

YY 评级

对中基协《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》的解读

2023 年 02 月 22 日

政策事件

据证监会官网 2 月 20 日消息，近日，证监会**启动了不动产私募投资基金试点工作**，支持不动产市场平稳健康发展。同日，中国证券投资基金业协会发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（中基协发〔2023〕4 号，简称“新 4 号文”），细化工作要求，自 2023 年 3 月 1 日起施行。主要包括：

- **新设类别、试点先行**：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。符合一定条件的私募股权投资基金管理人可以按照试点要求募集设立不动产私募投资基金，**进行不动产投资试点**。不参与试点的管理人原有业务模式及登记备案不受影响，可开展保障性住房、商业地产、基础设施等股权投资业务。
- **明确管理人要求**：从管理人实缴资本（不低于 2000 万元）、不动产投资管理规模及经验（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）、专业人员、主要出资人及实际控制人背景（不得为房地产开发企业及其关联方）等方面提出要求。
- **明确投资范围**：不动产私募投资基金的投资范围包括**特定居住用房（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。
- **适格投资者要求**：试点基金产品投资者应当以机构投资者为主，首轮实缴出资不低于 1000 万元人民币，对于不动产私募投资基金持有被投资企业 75%以上股权的，可限比例引入少部分超高净值自然人投资者。鼓励境外投资者以 QFLP 方式投资不动产私募投资基金。
- **放宽股债比和扩募限制**：基金按照试点要求为被投资企业提供借款或者担保的，在涉及《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第八条关于股债比的限制方面进行**差异化安排**，但基金**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，可实现资产控制和隔离**。基金可将基金财产对外提供抵质押，可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，此外，在符合一定要求前提下可以扩募。
- **资产与风险隔离**：试点备案产品及其底层资产应实现**与原始权益人的主体信用风险隔离**。

YY 解读

1、试点工作的目的和影响？

启动不动产私募投资基金试点工作，是对“第三支箭”措施的延续和细化，目的仍围绕拓宽股权渠道，促进房企盘活存量资产，降低杠杆，优化资产负债表。22 年 11 月 28 日，证监会发布《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》，提及决定在房地产企业股权融资方面调整优化 5 项措施（即“第三支箭”）：①恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；②恢复上市房企和涉房上市公司再融资；③调整完善房地产企业境外市场上市政策；④进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；⑤积极发挥私募股权投资基金作用。本次启动不动产私募基金试点工作，是对“第三支箭”中第⑤点措施的落地、延续和具体细化，目的是拓展股权渠道，引入机构资金，促进房地产企业盘活不动产，有利于扩大有效投资和降低行业债务风险，并探索新的发展模式。

2、与现行规定相比有何区别？

与现行规定相比，本次试点工作指引最受瞩目的亮点在于投资范围增加存量商品住宅，此外，通过适度放宽股债比及扩募限制提升运作灵活度。

（1）本次试点工作投资范围增加存量商品住宅，但严格定义为“五证齐全”，已实现销售或主体已开工，助力“保交付”及盘活存量。基金业协会于 2017 年 2 月发布《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“旧 4 号文”），明确“证券期货经营机构设立私募资产管理计划，投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目^{注 1}的，暂不予备案”，而随着后续中基协就私募基金的监管不断加强，事实上自 2021 年以来，住宅类的地产基金产品基本难以备案（截至 2022 年末，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）。本次试点工作投资范围增加存量商品住宅，但同时**对“存量商品住宅”给出较严格的定义，要求“五证齐全”**（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。这意味

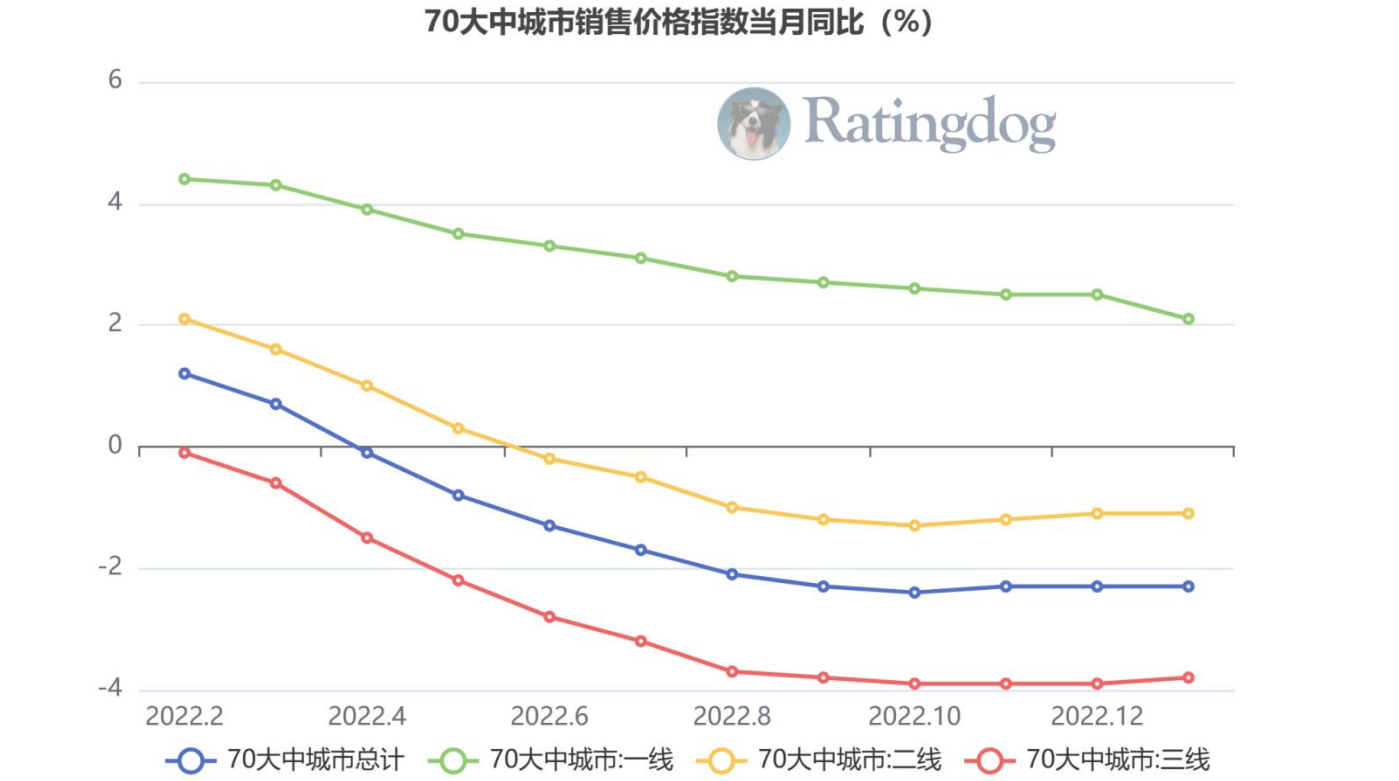
着，不动产私募投资基金主要将在“保交付”、盘活存量上发挥积极作用，而用于拿地的前融资金依旧是不被允许的。

(2) 放宽股债比限制，由 4:1 放宽至 1:2 甚至更高。根据证监会〔2020〕71 号《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第八条关于股债比的限制，私募基金以股权投资为目的，可为被投企业提供 1 年期限以内借款、担保，但不得超过该私募基金实缴金额的 20%，即股债比最多 4:1。而根据新 4 号文，符合试点要求的不动产私募投资基金可适度放宽股债比限制，前提是需实现资产控股和隔离，以及防范涉众风险。具体来说，若全部为机构投资者的，基金持有被投资企业 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，可实现资产控制和隔离，那么股东借款/担保金额可由基金合同约定，股债比不受限制；若有自然人投资者，基金应当持有被投资企业 75%以上股权，满足此条件下，股债比允许达到 1:2。此外，基金可以通过申请经营性物业贷款、并购贷款+备案后扩募等方式，扩充投资资金来源。

3、推行过程中的考量点或难点？

投资者参与意愿仍取决于新房需求端复苏前景及资产自身吸引力，基金的回报率是第一考量，而广大低能级城市的存量项目降价压力仍大，盘活效果仍需观察。本次试点工作投资范围主要针对已进入销售或开工的新房，市场化基金参与对回报率有要求，但从新房需求端复苏方面，疫情冲击下的“疤痕效应”尚在，1 月超额储蓄累积显示购房者收入预期和消费信心调整方向仍不明确，尤其行业主体信用风险出清待完成，对于新房“交付”的担忧仍是购房者决策的重要考量，故对于尤其三四线的存量项目市场投资信心仍有待恢复。同时结合收益与风险考量，市场化机制下，基金投资者和管理人倾向于选择位于高能级或重点城市、区位地段较好、收益有空间以及退出有保障的项目。

图表 1 70 大中城市销售价格指数当月同比 (%)



数据来源：Wind，Odin 系统-地产 E 查，YY 评级整理

注¹：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。项目中同时包含多种类型住房的，计划募集资金不得用于项目中普通住宅地产建设。

评级舆情和 YY 解读，欢迎登录 odin 系统查看

<https://www.ratingdog.cn/>