



王甲同：证监会启动不动产私募投资基金，真正的 Pre-REITs 基金来了！



文/意见领袖|王甲同

我国公募 REITs 试点 2 年多的时间以来，市场发展迅速，各界反响强烈。截至 2023 年 2 月，公募 REITs 市场已经发行 25 单 REITs，发行规模超过 800 亿。由于公募 REITs 是资产 IPO，有了 REITs 作为退出渠道，在基础设施投融资领域的产业链重塑的情况下，产业资本和金融资本将加大项目投资，积极孵化和培育资产。经过 2 年多的二级市场运行验证后，各种类型基础设施资产估值和定价模式也被开发探索出来，这会催生一个庞大的 Pre-REITs 投资市场，类似于股票市场 Pre-IPO 投资。由于公募 REITs 依靠“资产信用”，授信和风险评判逻辑和体系与传统的非标债权、并购基金、产业基金不同，因此虽然投资端和项目端都存在强烈的需求，但匹配起来却很困难。加之 Pre-REITs 市场中的项目体量大，亟需“股权”性质，且按照 REITs 逻辑进行投资的大体量资金。



2023 年 2 月 20 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）（以下简称“《不动产基金指引》或《指引》”），旨在引导市场符合条件的私募基金管理人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。《不动产基金指引》的实施，会有力的促进 Pre-REITs 市场发展。可以预见，不久的将来，会有相当数量的 Pre-REITs 基金设立，引入市场机构投资人资金投入基础设施等不动产市场，也会出现专业的以不动产投资为主要业务的私募基金公司。

一、《指引》明确投资范围为基础设施和不动产

按照《不动产基金指引》第三条的规定，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。

（一）存量商品住宅是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。

（二）保障性住房是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。

(三) 市场化租赁住房是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。

(四) 商业经营用房是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。

(五) 基础设施项目是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。

国家发展改革委于 2021 年 7 月发布的《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资[2021]958 号，以下简称 958 号文），试点公募 REITs 的种类包括交通基础设施、能源基础设施等 9 大类，不包括住宅和商业地产。本次《不动产基金指引》的投资范围，不但包括基础设施类，还包括住宅和商业地产，范围更加广泛。结合证监会副主席李超在 2022 年 2 月 28 日《走好中国特色 REITs 发展之路》一文中提出“加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域”，可以看出《不动产基金指引》不但鼓励市场资金投入基础设施领域，也鼓励投入不动产领域，为将来试点“长租房和商业不动产”开展公募 REITs 培育更多的适

格资产。

二、《指引》放宽私募基金的股债比限制，节税效果更好

我国公募 REITs 尚处于试点阶段，没有像国外成熟 REITs 市场一样，在税收方面实施项目公司免征所得税的“税收中性”措施。这就要求在投资不动产类资产时，需要通过结构设计，搭建合适的“股债”比例，利用借款利息税前抵扣的方式，实现合理节省税收成本。如果不能实现合理节税，在成本高企的情况下，很多市场资金会“望而却步”。

根据证监会《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（〔2020〕71号）（以下简称“《私募基金监管规定》”）第八条的规定：私募基金以股权投资为目的，按照合同约定向被投资企业提供借款，期限要在1年以内，且借款余额不得超过该私募基金实缴金额的20%。按此规定，如果私募股权基金想要投资项目公司股权，并通过股东借款方式搭建债权，债权比例将受到很大限制，这就导致“利息税前抵扣”的效果微乎其微。

而《不动产基金指引》放宽了私募基金股债比的限制。按照《不动产基金指引》第八条的规定：有自然人投资者的不动产私募投资基金，向被投企业的股权出资金额，不得低于该被投企业总出资金额的三分之一；全部为机构投资者的不动产私募投资基金，向被投企业的股权出资金额比例，可以由基金合同约定。也就是说，不动产私募基金的股债比，至少可以实现1:2的结构比例。如果投资人全部是机构投资者，那么股债比例还可以更宽，这也可以通过“小股大债”的方式实现合理节税，也可以对标的资产实

现“承债式”的收购。

三、《指引》允许不动产私募股权基金扩募，提升基金运作灵活性

对于 PRE-REITs 市场，投资目的是通过收购尚未达到发行 REITs 标准的不动产，经过一定时间的孵化和培育，满足 REITs 条件后，通过发行 REITs 或出售给现有 REITs 进行退出。按照发改委 958 号文的规定，发行公募 REITs 有规模要求（不低于 10 亿元），因此在进行 Pre-REITs 投资时，往往需要并购多个资产才能达到一定规模，就存在并购项目的先后顺序，这就要求私募基金的募集有一定的灵活性，随着并购项目的进展而募集资金。

按照中国证券投资基金业协会发布的《私募基金备案须知》第十一条规定：私募股权投资基金和私募资产配置基金应当封闭运作，备案完成后不得开放认/申购（认缴）和赎回（退出）。如果按此规定，投资 Pre-REITs 市场的私募基金，完成备案后不得开放，那就只能一次并购发行一只基金，不但手续繁琐，还会导致项目端和资金端存在时间错配。

而《不动产基金指引》则允许投资不动产私募投资基金扩募。按照《不

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52558

