

## 撬动多样资本，改善融资结构

### ——简析《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》

3月1日起，我国不动产私募投资基金试点正式启动。在证监会指导下，中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）印发了《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（以下简称《指引》），明确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。

此次印发的《指引》共二十一条，明确不动产投资范围及试点管理人要求，从基金募集、投资、运作、信息披露等方面进行规范。市场将此次试点工作视作是证监会落实改善提升房地产市场融资措施的延续，有利于健全资本市场功能。我们认为，该试点在放宽不动产私募融资渠道政策约束的同时，兼顾了规范管理与风险防控。

#### 一、基金运作方面关注五个“放宽”

##### （一）放宽投资范围

《指引》第三条明确了试点不动产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”，相较以往规定新增了存量商品住宅、市场化租赁住房投向。拓宽了试点不动产私募投资基金的投资范围，为房地产企业盘活存量商品住宅资产、开展保障性住房和市场化租赁住房的开发建设与改造提供了新的融资渠道和路径。



基金业协会 2017 年备案管理规范第 4 号文规定，“投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的，暂不予备案”<sup>1</sup>。此处对于普通住宅地产的界定出自深交所《关于试行房地产行业划分标准操作指引的通知》中的“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”，后续执行的范围也不止于热点城市。

对比既往，《指引》在其起草办法中对投资范围进行了更加明确的界定：“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）”。

## （二）放宽股债比限制

《指引》第八条针对基金的不同投资者构成，明确了对被投企业的最低持股比例与股债投资比例的差异化要求，整体上大幅提升了不动产私募投资基金对被投企业的债权投资比例上限，突破了证监会 2020 年《关于加强私募投资基金监管的若干规定》中 4:1 的限定<sup>2</sup>，并且未再提及 1 年的借款期限限制。条文规定：

不动产私募投资基金投资者中有自然人投资者的，基金应当持有被投资企业 75% 以上股权，其“向被投企业的股权出资金额，不得低于对该

<sup>1</sup> 2017 年，基金业协会《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》，明确“投资于房地产价格上涨过快热点城市普通住宅地产项目的，暂不予备案”。目的是为了堵住当时部分私募股权投资基金通过“名股实债”、资管产品层层嵌套出资等方式违规向房地产企业提供土地或建设融资的乱象。

<sup>2</sup> 2020 年证监会《关于加强私募投资基金监管的若干规定》，对私募股权基金对被投资企业股债投资比例进行限制，要求基金向被投企业的借款规模（主要以股东借款方式）不超过基金实缴金额的 20%。即股债比（股权投资：债权投资）为 4:1；2022 年《私募股权、创业投资基金备案关注要点》明确，以股权投资为目的，为被投资企业提供借款、担保的，其借款期限不得超过 1 年。



被投资企业总出资金额的三分之一”；全部为机构投资者的，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，其股权出资金额“可由基金合同约定”。

不动产投资回报往往具有一定固收特征，此前私募房地产基金以“小股大债”结构投资项目公司的模式可能被重新激活应用，后续试点中不动产私募投资基金的现金流回收可以通过股东借款的还本付息实现。

### （三）放宽融资限制与杠杆率要求

在投资资金来源方面，《指引》第八条为商业银行提供了直接为不动产投资提供配套债务资金的可能。其指出，“不动产私募投资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”。

此外，2018年发布的《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”）要求“分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%”。《指引》第十三条则明确了“不动产私募投资基金总资产不得超过净资产的 200%”，这相当于放宽了对不动产私募投资基金的融资限制。

### （四）放宽份额分级比例要求

《指引》第十三条指出，“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”，这突破了“资管新规”中对私募产品的分级比例<sup>3</sup>的要求，可突破权益类产品 1:1 的限制，放大优先级

<sup>3</sup> 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）。资管新规要求“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”。



投资份额占比。基金份额分级比例约束的放宽将给予基金管理人在基金募资结构设计上更大的自由度,有利于充分调动不同风险偏好的投资人参与不动产私募投资基金募资。

### (五) 放宽扩募条件

《指引》第十一条指出,不动产私募投资基金扩募仅需要满足投资期要求、程序要求、合格投资者要求及中国证监会、基金业协会规定的其他要求,取消了基金组织形式、单项目投资集中度以及增加认缴出资额不超过3倍<sup>4</sup>的限制,有利于不动产投资基金通过扩募方式增加资产购入、实现长期持续运作。

## 二、准入门槛方面关注三个“提高”

提高基金管理人资格要求。《指引》第四条对管理人出资结构、实缴资本、不动产投资管理规模及经验、专业人员等方面提出更高门槛。

提高基金首轮实缴规模要求。《指引》第六条要求不低于3000万元人民币,而根据基金业协会最新发布的《私募投资基金登记备案办法》规定,一般私募股权基金首轮实缴不低于1000万元。

提高投资者出资金额要求。《指引》第七条将投资者门槛提升至1000万元,并规定“有自然人投资者的不动产私募投资基金,自然人投资者合计出资金额不得超过基金实缴金额的20%”。这高于证监会2014年《私募投资基金监督管理暂行办法》规定合格投资者“投资于单只私募基金的金额不低于100万元”的要求。

<sup>4</sup> 2019年证监会发布的《私募投资基金备案须知》中对私募基金扩募条件进行了限制,其中包括:增加的认缴出资额不得超过备案时认缴出资额的3倍、基金的组织形式须为公司型或合伙型、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%。



### 三、对房地产企业、地方政府与金融机构将产生重要影响

此次试点被市场普遍解读为针对房地产的纾困措施进一步升级,但其影响意义远不止于此。如试点工作能够顺利推动,将会对不动产领域相关主体融资产生重要影响。

#### (一) 房地产企业融资: 调整融资结构、实现市场转型

灵活应用私募基金可改变房地产企业融资结构。私募本身具有极大的灵活性与对多种资本的兼容性,本次试点又在股债比例、杠杆率、分级比例等方面进行了放宽,这将改善不动产领域间接融资过重的问题,有利于降低房地产企业的资产负债率。

为房地产运营模式的转型提供支撑。未来公募 REITs 如逐步放开至市场化租赁住房、商业经营性物业等领域,不动产私募投资基金或将与公募 REITs 形成不动产投融资闭环,覆盖从资产投资、收购、运营到上市退出的全链条。房地产企业可以借助这个链条推动经营转型,布局物业的长期运营。

#### (二) 地方政府: 拓宽融资渠道、盘活存量资产

拓宽地方政府基建融资渠道。在租赁住房市场、保障性住房建设、城市更新等重大基础设施和民生改善工程领域,地方政府可以通过辖属国有企业联合市场化基金管理人合作发起不动产私募投资基金,为项目资金来源提供多样化支撑,从而缓解资金压力、降低单一渠道的融资风险。

有利于地方政府盘活资产。不动产私募投资基金与公募 REITs 相结合将成为地方政府盘活不动产资产的有效手段。这种方式让大量沉淀的基础设施得以盘活,提高地方政府在基建领域的资金资产循环效率,有效降低地方政府债务风险。



### （三）金融机构：改善资产投放方式、丰富理财配置手段

银行等金融机构可以通过不动产私募投资基金改善资产投放方式。既往银行对不动产领域的投放方式主要基于开发主体的主体信用。《指引》实施后，银行可以直接基于基金持有的不动产进行资产投放，并借助不动产私募投资基金实现与开发主体的风险隔离，一定程度上避免房地产商、融资平台等主体的经营风险干扰，且投放资产的杠杆率也大大放宽（详见第一部分、第（三）条）。在房地产行业下行、开发主体信用下滑的市场形势下，金融企业可以通过该工具加大基于优质项目资产的投放，不仅有利于金融企业控制风险，也有利于加大不动产领域的信贷投放。

不动产私募投资基金的拓展也将丰富理财配置手段。试点后的不动产私募投资基金明确对养老基金、社会公益基金、保险资金、金融机构资产管理产品、QFLP 不进行穿透核查，这让金融机构和投资者在不动产领域获得更多的资产配置机会，特别是对养老金、社保资金、保险资金等关注长期限回报的资金，投资手段将会得到极大的丰富。

（评论员：林路遥、李蔚林）

实习生李佳欣对本文亦有贡献