

## 锚定价值 —— 图解基础设施 REITs

作者：李虎桓 | 盛况

### 一、从类 REITs 到基础设施 REITs

中国类 REITs 产品自 2014 年 5 月“中信启航”项目开始，开启了以资产支持专项计划为载体间接持有物业资产，并实现在企业间 ABS 市场进行挂牌转让的中国版类 REITs 模式。根据过往项目的情况，类 REITs 产品主要结构为的契约型私募基金或单一资金信托计划作为通道，由其直接收购仅持有物业资产的项目公司的股权和债权，并以对应的全部基金份额或信托受益权（为满足资产证券化的发行要求）作为基础资产，由专项计划管理人发行资产支持证券，向合格投资人募集资金。由于底层资产仅为商业物业，并实现了资产的真实出售，且一定程度上实现了以资产为支持的证券的挂牌流通，所以具备 REITs 产品的部分基本特征。但由于资产支持证券本质是固定收益类证券（债券）而非权益产品，而通常仅称为类 REITs 产品。

为贯彻落实党中央、国务院关于深化投融资体制改革、积极稳妥降低企业杠杆率、保持基础设施补短板力度等决策部署，支持国家重大战略实施，深化金融供给侧结构性改革，进一步提升资本市场服务实体经济能力，促进基础设施高质量发展，近日中国证监会与国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（以下简称“《试点通知》”），标志着境内基础设施领域公募 REITs（以下简称“基础设施 REITs”）试点正式起步。

同时，中国证监会一并发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）（以下简称“《基金指引》”），对基础设施公募 REITs 的落地制定了相关细则。

《试点通知》以及《基金指引》的出台标志着 REITs 正式“启航”，由于 REITs 为公开发行之权益产品，其使得不动产资产（本轮启航首先以“基础设施”为开端）以直接权益方式登上公开市场舞台，通过公开市场价值发现功能，使得不动产（基础设施）公允价值得以发现并锚定。基础设施 REITs 的启航为不动产市场资产定价、投融资提供了里程碑意义的“金融市场基础设施”工具，具有划时代意义。汉坤律师以“锚定资产价值”理解核心逻辑，通过图解的方式解析基础设施 REITs 的产品结构以及相关要点。

### 二、REITs 核心逻辑——锚定价值

相比市场上常见的“类 REITs”而言，《试点通知》及《基金指引》所规定 REITs 产品为了实现“锚定”不动产资产价值的功能，具备两个核心特征：

1. “权益属性”——尽管类 REITs 产品中已经出现了可续期、可扩募且带有权益级的产品（比如：

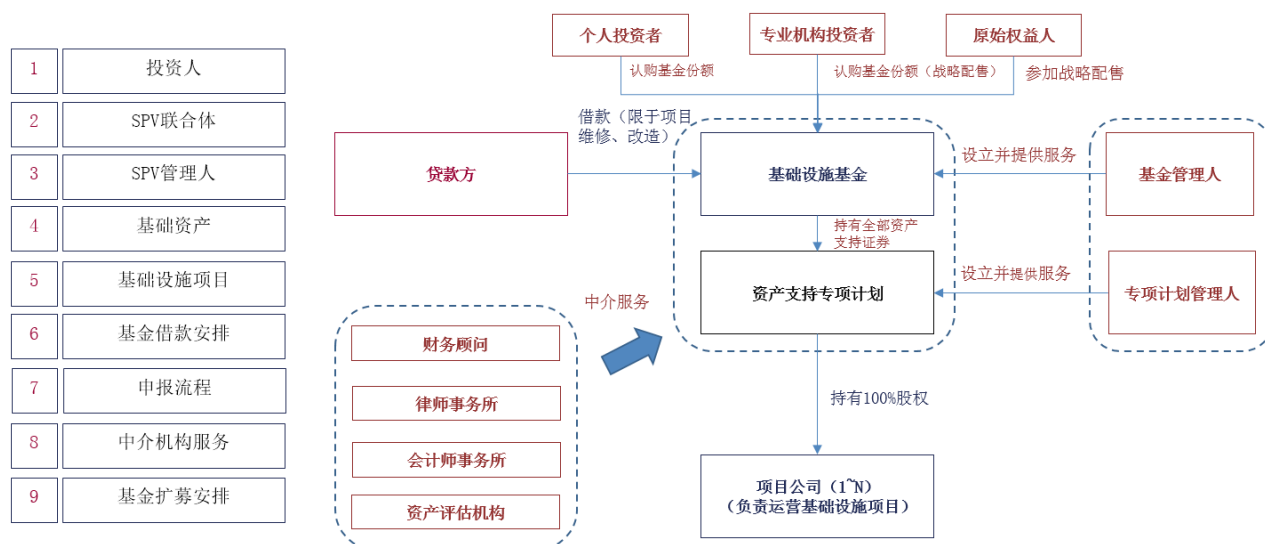
顺丰类 REITs、京东类 REITs 等)，但究其本质，还是属于运行在债券市场的私募固收类产品，其显著特征是带有评级符号的“优先级资产支持证券”，其投资人在投资该产品时仍然以固收类产品思路考量。然而，本轮 REITs 为彻底的权益类产品，其运行的市场为权益投资市场，针对的投资人在识别其属性时不再也不应以固收产品进行考量，而应当以“股票”思路作为其投资的出发点。

- “公开发行”——类 REITs 产品尽管为标准化产品，但其本质仍然是私募属性，不具有公开发行公开市场类产品的价值发现功能。然而本次启动的 REITs 产品不同，其将不动产（基础设施）以完全权益的方式至于公开市场之中，利用公开市场的价值发现功能并遵循价格运行规律，发现资产价值、评价资产价值，进一步成为不动产市场（基础设施）市场“价值之锚”。

基于“权益属性”、“公开发行”核心特征，就不难理解《试点通知》及《基金指引》的有关典型规定的立法出发点，例如：

- “产品路径选择”——在不突破现有法律框架之下，一方面，公募基金具备公开募集及公开市场交易的基本功能，但其不能直接投资股权或发放借款；另一方面，资产支持专项计划（ABS）具备直接投资股权且项目公司的资质，且可以对外举债（间接实现 ABS 举债功能），但其无法实现公开发行并在公开权益市场运行。以上公募基金、ABS 相互之间正好补齐了各自的短板，其“公募基金+ABS”模式恰能实现“权益属性”及“公开发行”功能。值得注意的是，由于路径选择上已经摒弃了采取“契约型私募基金”为 REITs 载体的思路，相应产品结构中传统类 REITs 中双层 SPV 之一的“契约型私募基金/信托”不复存在，取而代之的是“公募基金+ABS+项目公司股权”模式。
- “产品结构特征”——（1）为了实现“锚定价值”的功效，在投资人层面，《基金指引》规定了主要以机构投资者为主的基本控制思路；（2）在路径选择层面，公募基金管理人作为 REITs 的“灵魂”具有核心地位，而公募基金管理人同一实际控制下 ABS 管理人的有关规定，则能够最大程度避免出现同一 REITs 多管理人而导致的内耗；（3）“权益属性”体现在，公募基金 80% 以上募集资金必须全部投资于唯一一只 ABS，而该 ABS 仅投资唯一一个基础设施资产。

### 三、基础设施 REITs 产品结构



## 四、投资人——专业的事情交给专业的人办

### （一）《试点通知》及《基金指引》关于投资人规定综述

**专业投资人：**专业机构投资者包括：证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外投资者、符合规定的私募基金管理人、银行理财子公司、社保基金、基础设施投资机构、政府专项基金、产业投资基金等专业机构投资者。专业机构投资者可以参与基础设施基金份额战略配售，战略配售比例由基金管理人与财务顾问协商确定，持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于 **1 年（锁定期）**。

**原始权益人：**基础设施项目的原始权益人（也即基础设施项目的原持有人）应当参与基础设施基金份额战略配售，战略配售比例不得低于本次基金份额发售数量的 **20%**，且持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于 **5 年（锁定期）**。

**个人投资者（散户）：**按照《基金指引》的要求，扣除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额网下发售（即向机构投资者）比例不得低于本次公开发售数量的 **80%**。基于此，个人投资者投资本产品的比例受到一定的限制。

### （二）汉坤评论

与类 REITs 产品对比：现有的类 REITs 产品属于交易所发行的证券化产品，仍参考私募基金份额进行监督管理，投资人仅限于 200 人且为合格投资者。基础设施 REITs 产品的投资人可突破 200 人，且可向个人投资者进行销售。

简化管理基础设施 REITs 的投资人结构为：**（1）专业投资人（含原始权益人）占比不低于 80%（其中包含不低于 20% 的原始权益人自持）；（2）其他投资者不高于 20%（主要为“散户”）。**

该等投资人结构充分体现了基础设施 REITs 产品为实现“锚定资产价值”从而限定专业投资人投资不动产的基本思路，该等思路同时也是参考了境外成熟市场有关经验（境外 REITs 投资者基本均为机构投资者）而得出的，同时不排除在专业投资者超额认购的情况下，将有关散户份额进行进一步“回拨”的可能性。

## 五、SPV 联合体——戴着镣铐的舞蹈

### （一）《试点通知》及《基金指引》关于 SPV 联合体规定综述

**SPV 联合体：**基础设施 REITs 产品的发行载体采取的是 SPV 联合体（双 SPV）的方式，即：公募基金+单一 ABS+单一股权+单一项目。

**保持 SPV 联合体的“纯粹”：**公募基金 80% 以上募集资金投资并持有全部 ABS 份额，ABS 持有全部项目公司股权；公募基金穿透持有项目公司全部股权和特许经营权；公募基金封闭运作；项目公司当期 90% 以上收益用于分配。

### （二）汉坤评论

与类 REITs 产品对比：现有的类 REITs 产品结构中，主要以资产支持专项计划+私募基金/信托计划为双 SPV，但两者通常并非由同一实体控制，且私募基金的管理要求与其他持牌类金融机构的管理要求具有一定的区别，在项目实操层面需要协调的工作更多。基础设施 REITs 产品下的双 SPV 均为持

牌金融机构，且要求具有关联关系或同一实际控制人，实际是“一套班子两块牌子”。

**专项计划是否分层：**按照 ABS 的监管制度要求，资产支持专项计划可采取分层的结构，区分优先和劣后级资产支持证券（目前市场上绝大多数的 ABS 产品均进行分层）。根据《基金指引》的要求，公募基金将持有“单一基础设施资产支持证券全部份额”，并且明确要求原始权益人在公募基金层面参加战略配售，在此基础上，资产支持专项计划在本产品中主要起通道作用，在资产支持专项计划层面不再也不能进行分层处理。

**SPV 不包括信托或私募基金：**《基金指引》明确提出，“本指引所称基础设施资产支持证券，是指依据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（证监会公告〔2014〕49 号）发行的基础设施资产支持专项计划”。基于此，虽然交易商协会监管的资产支持票据也属于结构化融资产品之一，但是其发行载体 SPV（一般为信托计划）不属于基础设施 REITs 产品中的 SPV 联合体之一。另外，《基金指引》中未提及私募基金的角色，故此基础设施 REITs 产品中如以专项计划作为通道，私募基金彻底退出基础设施 REITs 舞台。

汉坤律师理解，在现有法律基本框架（《证券投资基金法》）之内为实现中国版 REITs，同时兼顾“公开发行”和“资产支持”两大基本功能，中国版 REITs 选择了 SPV 联合体。尽管并不完美，但依然可以舞蹈。

## 六、SPV 管理人——REITs 的灵魂

### （一）《试点通知》及《基金指引》关于 SPV 管理人规定综述

**管理人的组成：**基于基础设施 REITs 产品的发行载体采取的是 SPV 联合体结构，本产品中的管理人包括：基金管理人+资产支持专项计划管理人。

**核心管理人：**结合《试点通知》以及《基金指引》的要求，基金管理人将作为产品的核心管理主体，主要负责产品的整体架构和运营，专项计划管理人将起到配合作用。另外，基金管理人与资产支持专项计划管理人应存在实际控制关系或受同一控制人控制。因此，拟主导发行本产品的金融机构应具有一定的规模，并且其下属子公司或关联方应当同时具备公募基金管理人的资格以及资产支持专项计划管理人的资格。

**基金管理人要求：**特别地，《基金指引》进一步对基础设施 REITs 产品的基金管理人提出要求，其中核心要求在于：（1）公司成立满 3 年；（2）设置独立的基础设施基金投资管理部门，配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验；（3）具有不动产研究经验，并配备充足的专业研究人员；（3）具有同类产品或业务投资管理或运营专业经验，且同类产品或业务不存在重大未决风险事项。

### （二）汉坤评论

**与类 REITs 产品对比：**类 REITs 产品本质上仍是资产支持证券，因此实践中，专项计划管理人将作为核心管理人的角色，负责产品设计及操作，其他私募基金管理人或信托受托人仅进行配合。而基础设施 REITs 产品的核心管理人将由公募基金管理人担任，专项计划管理人将作为辅助方提供配合。

参考境外成熟市场的 REITs 产品特点，管理人对于 REITs 的良好运行有着至关重要的作用，但基础设施 REITs 路径选择（公募基金+ABS）天然存在两个管理人（公募基金管理人、专项计划管理人），监管通过规则修补采取“一套班子两块牌子”方式统一了管理人分离的问题，同时强化了基金管理人的

“专业性”，确定了基金管理人在 REITs 中的灵魂地位。

## 七、基础资产——资产支持专项计划“直投”股权

### （一）《试点通知》及《基金指引》关于基础资产规定综述

**需符合 ABS 项下的监管要求。**《基金指引》中要求，“本指引所称基础设施资产支持证券，是指依据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（证监会公告〔2014〕49号）发行的基础设施资产支持专项计划。基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。”因此，底层基础资产应当符合《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》在内的资产证券化业务的相关规定（包括但不限于交易所对于基础设施类 ABS 产品提出的挂牌指南等）。

《基金指引》明确载明“基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权”。

### （二）汉坤评论

**基础资产的种类：**参考目前市场上已有的基础设施类 REITs 项目案例，并结合《基金指引》中的一些相关条款（如“基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权”）规定等，汉坤律师理解，REITs 的基础资产或其项下资产支持专项计划的基础资产，可以为基础设施项目公司的全部股权。

**资产重组技术：**为确保项目公司股权与基础设施项目之间存在一一对应的关系，原始权益人在产品设立前往往会在资产端进行重组，确保单一项目公司股权清晰且仅持有对应的基础设施相关资产（将其其他资产剥离）。

**税收安排：**值得注意的是，《基金指引》中并未提及或规定 REITs 的税收筹划安排，这一点区别于境外 REITs 的税收操作惯例及规范性要求 [一旦识别为 REITs 载体而将享有一系列税收筹划优惠（主要针对所得税/资本利得税）]。由此，汉坤理解，原类 REITs 产品设立以及存续期有关税收技术手段在基础设施 REITs 项下仍然需要继续使用，包括但不限于“特殊税务重组”而避免评估溢价而导致的所得税损耗；“资本弱化原则下的税盾安排”避免 REITs 投资端、项目端双重征税等。

## 八、基础设施项目——运营 3 年以上成熟项目

### （一）《试点通知》及《基金指引》关于基础设施项目规定综述

**对项目的原则要求：**

1. 项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，**收入来源以使用者付费为主**，未出现重大问题和合同纠纷；
2. 具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力；
3. 发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近 3 年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

**对项目的细节要求：**

1. 原始权益人享有完全所有权或特许经营权，不存在经济或法律纠纷和他项权利设定；
2. 原始权益人企业信用稳健、内部控制健全，最近 3 年无重大违法违规行为；
3. 经营 3 年以上，已产生持续、稳定的现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好增长潜力；
4. 现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，**不依赖第三方补贴等非经常性收入**；
5. 中国证监会规定的其他要求。

**（二）汉坤评论**

相较 ABS 领域现有基础设施类 ABS 指南（含 PPP 指南）中对于“基础设施项目”的准入规范而言，本轮 REITs 对“基础设施项目”的要求更为严格，核心体现在运营 3 年以上成熟项目且需为使用者付费类项目。

**九、基金借款安排——税盾****（一）《试点通知》及《基金指引》关于基金借款安排规定综述**

**允许基金对外借款：**《基金指引》提出，“基础设施基金直接或间接对外借款，应当遵循基金份额持有人利益优先原则，借款总额不得超过基金资产的 20%，借款用途限于基础设施项目维修、改造等”。基于该规定，基金可以进行对外借款（并起到一定的增加杠杆的效果），但是借款用途（限于基础设施项目维修、改造）有明确的限制，且借款的总额也有上限（不得超过基金资产的 20%）。

**（二）汉坤评论**

**基金借款的“税盾”功能：**由于目前针对 REITs 并没有专门的税收优惠政策支持，因此 REITs 在实际运行中存在“双重征税”风险，即项目端企业所得税和投资端投资者所得税的双重征税问题。为了在最大程度上避免该等“无谓的损失”，“税盾安排”在所难免。考虑到目前 REITs 的有关安排和规定，《基金指引》中关于不超过 20% 的“大修大建借款”可以作为“税盾”的考虑之一。同时作为底层项目公司而言，其亦可通过间接融资方式（例如银行借款）对外借款以构建“税盾”。

**后续税收政策：**作为成熟市场 REITs 制度中不可或缺的税收安排政策（税收优惠），其政策目的在于避免前述“双重征税”风险。就目前出台的基础设施 REITs 产品而言，我们不排除后续通过监管沟通会出台有针对性的 REITs 税收筹划规定（例如参考境外成熟市场 REITs 成功经验，一旦识别为 REITs 主体则不再对项目公司所得征收所得税），以进一步化解现有的税收困境。

**十、申报流程——小路条+大路条+证监会及交易所注册****（一）《试点通知》及《基金指引》关于申报流程规定综述**

根据《试点通知》以及《基金指引》，基础设施 REITs 产品需要经过发改委及证监会的许可同意后方可注册发行，具体包括：

**省级发改委（小路条）：**按照《试点通知》，各省级发展改革委主要从项目是否符合国家重大战略、

宏观调控政策、产业政策、固定资产投资管理法规制度，以及鼓励回收资金用于基础设施补短板领域等方面出具**专项意见**。

**国家发改委（大略条）：**在省级发展改革委出具专项意见基础上，国家发展改革委将符合条件的项目**推荐**至中国证监会，由中国证监会、沪深证券交易所依法依规，并遵循市场化原则，独立履行注册、审查程序，自主决策。

**证监会及交易所：**证券交易所审核申报材料，并在审核完毕后出具无异议函。基于无异议函以及其他申报材料，基金管理人可向证监会提交申请，注册基础设施 REITs 产品。

## （二）汉坤评论

基础设施 REITs 实施严格注册制，需要通过发改委推荐环节、交易所出具无异议函、完成基金业协会备案并经证监会注册后方可发行、上市。该等规定带有强烈的“计划”色彩，虽为注册制，但监管事前筛选的色彩浓重。固然试点期间审慎先行的出发点十分重要，但 REITs 作为市场化产品，过于严格的监管“筛选”流程难免导致“监管溢价”的情况出现，即市场投资者判断经过监管层层筛选的项目必然是“优质项目”，而忽略项目本身的风险，或者导致二级市场过度溢价的情况发生。尽管如此，考虑到 REITs 投资者限定为 80% 以上专业机构投资者的情况下，前述问题导致的风险相对可控。

# 十一、 中介机构服务——不再“评级”

## （一）《试点通知》及《基金指引》关于中介服务机构规定综述

**基金管理人及财务顾问：**基金管理人应当聘请财务顾问对拟持有的基础设施项目进行全面的尽职调查，出具财务顾问报告。财务顾问由取得保荐机构资格的证券公司担任，按照法律法规及中国证监会有关保荐机构尽职调查要求，对基础设施项目进行尽职调查，充分了解基础设施项目的经营状况及其面临的风险和问题。

**律师事务所：**基金管理人应当聘请符合条件的律师事务所就基础设施项目合法合规性、基础设施项目转让行为合法性、主要参与主体资质等出具法律意见书。

**会计师事务所：**基金管理人应当聘请符合条件的会计师事务所对基础设施项目财务情况进行审计并出具审计报告。

**资产评估机构：**基金管理人应当聘请独立的资产评估机构对拟持有的基础设施项目进行评估，并出具评估报告。《基金指引》对于评估报告的内容提出了一系列具体要求。特别地，资产评估机构为同一只基础设施基金提供评估服务不得连续超过 3 年。

## （二）汉坤评论

**与类 REITs 产品对比：**类 REITs 产品为资产支持证券，仍属于一种债券，因此需要评级机构参与评级，而财务顾问并非必需的中介机构。基础设施 REITs 产品属于权益类产品，不需要评级机构对产品进行评级。

## 十二、基金扩募安排——SPV 联合体一体化运作下的“项目级扩募”

### （一）《试点通知》及《基金指引》关于扩募安排规定综述

**封闭式运作与扩募：**目前，《基金指引》明确提出基金应当采取“封闭式运作”。如参考公募基金相关规定，基金在封闭式运作期间应不会开放申购与赎回。但需注意，《基金指引》相关条款中均提及了基金的扩募安排，后续两者将如何协调，有待监管部门进一步出台规定进行明确。

### （二）汉坤评论

**扩募安排的实操考虑：**基础设施 REITs 产品中，持有资产的主体为资产支持专项计划，而资产支持专项计划与上层公募基金处于一一对应的关系。在此基础上，如设置扩募安排，则可考虑：1.在专项计划层面进一步收购其他项目公司以补充资产；2.同时在基金层面开放新的基金份额申购，通过前述两个阶段以形成“公募基金对应份额-资产支持专项计划-对应项目公司股权-对应基础设施项目”的一一对应的结构，以实现扩募的安排。

## 十三、结语

《试点通知》以及《基金指引》吹响了**中国版 REITs** 的号角，尽管目前看上去还并不完美，但**中国版 REITs** 还是开启了**中国版不动产资产定价金融工具**的先河，其以**权益属性**作为其基因，公开市场化运作作为其机制，实现了对**不动产资产**的金融“锚定”。



## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 李虎桓

电话： +86 21 6080 0295

Email: [huhuan.li@hankunlaw.com](mailto:huhuan.li@hankunlaw.com)