

不动产基金新规对地产投资影响的几点分析

作者：刘贇春 | 蔡艳晨

日前，“不动产基金”的横空出世引起了不动产投资市场的热点关注：

- 中国证券监督管理委员会于 2023 年 2 月 20 日发布《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，正式启动不动产私募投资基金（“不动产基金”）试点工作；
- 《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（“《不动产基金试点指引》”）及其起草说明，于 2023 年 3 月 1 日正式施行。

《不动产基金试点指引》对地产投资具有划时代意义，借本次梳理与大家分享我们对于不动产基金的思考：

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

不动产基金亮点概述

- 在《不动产基金试点指引》出台前,以不动产为底层投资标的的私募股权基金(为方便对比,以下简称“**地产股权基金**”)已长期存在,并适用基金业协会4号文的规范。
- 相较于基金业协会此前的一般规范,《不动产基金试点指引》适应不动产投资在投资策略、收益方式、资金规模及期限等方面的特殊性,作出了亮点性突破:

	不动产基金	地产股权基金
股债比放宽	- 无自然人投资者,且满足特定持股条件,借款比例及期限由基金合同约定 - 有自然人投资者,持股不低于75%,股债比不高于1:2,期限未设限	不超过基金实缴规模20%,且期限不超过1年
杠杆率提升	- 基金分级比例不设限制 - 基金总资产不得超过净资产的200%	- 分级不超过1:1 - 分级情况下总资产不得超过净资产的140%,不分级则为200%
投向扩大	- 新增“存量住宅”为可投范围 - 正名保障性住房、市场化租赁住房的投资	- 不得投向16城市住宅地产项目 - 有先例可以投向保障性住房、市场化租赁住房
适格投资者	- 首轮实缴出资不低于1,000万元 - 自然人出资不超过基金实缴金额20%	投资于单只私募基金的金额不低于100万元等

www.lflinkslaw.com

A Leading PRC Legal Solution Provider

1

不动产基金投向



www.lflinkslaw.com

A Leading PRC Legal Solution Provider

2

基金管理人遴选

利好头部管理人

- ✓ 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**
(不动产基金均为机构投资者的, 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**)
- ✓ 具有**3个**以上的不动产私募投资项目成功**退出经验**
- ✓ 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

就规模计算: 仅认可投资项目为住宅地产、商业经营用房和基础设施项目的、由管理人自身而非其关联方管理的、“已备案”的基金, 并以该等基金中投资者已实缴且投向项目的股权本金金额(不包括增值部分)为准。

投、融、管、退闭环

负面清单

- ✓ 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
- ✓ 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**

管理人实缴资本要求

- ✓ 实缴资本不低于**2,000万元**
(2023年5月1日施行的《私募投资基金登记备案办法》中私募基金管理人实缴货币资本应不低于1,000万元)

www.llinkslaw.com

A Leading PRC Legal Solution Provider

3

不动产基金 VS 地产股权基金



www.llinkslaw.com

A Leading PRC Legal Solution Provider

4

不动产基金 VS 外资地产基金

较外资 地产基金 的优势

考虑到外资地产基金结构的外债限制、期间收益来源限制等，不动产基金“可自由设定借款比例及期限”的结构优势有利于不动产基金吸引境外投资者。

外资地产基金的结构困境

- ✓ 受限于非基建类不动产企业发行**外债限制**，FDI模式**无法通过股债比调解期间收益**，**期间收益来源有限**，需通过项目退出、减资、利润分配等实现现金流汇出
- ✓ 境外并购贷等杠杆可能受限于发改委**中长期外债审核登记**
- ✓ 不能收购“存量商品住宅”
- ✓ 交易结构灵活性较低
- ✓ 受限于外汇政策及汇率风险

吸引部分偏债境外投资者

- ✓ “境内资产的境外夹层债”等将受限于发改委**中长期外债审核登记**。
- ✓ 对于此类资本而言，如可通过参与不动产基金，并**设置分级、扩大股债比**，可一定程度**实现偏债的投资配置**，从而缓释发改委外债审核登记对其投资展业的影响。

www.lflinkslaw.com

A Leading PRC Legal Solution Provider

5

注意事项

险资合规

- ✓ **险资投向要求**
《不动产基金试点指引》新增投向“存量住宅”；**银保监80号文**项下仍有“不得投资开发或者销售商业住宅”的禁止性规定。在险资投不动产基金时，是否仍适用80号文禁止性规定，有待市场探索。
- ✓ **险资对管理人特殊要求**
根据银保监会80号文第九条，为险资提供投资管理服务的机构，应：**注册资本不低于1亿元**、**管理资产余额不低于50亿元**；**不少于15名**具有不动产投资和相关经验的专业人员

其他

- ✓ **持股比例**
在被投资企业提供担保并可实现资产控制的情况下，不动产基金**对被投资企业借款的持股比例要求可降低至51%**(均为机构投资者的情况下)，但可能涉及管理人责任，即最终是否可实现资产控制。

引入QFLP相关

- ✓ **金融办细则跟进**
尽管证监会明确提到“鼓励境外投资者以QFLP方式投资不动产基金”，《不动产基金试点指引》第七条亦豁免对于QFLP基金投资人的自然人审查，QFLP管理人及基金仍受限于主管**金融办对于QFLP的投资范围、结汇额度/用途等方面的监管**(如是否**支持FOF结构**、是否一事一议适当放宽个别地区对于QFLP“不得投资非自用不动产”的限制)，以QFLP方式投资不动产基金仍有赖于各地金融办细则的跟进。
- ✓ **间接外债问题**
考虑到新出台的发改委56号文将“间接外债”纳入监管，若不动产基金引入QFLP投资，且**境外投资人在境外举债的**，则需注意由此导致的**发改委中长期外债审核登记要求**。

www.lflinkslaw.com

A Leading PRC Legal Solution Provider

6

结语

01

私募基金2.0时代

除了本文概述的不动产基金亮点突破，中基协于2023年2月24日正式颁布《私募投资基金登记备案办法》及配套指引(2023年5月1日起施行)，将取代2014年起施行的备案试行办法。备案办法在原有基础上，结合行业发展，进一步为私募基金的规范化运作完善登记规范标准、加强自律管理、落实扶优限劣理念。中基协一系列新老更替的发文昭示着私募投资基金2.0时代的开启。

不动产基金投资2.0时代

《不动产基金试点指引》适应不动产投资的独特性，放宽股债比、允许合理杠杆、扩大投向，从政策法规层面为不动产基金投资助力，以落实中央“促进房地产业良性循环和健康发展”决策。

02

03

试点人民币基金管理人迎来大资管时代

通过对接QFLP、直面境外投资者，强化人民币基金管理人的市场竞争力。

www.llinkslaw.com

A Leading PRC Legal Solution Provider

7

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



刘贇春
+86 21 3135 8678
bernie.liu@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