

# 春风又绿江南岸-不动产基金试点新规全面解读

## 序言

2023年2月20日，为促进资本市场支持房地产市场平稳健康发展，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布了《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》的公告，正式开启了不动产私募投资基金试点工作（以下简称“不动产基金试点工作”），明确按照试点先行、稳妥推进的原则，允许符合一定条件的私募股权投资基金管理人（以下简称“管理人”）按照试点要求募集设立不动产私募投资基金（以下简称“不动产试点基金”），进行不动产投资试点。

同日，中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）发布了《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（以下简称“《指引》”）以及《〈不动产私募投资基金试点备案指引（试行）〉起草说明》（以下简称“《起草说明》”），以工作指引的形式细化了不动产基金试点工作的具体要求，包括不动产试点基金及管理人的资格条件、申请要求及流程、投资范围及投资限制等。

至此，万众瞩目的不动产基金试点工作正式拉开帷幕。本文将为读者详细梳理不动产基金试点工作的重点关注内容以及与其他私募股权投资基金（非试点不动产基金）的区别。

## 一、《指引》出台背景

不动产私募投资基金在境外成熟市场已发展成为一个重要的投资品类。截至2022年末，基金业协会存续私募股权房地产基金838只，存续规模4043亿元，存续私募股权基础设施基金1424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。

在不动产基金试点工作开启前，中国不动产基金依次经历了野蛮生长、严格调控限制、附条件的适度发展的三个阶段。自2017年2月基金业协会发布了《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》（以下简称“《第4号备案管理规范》”）以来，住宅类地产基金备案受到严格控制，并附条件的允许符合国家产业政策、环境保护政策、土地管理政策的商业地产、工业地产、基础设施类基金的备案。

在本次试点工作开展之前，证监会及基金业协会对不动产基金亦发出松绑信号。2022年11月28日，证监会在“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”中表示，为支持房地产企业股权融资，证监会将积极发挥私募股权投资基金作用，开展不动产私募投资基金试点，允许符合条件的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、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，为此次试点工作的开展和《指引》的发布埋下了伏笔。而此次不动产基金试点工作的正式开启，

是自 2017 年以来监管层首次对不动产基金进行了政策松绑，并再次将投资于存量商品住宅和市场化租赁住房的地产基金带上时代舞台。

由于不动产基金的投资范围、投资方式、资产收益特征等与传统私募股权投资基金存在较大差异，证监会指导基金业协会在私募股权投资基金框架下，新设“不动产私募投资基金”类别，并采取差异化的监管政策。

## 二、 管理人资质要求及申请流程

### （一）管理人的资质要求

根据《指引》第四条规定，申请试点的管理人应满足以下条件：

- **管理人资格：**已登记的私募股权类管理人。
- **出资结构稳定：**管理人的主要出资人及实际控制人最近两年未发生变更。  
**注：**如拟申请试点管理人，则应确保主要出资人及实控人在 2 年内不发生变化。
- **非涉房企业：**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。  
**注：**此次试点不包括房地产开发企业设立的管理人。
- **实缴注册资本要求：**管理人的实缴资本应不低于 2000 万元人民币。
- **退出项目数量要求：**具有 3 个以上的不动产私募投资项目成功退出经验。  
**注：**待进一步明确为管理人本身的退出项目，还是可以包括管理人的高管人员的相关退出项目。
- **专业人员要求：**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。
- **投资经验及管理规模要求：**管理人本身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；对于不动产试点基金投资者均为机构投资者的，该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，应在提交材料时承诺其后续备案不动产试点基金投资者均为机构投资者。
- **其他要求：**最近三年未发生重大违法违规行为；具有完善的治理结构、管理制度、决策流程和内控机制；满足证监会、基金业协会要求的其他情形。

**提示注意：**对于上述管理规模要求的计算标准，基金业协会在《起草说明》中进一步明确下述认定标准：

- **基金类别：**关注是否为已备案私募股权基金（不包含创业投资基金），未备案私募基金规模不予认定。
- **管理人自身管理规模：**关注是否为拟申请试点管理人管理的规模，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。

- **不动产投资的投资标的：**认定规模的投资项目应为住宅地产（普通住宅、公寓、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房（写字楼、商场、酒店等）、基础设施项目（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建设项目）。
- **管理规模计算口径：**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。

## （二）管理人申请材料及程序

符合试点要求的管理人，在开展不动产试点基金募集、管理等业务活动前，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（以下简称“**AMBERS系统**”）首页的**政策申请模块**提交申请材料。（注：对于不具备基金初步募集和展业计划的管理人，基金业协会暂不受理其申请材料）。具体申请材料如下：

- (1) 拟设立不动产私募投资基金的募集计划、投资运作计划等情况；
- (2) 管理人主要出资人及实际控制人适格证明材料；
- (3) 管理人实缴资本证明材料；
- (4) 不动产投资管理规模证明材料；
- (5) 不动产投资业务相关高级管理人员信息、从业人员信息；
- (6) 合法合规及诚信情况；
- (7) 证监会、基金业协会要求的其他信息和材料。

**提示注意：**基金业协会将根据《指引》第四条有关管理人的具体要求，对申请材料进行实质性审查，并向申请管理人发送/核发“准予开展不动产私募投资基金业务”的相关文件或说明。但基金业协会目前尚未明确提交上述申请材料后，基金业协会的审核、反馈的流程和细则。

## 三、 不动产试点基金的资质要求及备案流程

### （一）不动产试点基金的资质要求

- **基金首轮实缴规模要求：**不动产试点基金首轮实缴募集资金规模不得低于**3000万元**人民币。
- **合格投资者要求：**  
**实缴出资金额及比例要求：**不动产试点基金投资者首轮实缴出资不低于**1000万元**。有自然人投资者的不动产试点基金，自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的**20%**。  
**注：**试点管理人及其从业人员投资于所管理的不动产试点基金的，可不受前述**1000万元**首轮实缴出资金额以及**20%**的自然人出资比例限制。

**穿透核查要求：**以合伙企业、契约等非法人形式直接或者间接投资于不动产私募投资基金的，应当穿透核查。基本养老金、社会保障基金、年金基金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，保险资金，金融机构发行的资产管理产品，在境内设立的面向境外投资者募资的 QFLP 试点私募基金除外。

**注：**尽管在不动产试点基金的直接投资层面体现为单一机构投资者，但穿透后的间接投资者亦应受前述 1000 万元首轮实缴出资金额以及 20% 的自然人出资比例限制。

- **托管要求：**应当由依法取得基金托管资格的机构托管。
  
- **基金合同要求：**不动产试点基金合同应当明确约定以下内容：
  - (1) 投资范围、投资方式、退出方式等；
  - (2) 基金投资决策机制安排；
  - (3) 基金扩募、分级安排、抵质押等担保安排（如有）；
  - (4) 被投资企业向基金分红事项（如有）；
  - (5) 股东会、合伙人会议或者基金份额持有人大会的召集机制、议事内容和表决方式等；
  - (6) 证监会、基金业协会要求的其他内容。

**注：**投向单一项目的不动产私募投资基金合同还应当明确约定投资标的、投资结构等。
  
- **风险揭示要求：**管理人应当在募集推介材料以及风险揭示书的“特殊风险揭示”部分向投资者揭示不动产试点基金的特殊风险。

**注：**若涉及关联交易、单一投资标的、分级安排、抵质押、股东借款、贷款、通过特殊目的载体投向标的、契约型私募基金管理人股权代持等其他特殊风险或业务安排，应当一并披露。
  
- **信息披露要求：**管理人应当按季度制作不动产试点基金财产管理报告并向投资者披露。

## （二）不动产试点基金的备案材料及程序

基金业协会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。参与试点的管理人届时应当将产品类型选择为“不动产私募投资基金”。且管理人应当在不动产试点基金募集完毕后 **20 个工作日内** 向基金业协会报送以下基本信息和材料，办理备案手续：

- (1) 私募基金合同；
- (2) 基金托管协议；
- (3) 基金招募说明书；
- (4) 风险揭示书以及投资者适当性相关文件；
- (5) 募集资金实缴证明文件；
- (6) 底层投资协议、投资框架协议或具体投资方案（如适用）；
- (7) 项目公司已经取得的国有土地使用证、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，以及证明项目主体工程进展的证明文件材料（如适用）；

(8) 基金业协会要求的其他信息和材料。

#### 四、不动产试点基金与其他私募股权投资基金的差异化监管

根据《指引》第五条、第二十条规定，不动产试点基金为基金业协会在现有私募股权投资基金类型项下，增设的一类私募基金产品类型，在投资范围、对外借款或担保、杠杆比例、后续募集等方面与其他私募股权投资基金进行差异化监管，就《指引》中未予以特殊规定的，不动产试点基金仍应遵循私募股权投资基金的监管要求。

##### （一）投资范围

##### 1. 不动产试点基金

《指引》第三条规定，不动产试点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。

- **存量商品住宅**：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。
- **保障性住房**：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。
- **市场化租赁住房**：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。
- **商业经营用房**：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。
- **基础设施项目**：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。

根据现行监管规定，私募股权投资基金（非不动产试点基金）如拟投资房地产项目的，应当遵循《第4号备案管理规范》的规定，不得投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目（未限制投向保障性住宅地产项目）。本次《指引》的亮点之一，即为放开不动产试点基金投向存量商品住宅、和市场化租赁住房，不再受《第4号备案管理规范》的限制，促进不动产市场盘活存量。但另一方面，《指引》针对特定居住用房均提出了开发或建设进度要求，例如针对存量商品住宅，要求为已取得“五证”且已经实现销售或者

主体建设工程已开工的项目。

## 2. 其他私募股权投资基金

《指引》第二十条规定，不参与试点的管理人，不适用《指引》，可按照基金业协会现行自律规则，开展保障性住房、商业地产、基础设施等股权投资业务。

根据基金业协会私募基金咨询自助查询系统关于“私募股权基金是否可以投资房地产项目？”的答复，“私募股权基金可以投资商业地产和工业地产”，且《第4号备案管理规范》并未限制私募基金投向保障性住房项目。此外，根据基金业协会此前发布的《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》，私募股权投资基金类型项下包括“房地产基金”、“基础设施基金”两类产品类型，房地产基金是指从事一级房地产项目开发的私募基金，基础设施基金是指投资于基础设施项目的私募基金。

因此，未能申请备案为“不动产试点基金”的基金，仍可按照现行监管要求备案为私募股权投资基金，开展保障性住房、商业地产、基础设施等股权投资业务，但无法适用《指引》项下对不动产试点基金的差异化监管政策。

### （二）对外借款或担保

#### 1. 不动产试点基金

根据《指引》第八条规定，不动产试点基金为被投资企业提供借款或者担保的，应当符合下列条件：

- **决策程序：**基金合同有明确约定，并履行基金合同约定的决策程序；
- **借款或担保期限：**借款或者担保到期日不得晚于基金清算完成日；
- **债性投资的比例：**

有自然人投资者的，不动产试点基金应当持有被投资企业75%以上股权，不动产试点基金向被投资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1/3；

全部为机构投资者的，不动产试点基金应当持有被投资企业75%以上股权，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，不动产试点基金向被投资企业的股权出资金额比例可由基金合同约定。

与《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（以下简称“《若干规定》”）对私募股权投资基金的监管规定相比，《指引》对不动产试点基金在借款或担保期限、债性投资的比例上均进行了政策松绑，期限不晚于基金清算完成日即可，而债性投资比例可以高达基金对被投资企业总出资金额的2/3甚至不做强制要求，给予了不动产试点基金投资更高的灵活性。

#### 2. 其他私募股权投资基金

受限于《若干规定》，私募股权投资基金以股权投资为目的为被投资企业提供借款或担保的，应当遵循如下要求：

- **借款或担保期限**：1 年期限，且借款或者担保到期日不得晚于股权投资退出日；
- **债性投资的比例**：借款或者担保余额不得超过该私募基金实缴金额的 20%。

### （三） 杠杆比例

#### 1. 负债比例

##### （1） 不动产试点基金

《指引》第八条规定，根据基金合同约定或者履行基金合同约定的决策程序后，不动产试点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。《指引》第十三条同时规定，不动产试点基金总资产不得超过净资产的 200%。因此，理解不动产试点基金申请贷款扩充投资资金来源的，亦不应导致其总资产超过净资产的 200%。但是，是否视不动产试点基金是否存在分级安排从而适用不同的负债比例上限，《指引》没有作出明确规定。

##### （2） 其他私募股权投资基金

目前现行监管规则对于私募股权投资基金对外举债没有禁止性规定。根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“《资管新规》”）相关规定，资产管理产品应当设定负债比例（总资产/净资产）上限，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%。

#### 2. 分级比例

##### （1） 不动产试点基金

《指引》第十三条规定，管理人可以结合实际业务情况，对不动产试点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。不动产试点基金是否可以突破《资管新规》对权益类产品分级比例不得超过 1：1 的分级比例限制，《指引》未作出明确规定。

##### （2） 其他私募股权投资基金

根据《资管新规》相关规定，分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过 3：1，权益类产品的分级比例不得超过 1：1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2：1。分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。

### （四） 后续募集

#### 1. 不动产试点基金

《指引》第十一条规定，不动产试点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：

- 不动产试点基金处在基金合同约定的投资期内；

- 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；
- 投资者符合《指引》第七条的规定；
- 证监会、基金业协会规定的其他要求。

《指引》放宽了不动产试点基金进行后续募集的条件，不再设置基金组织形式、组合投资、扩募规模不超过初始规模 3 倍等要求。

## 2. 其他私募股权投资基金

根据《私募投资基金备案须知》，已备案通过的私募股权投资基金如果新增认缴出资，需要同时满足以下条件，但增加的认缴出资额不得超过备案时认缴出资额的 3 倍：

- 基金的组织形式为公司型或合伙型；
- 基金由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管；
- 基金处在合同约定的投资期内；
- 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%；
- 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。