

进阶版不动产私募投资基金扬帆出航 现有“以不动产为底层资产的私募股权投资基金” 与此次“不动产基金”之监管规则主要差异比较 作者: 娄斐弘 | 安随一 | 李剑伟 | 赵铭宗 | 冯哲豪

导语: 中国证券监督管理委员会(“证监会”)于 2023 年 2 月 20 日发布了《证监会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》的通知,以落实党中央和国务院有关“促进房地产业良性循环和健康发展”决策部署,启动不动产私募投资基金试点工作。中国证券投资基金业协会(“基金业协会”)于同日发布了《不动产私募投资基金试点备案指引(试行)》(2023 年 3 月 1 日起施行,“《试点指引》”)、《不动产私募投资基金试点备案指引(试行)》起草说明(“《起草说明》”),对申请不动产私募投资基金试点的具体门槛要求、不动产私募投资基金后续投资运作需符合的具体规则和优惠条件等作了细化规定。

随着基金业协会于 2023 年 2 月 20 日发布《试点指引》,新增“不动产私募投资基金”产品类型,不动产私募投资基金试点工作正式落地。

根据《试点指引》,不动产私募投资基金(“不动产基金”)系指按照《试点指引》设立的投资于特定居住用房(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、基础设施项目等领域的基金。较现有“以不动产为底层资产的私募股权投资基金”而言,不动产基金的投资范围更广,并可适用更宽松、更灵活的股债比限制、扩募限制、可嫁接境外资金(QFLP 基金)等“优惠”监管规则。

如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

与此同时,《试点指引》也对可申请备案不动产基金的试点基金管理人提出了较高的门槛要求(包括管理人自身管理资产规模、项目退出数量等,具体详见下文表格第 1 项)。仅有符合上述门槛要求的私募股权投资基金管理人方可于 2023 年 3 月 1 日后通过基金业协会资产管理业务综合报送平台申请试点,并在获得试点资格后开展不动产基金的募集和管理等业务活动。

在上述指引出台前，最终投资标的为不动产的私募股权投资基金实际已长期存在，该等基金系按照“私募股权投资基金”类别进行备案，即属于所谓“以不动产为底层资产的私募股权投资基金”，并受到基金业协会此前发布的“4号文”¹等要求的监管。此次《试点指引》中也明确，“不参与试点的私募股权投资基金管理人，仍可按照基金业协会有关自律规则，继续募集设立私募股权投资基金开展保障性住房、商业地产、基础设施等股权投资业务”。

因此，我们理解，对于可满足上述试点门槛要求的私募基金管理人，可通过发行和备案不动产基金这一“进阶版”产品，来享受更灵活的监管规则来募集资金及投资于不动产项目，而对于暂无法满足试点要求的私募股权投资基金管理人，实际仍可通过发起“以不动产为底层资产的私募股权投资基金”，类似于先发行和备案“基础版”产品，以此累计管理人自身管理资产规模、项目退出数量等“经验值”，并在达到门槛要求后再申请备案试点不动产基金这一“进阶版”产品。

为此，下文旨在将现有“以不动产为底层资产的私募股权投资基金”（我们将其称为“基础版”产品，且按照前文说明，该类基金在本次指引实施后仍会继续存在），与此次“不动产基金”（我们将其称为“进阶版”产品）进行对比，梳理两者在管理人门槛要求、基金需满足要求以及各自适用监管规则等方面的主要差异，以供目前处于不同发展阶段，并希望后续开展不动产基金管理和投资业务的管理人和投资人参考。

序号	规则事项	以不动产为底层资产的私募股权投资基金 (我们称之为“基础版”产品)	不动产基金 (我们称之为“进阶版”产品)
1.	基金管理人需满足门槛	<p>基金管理人需要在基金业协会完成私募股权投资基金管理人登记。就完成该登记而言：</p> <p>(1) 基金管理人在申请上述登记时通常为新设企业，即使为存量企业，也没有关于主要出资人及实际控制人最近不能变更的限制；</p> <p>(2) 主要出资人和实际控制人不能从事“房地产开发”这一冲突业务；</p> <p>(3) 在现有规定中对于基金管理人认缴出资额和实缴出资额无明确金额要求，仅要求符合基金管理人业务开展的资金需要，且在基金管理人实缴出资比例低于25%时，会在基金管理人于基金业协会的公示页面上对上述情况进行加注。在基金业协会2022年12月</p>	<p>在取得私募股权投资基金管理人登记的基础上，基金管理人自身还需要符合：</p> <p>(1) 主要出资人及实际控制人最近两年未发生变更；</p> <p>(2) 主要出资人及实际控制人非房地产开发企业及其关联方；</p> <p>(3) 具有完善的治理结构、管理制度、决策流程和内控机制；</p> <p>(4) 实缴资本不低于2,000万元；</p> <p>(5) 在管不动产投资本金不低于50亿元或累计管理不动产投资本金不低于100亿元（基金投资者均为机构投资者的，则前述规模要求降低为在管规模不低于30亿元或累计规模不低于60亿元）；</p> <p>(6) 具有3个以上的不动产私募投资项目成功退出经验；</p>

¹ 指2017年2月基金业协会发布的《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》。

		<p>30 日发布的《私募投资基金登记备案办法(征求意见稿)》中,进一步要求私募股权投资基金管理人的实缴出资不得低于人民币 1,000 万元(从事创业投资管理的另行规定),但该规定目前尚未实施;</p> <p>(4) 无基金管理人在管资产规模、成功退出项目要求,仅对基金管理人负责投资事项的高管(通常最低 1-2 名)有投资经验和投资退出经验的要求。</p> <p><i>通力注: 尽管如前文说明,《试点指引》实施前实际早有“以不动产为底层资产的私募股权投资基金”存在,但受房地产整体调控政策等影响,基金业协会通常会严格审查此类基金,其中商品住宅投向的基金实践中难以通过基金备案;非住宅投向(包括商业办公、基础设施建设等)的基金备案需一事一议,且在审查时更多是审查基金情况(包括基金最终标的、基金投资结构和安排等),而非对基金管理人本身提出门槛要求,目前此类基金在基金业协会的备案难度实际较大、备案审核周期较长。</i></p>	<p>(7) 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;</p> <p>(8) 最近三年未发生重大违法违规行为;</p> <p>(9) 证监会、基金业协会要求的其他情形等。</p> <p><i>通力注: 针对以上涉及实缴出资、人员等其他要求,对于基金管理人而言通常较容易满足,但核心难点在于“在管不动产投资本金”规模。对于上述在管不动产投资本金规模的计算口径,根据《起草说明》,上述在管不动产投资本金需属于该管理人已备案私募股权基金项下不动产投资管理规模,未备案私募基金规模不予认定;且需要是该基金管理人自身管理的规模,关联方管理人或管理人高管在其关联方管理人名下的管理规模不予认定;计算规模应为不动产投资本金,即基金实缴且投向项目的股权本金金额(不包括增值部分),外部贷款杠杆部分规模以及投向不动产行业 FOF 基金规模不予认定。</i></p> <p><i>此外,针对规则中关于主要出资人及实际控制人非房地产开发企业及其关联方的要求,尽管如左栏所述,本身私募股权投资基金管理人在申请基金业协会管理人登记时,即需要符合主要出资人和实际控制人不能从事“房地产开发”这一冲突业务的要求,但一方面该要求实际是基金业协会在 2018 年末提出的要求,实际可能仍有在上述时点前即取得管理人登记的基金管理人并未严格参照上述要求;另一方面,不少从事不动产基金领域业务的基金管理人,或多或少和房地产企业存在关系,且此处“主要出资人及实际控制人非房地产开发企业及其关联方”的要求与为取得基金管理人登记而需要满足的“主要出资人和实际控制人不能</i></p>
--	--	--	---

			从事房地产开发”在表述上也有细微差异,需要涉及上述问题的基金管理人予以重点关注,并有待进一步观察基金业协会在审核时点资格时,对于涉及上述问题的基金管理人的审核尺度把握情况。
2.	基金投资范围	<p>在《试点指引》实施后,此类“以不动产为底层资产的私募股权投资基金”仍被允许继续存在。《试点指引》明确,“不参与试点的私募股权投资基金管理人,仍可按照基金业协会有关自律规则,继续募集设立私募股权投资基金开展保障性住房、商业地产、基础设施等股权投资业务”。</p> <p>通力注: 在后续审核实践中,此类基金目前面临的无法投资商品住宅(无论是否存量),投资商业地产、基础设施需要“一事一议”、审核难度较大、审核周期较长的现状是否会有变化,还有待进一步观察。</p>	<p>《试点指引》第三条:不动产私募投资基金的投资范围包括<u>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)</u>、商业经营用房、基础设施项目²等。</p> <p>通力注: 试点不动产基金明确可投资于包括存量商品住宅、市场化租赁住房在内的特定居住用房。但需注意,土地前融仍不在允许投资范围之列。</p>
3.	股债比限制	<p>根据基金业协会相关规则以及证监会2020年12月30日发布的《关于加强私募投资基金监管的若干规定》,私募基金对外提供借款的,需要符合期限不超过1年期、借款余额不得超过该私募基金实缴金额的20%的要求。</p> <p>通力注: 即私募股权投资基金对外投资需受到股债比8:2的限制,该条限制</p>	<p>《试点指引》第八条:</p> <p>(1) 不动产私募投资基金有自然人投资者的,则应当持有被投资企业75%以上股权。在该情形下不动产私募投资基金向被投企业的股权出资金额不得低于对该被投资企业总出资金额的三分之一。</p> <p>(2) 不动产私募投资基金全部为机构投资者的,则应当持有被投资企业75%以上股权,</p>

² 其中:

- (一) 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。
- (二) 保障性住房是指已取得国有土地使用证,为解决住房困难问题而搭建的限定标准、限定价格或租金的政策性住房,包括公租房、保障性租赁住房、共有产权住房等。
- (三) 市场化租赁住房是指已取得国有土地使用证、建设用地规划许可证,不以分拆产权销售为目的、长期对外进行市场化租赁运营,但未纳入保障性租赁住房体系的租赁住房。
- (四) 商业经营用房是指开发建设或者运营目的供商业活动使用的不动产项目,包括写字楼、商场、酒店等。
- (五) 基础设施项目是指开发建设或者运营目的供市政工程、公共生活服务、商业运营使用的不动产项目,包括高速铁路、公路、机场、港口、仓储物流工程、城市轨道交通、市政道路、水电气热市政设施、产业园区等传统基础设施,5G基站、工业互联网、数据中心、新能源风电光伏设施等新型基础设施。

		<p>与不动产投资领域惯常会使用更高杠杆比例的股加债结构进行投资的商业诉求有一定冲突。</p>	<p>或者持有被投资企业 51%以上股权且被投资企业提供担保, 可实现资产控制。在该情形下, 不动产私募投资基金的借款或担保安排可由基金合同约定。</p> <p>(3) 借款或者担保到期日不得晚于基金清算完成日。</p> <p>通力注: 不动产基金可适用更宽松的股占比限制(即如存在自然人投资者的, 股债比不超过 1:2; 如均为机构投资者的, 没有股债比上限), 有利于基金管理人更灵活使用股加债工具进行投资, 也符合实践中不动产投资交易的市场惯例。</p>
<p>4.</p>	<p>基金自身杠杆比例 (分级比例、负债比例)</p>	<p>根据基金业协会于 2019 年 12 月 23 日发布的《私募投资基金备案须知(2019 年版)》(“2019 版基金备案须知”)规定, 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。</p> <p>根据中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、证监会、国家外汇管理局等部委联合于 2018 年 4 月 27 日发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发[2018]106 号), 针对金融机构的资产管理产品, 要求(1)就分级比例而言, 权益类产品的分级比例不得超过 1:1; (2)就负债比例而言, 私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%, 且分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%。同时, 由于前述资管新规同时规定“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”。</p> <p>通力注: 根据我们了解到的目前审核实践, 基金业协会在审核私募股权投资基金备案时, 会关注基金优先劣后</p>	<p>《试点指引》第十三条: 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。此外, 不动产私募投资基金总资产不得超过净资产的 200%。</p> <p>通力注: 试点不动产私募股权投资基金在杠杆比例的设置层面更为灵活, 其中: (1)就分级比例, 在未变相保本保收益的前提下, 可由基金自行结合募资情况合理设置; (2)就负债比例, 不再结合是否属于分级产品进行区分, 均适用 200% 的上限。</p> <p>该等杠杆比例的放宽有利于不动产私募投资基金吸引更多不同资金需求的投资人, 可结合该等投资人的需求设置更为灵活的分层收益安排。同时结合上述基金投资的股债比更宽松的规定, 可在基金端和项目端组合实现结构化投资安排。</p>

		<p>分级比例, 对于优先劣后比例超过 1:1 的基金产品, 虽不是绝对禁止, 但将重点关注并要求说明其合理性。</p>	
5.	嫁接 QFLP 投资	<p>根据我们的观察及实践经验, 就 QFLP 基金的对外投资:</p> <p>(1) 针对 QFLP 基金投资不动产, 大多数地区政策中仍禁止 QFLP 直接或间接投资不动产, <u>部分地区就仓储物流、园区、长租公寓等方向的不动产投资存在一事一议的沟通空间。</u></p> <p>(2) 针对 QFLP 基金作为 FOF 投资其他基金, 近年来呈陆续开放趋势, 越来越多地区可沟通设立作为 FOF 投资于其他基金的 QFLP 基金。</p>	<p>在本次《证监会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》中提及, “鼓励境外投资者以 QFLP 方式投资不动产私募投资基金”。《试点指引》第七条中对于不动产基金的投资人中存在的 QFLP 基金, 亦存在豁免穿透核查的优惠政策, 即体现了 QFLP 基金可以作为投资人进一步投资不动产基金。</p> <p>通力注: 上述规定体现了证监会以及基金业协会已认可 QFLP 基金投资试点不动产基金, 但从 QFLP 基金主体审批及设立主管部门(地方金融办等)的相关规定及审批角度出发: (1)QFLP 基金能否直接或间接投资不动产尚未完全放开; (2)QFLP 基金能否作为投资者以 FOF 形式间接投资试点不动产私募股权投资基金的问题尚不明确, 有待进一步关注上述问题在 QFLP 基金的主管部门的实际审批落地情况。</p>
6.	基金实缴规模	<p>根据 2019 版基金备案须知, 已认缴公司型或合伙型私募投资基金的投资者均已完成<u>不低于 100 万元的首轮实缴</u></p>	<p>《试点指引》第六、七条:</p> <p>(1) 基金首轮实缴募集资金规模不得低于 3,000 万元人民币;</p>

		<p>出资且实缴资本已进入基金财产账户。</p> <p><i>通力注：上述要求仅为底线要求，在目前基金业协会审核以不动产为底层资产的私募股权投资基金之备案时，实际会要求该基金需实缴到位的资金金额应与该基金底层投资标的情况、交易安排项下资金支付进度情况等相匹配，该等备案审核时的口径要求使得实操中具体出资要求变成一事一议，也变相提高了备案审核成本。</i></p>	<p>(2) 投资者应当为首轮实缴出资不低于1,000 万元的投资者；</p> <p>(3) 自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的 20%。</p> <p><i>通力注：基金备案时的实缴出资要求更为明确，有利于管理人对基金备案时限的把握，更为有效地把控和衔接先实缴、再备案、后投资的流程，使得对资金成本和回报的预期也更加明晰。</i></p>
7.	基金后续募集(扩大认缴出资总额)	<p>根据 2019 版基金备案须知，已备案通过的私募股权投资基金，在满足基金进行组合投资(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%)、基金的组织形式为公司型或合伙型等要求的情况下，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。</p>	<p>《试点指引》第十一条规定，不动产私募投资基金在备案完成后开放认购、申购(认缴)的，应当符合下列要求：(1)不动产私募投资基金处在基金合同约定的投资期内；(2)开放认购、申购(认缴)经全体投资者一致同意或者经合同约定的决策机制通过；(3)投资者符合本指引第七条的规定；(4)中国证监会、协会规定的其他要求。</p> <p><i>通力注：不动产私募投资基金的后续募集不再强调后续募集规模不超3 倍，且基金需要是组合投资(指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%)方可进行后续募集的要求，但由于还存在“中国证监会、协会规定的其他要求”的兜底性条款，实践中是否存在其他要求仍有待进一步观察。</i></p>

继中国版公募 REITS 落地后，本次不动产私募投资基金试点启动标志着中国不动产私募投资基金的正名，以及这一重要私募基金产品类别的正式扬帆起航。

虽然现阶段试点申请对管理人的门槛要求较高，但万丈高楼平地起，对于有意愿参与该领域业务的机构(包括集团内有美元不动产基金投资经验，同时在中国境内有管理团队的机构等)，即使目前尚无中国境内基金管理人牌照，或虽有基金管理人牌照但暂不符合管理规模等门槛要求，仍可通过申请基金管理人登记并通过发起设立“以不动产为底层资产的私募股权投资基金”这一“基础版”产品累计管理规模和业绩经验，并在满足门槛要求后，最终实现参与人民币不动产基金这一重要投资基金产品类别的发展浪潮中去。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



娄斐弘
+86 21 3135 8783
nicholas.lou@llinkslaw.com



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



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



赵铭宗
+86 21 3135 8682
kyle.zhao@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

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



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 2023