方风险进行把控:

- ✓ 操盘方服务的范围, 包括前期管理、规划设计管理、成本管理、工程管理、营销管理、竣工验收和交付管理、前期物业服务管理、档案管理、行政管理等
- ✓ 建设目标及必要的目标调整机制, 包括成本目标、工期目标、质量目标、销售目标等
- ✓ 建设费用的标准和支付
- ✓ 建设期限的安排
- ✓ 建设成本把控与建设资金的支付, 包括各类供应商甄选标准、要求及具体流程等
- ✓ 品牌使用的授权, 包括使用范围和年限、品牌使用是否收费、在何种情形下可以撤销等
- ✓ 操盘团队的组织和管理
- ✓ 印章证照等文件资料的管理
- ✓ 施工合同等合同的管理

3. **项目权益分配**。项目权益分配通常包括同股同权/优先股两种不同模式，需特别考量富余资金预分配、资金统筹管理安排、利润分配等安排。
4. **投资退出**。不动产私募投资基金的退出方式通常包括操盘方通过模拟清算等方式进行回购、出售项目公司/SPV 股权、解散清算等其他方式。

本次《答记者问》是宏观层面对于不动产私募投资基金领域的重大利好信号，对于明确允许的存量住宅地产、商业地产、在建未完成项目的不动产私募投资基金的基金备案预计将逐步松绑；同时，随着后续不动产私募投资基金具体备案细则的出台，将进一步帮助基金管理人了解并遵守不动产私募投资基金的监管要求，以合法合规方式募集设立基金并准备基金备案材料，整体提高基金备案工作的可预期性和效率。笔者也相信，随着后续不动产私募投资基金试点的正式落地，将有效促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



安随一  
+86 21 3135 8761  
lawrence.an@llinkslaw.com



李剑伟  
+86 21 3135 8763  
teddy.li@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: [master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

上海

上海市银城中路 68 号  
时代金融中心 19 楼  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号  
中海广场中楼 30 层  
T: +86 10 5081 3888  
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号  
中国华润大厦 18 楼  
T: +86 755 3391 7666  
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号  
历山大厦 32 楼 3201 室  
T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

伦敦

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



[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。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。

© 通力律师事务所 2022