

2022年11月28日，中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）在答记者问中率先提出5项资本市场支持房地产企业股权融资的优化措施，其中包括了不动产私募投资基金试点计划。2023年2月20日，证监会公告载明启动不动产私募投资基金试点。同日，中国证券投资基金业协会（“中基协”）发布《不动产私募投资基金备案指引（试行）》（中基协发〔2023〕4号，以下简称“《试点指引》”），自2023年3月1日起施行。为此，中基协在《试点指引》起草说明和《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》一文中对试点不动产基金的底层逻辑做了进一步阐释，主要包括以下三个方面：

1. 不动产基金在境外成熟市场已发展成为一个重要的投资品类，中国虽有一些私募机构陆续设立投向商业地产、基础设施建设的备案基金，但因受到监管要求仍按照传统股权投资口径进行投资和备案，在不动产私募投资专业领域仍有较大发挥的空间。
2. 协会存续私募股权房地产基金已积累不动产投资运作经验，在此前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，已具备发展成为更成熟的不动产私募投资基金的条件。
3. 本次试点工作试点先行，处于探索阶段，面向具备房地产投资和运营经验的存续私募股权房地产基金管理人，故试点门槛条件较高，体现头部管理人示范效应，避免社会资金盲目入场，力求做到平稳过渡[1]。

本次《试点指引》体现了监管部门拟对试点的不动产私募投资基金进行差异化监管的管理逻辑，同时，该项试点安排也对房地产行业、Reits板块以及其他资产管理机构开展不动产领域的私募资产管理业务造成了一定的影响。本文将就此进行初步的探析，供业内交流。

一、《试点指引》的出台背景及适用范围

（一）《试点指引》的出台背景

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，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。[2]从私募基金的发展历程来看，原有的私募股权类基金及其他类基金也是可以做房地产行业的投资的，但

由于《私募基金管理人登记须知》及《私募投资基金备案须知》中也规定了私募基金不得投资包括房地产开发在内的冲突业务，同时《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范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“4号文”）中明确了“投资于房地产价格上涨过快热点城市（目前包括北京、上海、广州、深圳、厦门、合肥、南京、苏州、无锡、杭州、天津、福州、武汉、郑州、济南、成都等16个城市，将根据住房和城乡建设部相关规定适时调整范围）普通住宅地产项目的（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），暂不予备案”。因此，很长一段时间内该类基金较难备案。

据证监会有关负责人介绍，由于不动产私募投资基金的投资范围、投资方式、资产收益特征等与传统股权投资存在较大差异，为积极发挥私募股权投资基金作用，协会在中国证监会指导下，开展不动产私募投资基金试点，起草形成《试点指引》，允许符合要求的私募股权基金管理人在具备初步募资和展业计划的基础上设立不动产私募投资基金，引入机构资金，投资特定居住用房、商业经营用房和基础设施项目等，促进房地产企业盘活经营性不动产并探索新的发展模式。

根据《试点指引》的规定，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。按照本指引设立从事不动产投资业务的私募基金，应当将产品类型选择为“不动产私募投资基金”，该项规定的明确为不动产私募投资基金“正名”。与上述“4号文”相比，本次《试点指引》在监管尺度上呈现了放松态势，有鉴于此，本次出台的《试点指引》也被业内称为“新4号文”。

（二）《试点指引》的适用范围

根据《试点指引》第二十条的规定，本次《试点指引》系针对不动产私募投资基金制定的差异化监管规则，仅适用于符合条件且参与试点的基金管理人发起设立不动产私募投资基金，不参与试点的私募基金管理人，仍适用中基协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，参与试点的私募基金管理人，对《试点指引》未规定的事项，仍应按照现行的私募股权基金管理人及私募股权基金的要求执行。

因此，在《试点指引》正式实施后，对于投资不动产的私募股权投资基金形成了两套差异化的监管规则，相关的主要监管规则如下：