

Industry Insight REITs

[中伦公募REITs法律文集]
行业研究洞察



中伦研究院出品



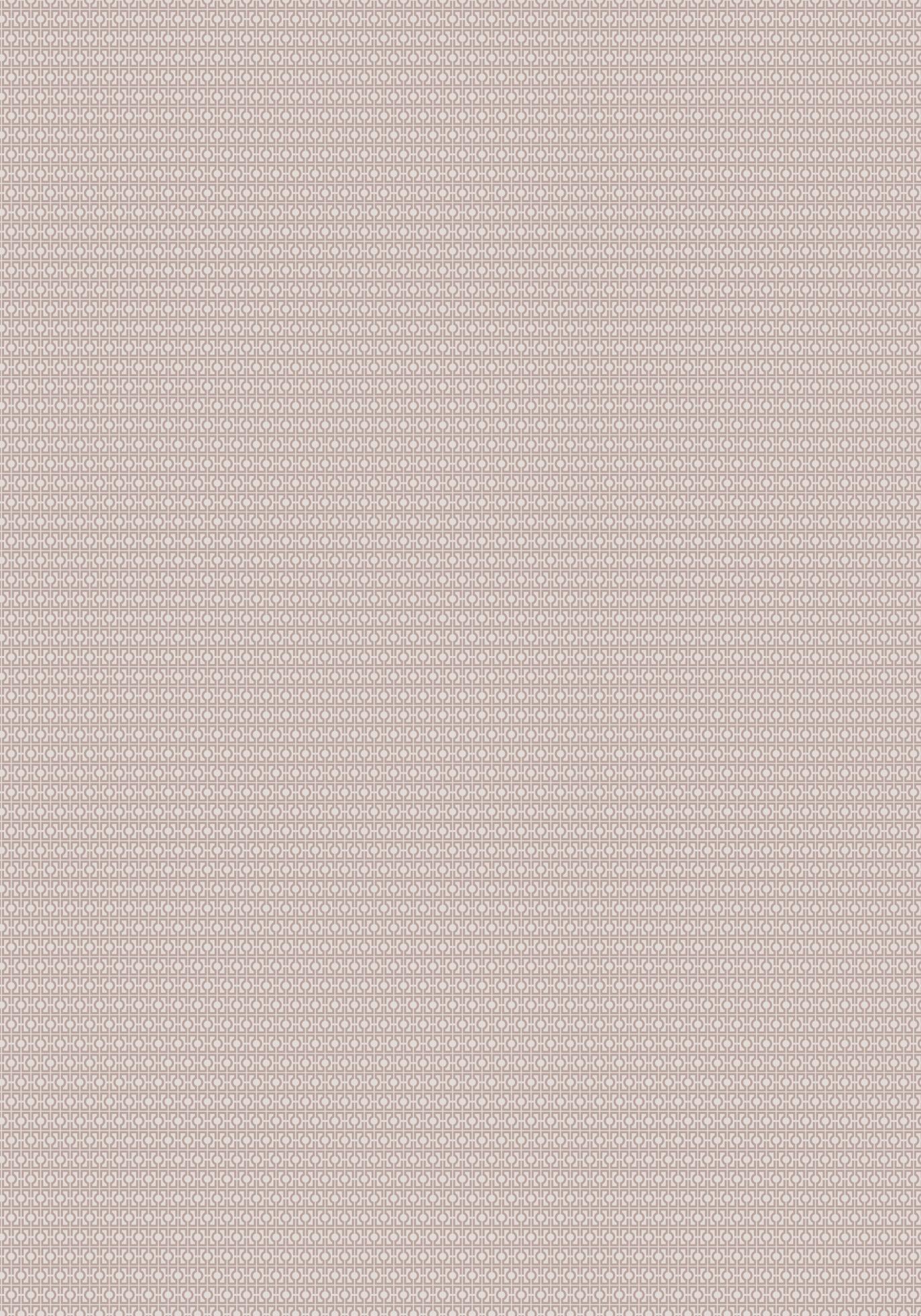
纵览：中国公募REITs规则与架构

行业与投资：中国公募REITs法律实务

他山之石：境外REITs项目案例分析



中倫
ZHONG LUN





中伦研究院出品



01

Contents

目录

前言	007
【第壹章】 纵览:中国公募REITs规则与架构	008
01/ 公募REITs主要规则体系、监管机构职能及审批流程概览	009
02/ 我国基础设施公募REITs的法律重点关注问题解析	020
03/ Pre-REITs私募基金相关法律问题解析	046
【第贰章】 行业与投资:中国公募REITs法律实务	058
04/ 保险资金在公募REITs投资的角色思考	059
05/ 银行理财子公司在公募REITs投资中的角色及风险	065
06/ 高速公路公募REITs实务中的核心问题探讨	074
07/ 中国产业园基础设施公募REITs的法律重点问题	082
08/ 仓储物流公募REITs实务中的核心问题探讨	097



02

Contents

目录

09/	政府和社会资本合作(PPP)项目开展基础设施REITs的机遇与挑战	111
10/	保障性租赁住房公募REITs核心问题探讨	120
11/	清洁能源基础设施公募REITs项目的重点法律问题解析	147
12/	环保领域基础设施通过公募REITs退出机会的法律分析	156
13/	中国互联网数据中心(IDC)基础设施公募REITs的法律重点问题讨论	163
14/	REITs项目的基础设施合规性瑕疵补救方案的法律实证分析	183
【第叁章】	他山之石:境外REITs项目案例分析	192
15/	境外酒店业REITs比较研究	193
16/	从境外REITs的交易安排谈跨境重组的统筹安排 ——从SF REIT的交易结构谈起	215

03



preface

前言

2020年4月24日,中国证监会、国家发展改革委颁布了《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》,正式拉开了中国大陆公募REITs试点的序幕。

基础设施REITs是国际通行的大类配置资产之一,具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点。《国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》也提出,推动基础设施REITs健康发展,有效盘活存量资产,形成存量资产和新增投资的良性循环。开展基础设施REITs试点,对推动形成市场主导的投资内生增长机制,提升资本市场服务实体经济的质效,构建投资领域新发展格局,具有重要意义。短期看有利于广泛筹集项目资本金,降低债务风险,是稳投资、补短板的政策工具;长期看有利于完善储蓄转化投资机制,降低实体经济杠杆,推动基础设施投融资市场化、规范化健康发展。

目前,中国在基础设施领域已经形成了巨大的存量市场。截至2020年7月底,中国铁路营业里程达到14万公里,位居世界第二;高铁3.8万公里,位居世界第一;全国公路里程突破500万公里,位居世界第一;城轨运营里程超6,700公里。据北大光华管理学院《中国基础设施REITs创新发展研究》表明,中国基础设施存量规模超过100万亿,若仅将1%进行证券化,即可撑起一个万亿规模的基础设施REITs市场。

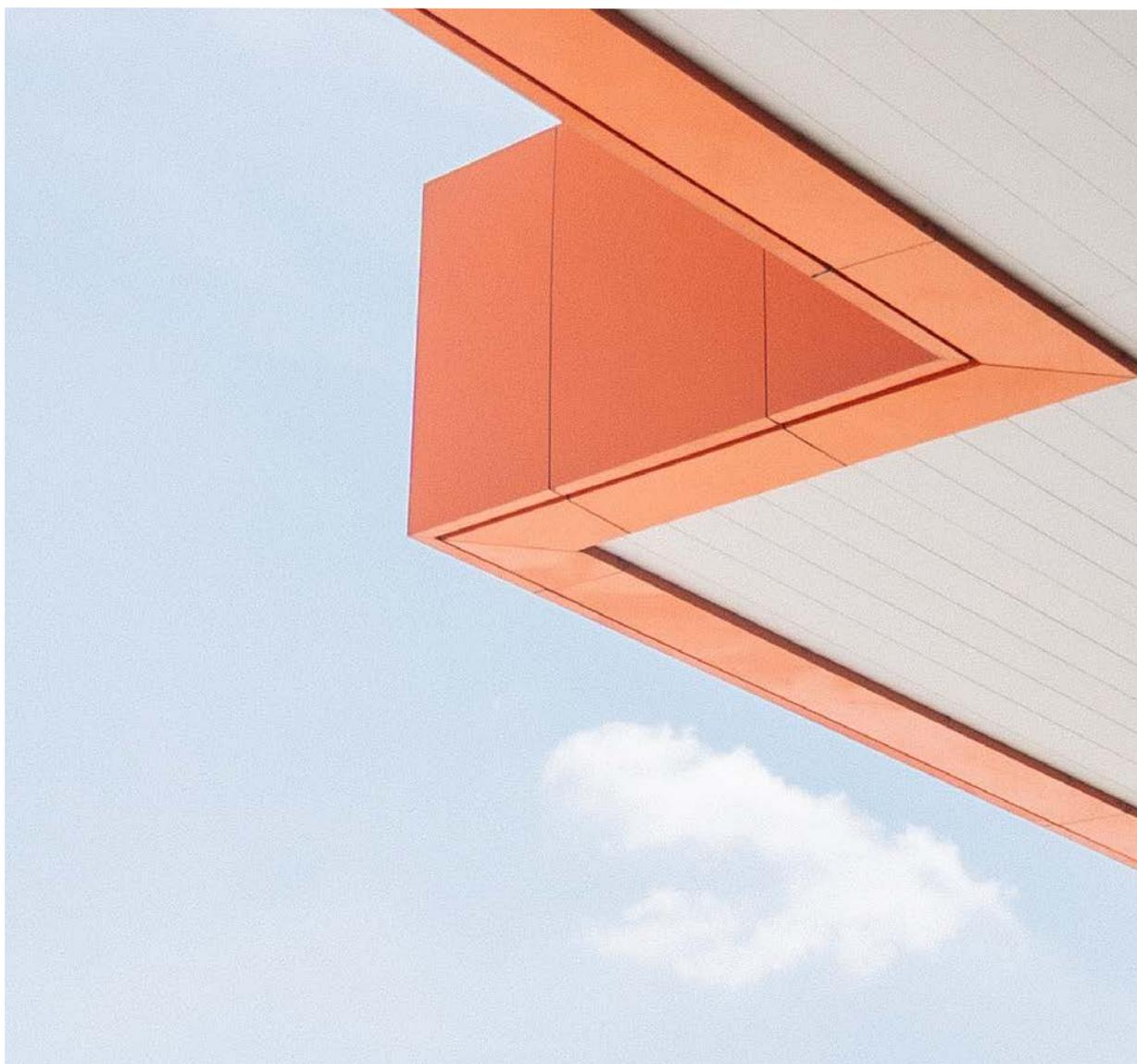
中伦作为中国领先的资产证券化与不动产领域的法律服务机构,积极参与公募REITs试点的法律服务,我们参与的博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金、建信中关村产业园封闭式基础设施证券投资基金、华夏越秀高速公路封闭式基础设施证券投资基金已经成功发行。

中伦本次发布基础设施领域REITs文集,集聚了长期专注于REITs领域以及基础设施投融资领域的专业合伙人的丰富经验,博采众长,既涵盖了基础设施REITs的宏观法律结构,又涉及高速公路、产业园区、仓储物流、PPP、保障性住房、环保、IDC等具体行业领域;既有从发起机构开展基础设施REITs的操作指南,又包括从投资者角度对基础设施REITs的思考;既有国内法律实践,又分享了境外REITs的操作安排。

借此文集,中伦愿与业内同仁一起见证并陪伴中国基础设施REITs的不断发展!

纵览:中国公募REITs规则与架构

Chapter 01

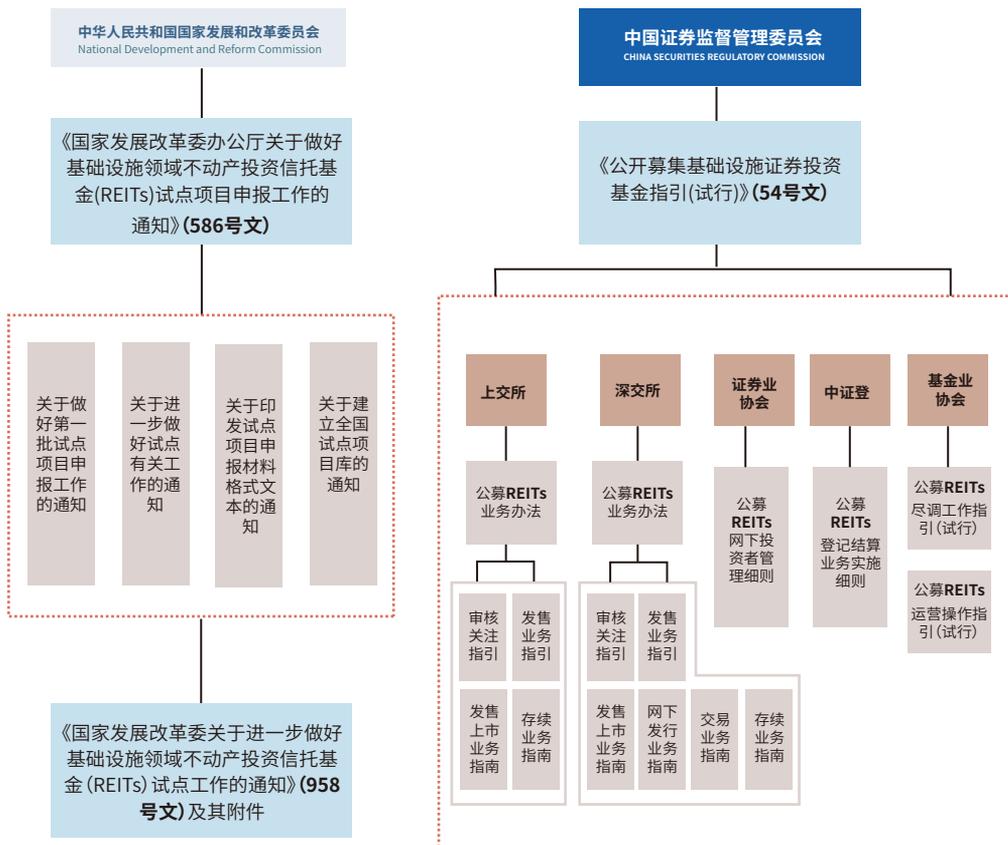


公募REITs主要规则体系、 监管机构职能及审批流程概览

路竞祎、郭玉璇

我国的公募REITs主要由国家发展和改革委员会(以下简称“**国家发改委**”)与中国证券监督管理委员会(以下简称“**中国证监会**”)牵头推进,国家发改委对项目是否符合国家重大战略和产业政策、是否符合固定资产投资管理法规,以及是否形成良性投资循环等方面提出专项意见。中国证监会牵头并指导上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券业协会(以下简称“**证券业协会**”)、中国证券投资基金业协会(以下简称“**基金业协会**”)等单位负责基金和基础设施资产支持证券的设立、发行、存续期管理等工作。以下对公募REITs主要规则体系、监管机构职能及审批流程进行简要介绍。

我国基础设施公募REITs的规则体系



(自本通知发布之日起,基础设施REITs试点项目申报等有关工作依照本通知执行)

PART 001

公募REITs主要规则体系

我国公募REITs主要规则体系可参考下方表格：

序号	发布日期	法规名称	文号	法规核心要点
一、法律				
1.	2015.04.24	《中华人民共和国证券投资基金法》(2015年修正)	中华人民共和国主席令 第23号	对基金管理人、基金托管人、基金的运作方式和组织、基金的公开募集、公开募集基金的基金份额的交易、申购与赎回、公开募集基金的投资与信息披露、公开募集基金的基金合同的变更、终止与基金财产清算、公开募集基金的基金份额持有人权利行使、非公开募集基金、基金服务机构、基金行业协会等内容进行规范
2.	2019.12.28	《中华人民共和国证券法》(2019年修订)	中华人民共和国主席令 第37号	对证券发行、证券交易、上市公司的收购、信息披露、投资者保护、证券交易场所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构、证券业协会、证券监督管理机构等内容进行规范
二、部门规章和规范性文件				
(一)中国证监会、国家发改委				
3.	2020.04.24	《中国证监会、国家发展改革委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》	证 监 发 [2020]40号	主要对推进基础设施REITs试点的意义、原则、工作安排、REITs试点项目要求等进行规范
(二)国家发改委				
4.	2020.07.31	《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》	发改办投资 [2020]586号	主要对基础设施REITs试点项目的地区和行业范围、基本条件、申请材料要求、申报程序、项目合规性审查等进行规范

序号	发布日期	法规名称	文号	法规核心要点
5.	2021.01.13	《国家发展改革委办公厅关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目库的通知》	发改办投资(2021)35号	就基础设施REITs试点项目的储备管理、入库项目条件、入库梳理和报送工作、政策支持和协调服务等进行规范
6.	2021.06.29	《国家发展改革委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	就深化认识,加强支持引导、加强项目管理和协调服务、严把项目质量、促进基础设施REITs长期健康发展、加强部门协作和政策落实等方面进行规范
		958号文附件:《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报要求》		就基础设施REITs试点项目的区域和行业范围、项目基本条件、申报材料要求、项目申报程序、项目审查内容、中介机构要求、其他工作要求等方面进行进一步的规范
7.	2021.12.29	《国家发展改革委办公厅关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知》	发改办投资(2021)1048号	为进一步加快推进基础设施REITs试点有关工作,推动盘活存量资产、形成投资良性循环,就基础设施REITs提出有关工作要求

(三)中国证监会

8.	2014.07.07	《公开募集证券投资基金运作管理办法》	中国证券监督管理委员会令104号	对基金的募集、基金份额的申购、赎回和交易、基金的投资和收益分配、基金转换运作方式、合并及变更注册、基金份额持有人大会、监督管理和法律责任等内容进行规范
9.	2020.03.20	《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》(2020年修正)	中国证券监督管理委员会令166号	对基金信息披露一般规定、基金募集信息披露、基金运作信息披露、基金临时信息披露、信息披露事务管理、监督管理和法律责任等内容进行规范
10.	2020.08.06	《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》	中国证券监督管理委员会公告(2020)54号	主要对产品定义、参与主体资质与职责、产品注册、基金份额发售、投资运作、项目管理、信息披露、监督管理等进行规范

(四)中国银保监会

11.	2021.11.10	《中国银保监会办公厅关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》	银保监办发〔2021〕120号	明确了保险资金可以购买公募REITs,扩大了险资可投资范围,进一步丰富保险资产配置结构和基础设施REITs投资者结构
-----	------------	--	-----------------	--

(五)财政部、国家税务总局

12.	2022.01.26	《财政部、税务总局关于基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策的公告》	财政部、税务总局公告2022年第3号	明确了基础设施REITs不同阶段的税收政策,底层基础设施资产适用特殊性税务处理,基础设施REITs设立阶段原始权益人转让项目公司股权或自持REITs份额取得收益可递延缴纳企业所得税,基础设施REITs运营、分配等按原税法规定执行。
-----	------------	---	--------------------	---

三、业务规则和业务指南

(一)上海证券交易所

13.	2021.01.29	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》	上证发〔2021〕9号-附件	就公募REITs的申请条件与确认程序、发售、上市与交易、存续期管理、自律监管等进行了规范
		《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第1号——审核关注事项(试行)》	上证发〔2021〕10号-附件	就公募REITs的参与机构、基础设施项目、评估与现金流、交易结构、运作管理安排等进行了规范
		《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第2号——发售业务(试行)》	上证发〔2021〕11号-附件	就公募REITs发售过程中的询价与定价、战略配售、网下及公众投资者认购、基金份额确认、扩募发售等进行了规范
14.	2021.04.30	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务指南第1号——发售上市业务办理》	上证函〔2021〕895号	就发售、上市、投资者适当性管理、模板及附件等内容进行规范

序号	发布日期	法规名称	文号	法规核心要点
15.	2021.06.17	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务指南第2号——存续业务》	上证函(2021)1033号	就交易业务安排、日常运作业务、模板及附件等内容进行规范

(二)深圳证券交易所

16.	2021.01.29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)》	深证上〔2021〕144号-附件1	就公募REITs的申请条件与确认程序、发售、上市与交易、存续期管理、自律监管等进行了规范
		《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第1号——审核关注事项(试行)》	深证上〔2021〕144号-附件2	就公募REITs的参与机构、基础设施项目、评估与现金流、交易结构、运作管理安排等进行了规范
		《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第2号——发售业务(试行)》	深证上〔2021〕144号-附件3	就公募REITs发售过程中的询价与定价、战略配售、网下及公众投资者认购、基金份额确认、扩募发售等进行了规范
17.	2021.04.30	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第1号——发售上市业务办理》	深证上〔2021〕455号	就发售、上市、投资者适当性管理、联系方式及附件等内容进行规范
18.	2021.04.30	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第2号——网下发行电子平台用户手册》	深证上〔2021〕457号	就系统简介、系统要求、准备工作、系统登录、初步询价、网下认购、配售结果查询、账户资料报备、用户中心、特别提醒及技术支持服务等内容进行规范
19.	2021.06.18	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第3号——交易业务》	深证上〔2021〕600号	就竞价交易机制、大宗交易机制、询价交易机制、限售份额回购交易管理、债券质押式回购、其他回购交易等内容进行规范
20.	2021.07.15	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第4号——存续期业务办理》	深证上〔2021〕692号	就信息披露、解除限售/锁定、收益分配、停复牌、更名、一致行动人信息填报及权益变动信息披露、模板及附件等内容进行规范

序号	发布日期	法规名称	文号	法规核心要点
(三)证券业协会				
21.	2021.01.29	《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》	中证协发〔2021〕15号	就基础设施基金网下投资者注册、行为规范、相关方核查责任、自律管理等进行规范
(四)基金业协会				
22.	2021.02.08	《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引(试行)》及起草说明	/	主要包括了对基础设施项目的尽职调查、对业务参与人的尽职调查、尽职调查的分工和要求以及附则五部分内容
23.	2021.02.08	《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引(试行)》及起草说明	/	以信息披露为中心,制定以反映基础设施项目实质和投资者保护为核心的运营操作要求,围绕基金托管人履责、基金财务报表编制相关要求、可供分配金额计算、基金相关信息披露要求等进行相应规定
(五)中国证券登记结算有限责任公司(以下简称“中证登”)				
24.	2021.02.05	《中国证券登记结算有限责任公司公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务实施细则(试行)》	中国结算发字〔2021〕15号	就公募REITs登记结算业务的相关事宜进行规范
25.	2021.02.05	《中国证券登记结算有限责任公司上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务指引(试行)》	中国结算发字〔2021〕20号	就在上海证券交易所发行REITs的业务参与、账户管理、认购、交易、要约收购及回购交易、权益分派等进行了规范
26.	2021.02.05	《中国证券登记结算有限责任公司深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务指引(试行)》	中国结算发字〔2021〕21号	就在深圳证券交易所发行REITs的业务参与、账户管理、认购、交易、要约收购及回购交易、权益分派等进行了规范

PART 002

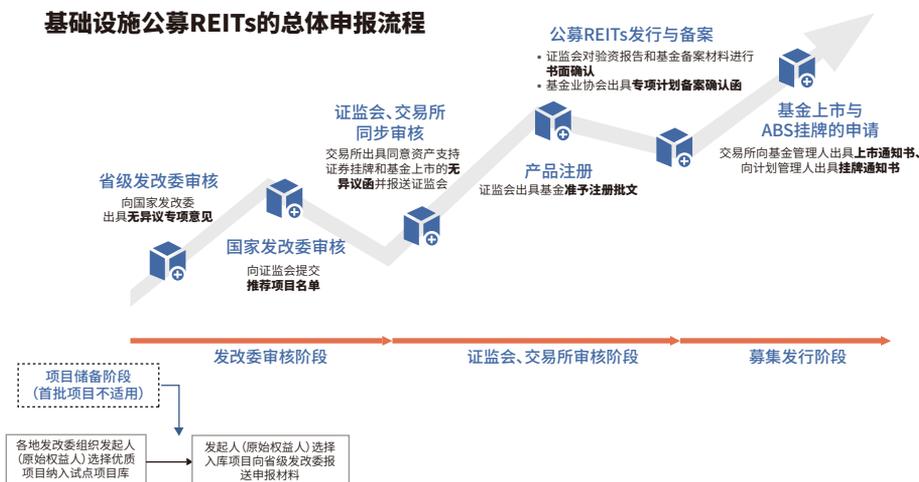
公募REITs主要监管机构职能

在公募REITs项目的申报、审核、发行、存续期管理、信息披露等方面,国家发改委、各省、直辖市发展和改革委员会(以下简称“**省级发改委**”)、中国证监会、沪深证券交易所、证券业协会、基金业协会、中证登等相关监管机构各司其职。各监管机构的职权与审核重点具体如下:

监管机构	监管职权
国家发改委	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 建立全国基础设施REITs试点项目库; ✓ 在省级发展改革委出具专项意见基础上,根据项目申报材料对项目进行综合评估,将符合条件的项目推荐至中国证监会。
省级发改委	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 负责试点项目的遴选、入库、申报工作; ✓ 对本地区符合相关条件、拟推荐开展试点的项目出具无异议专项意见,并向国家发改委上报试点项目申请材料,或为有关中央企业出具意见; ✓ 与相关部门进行协调,帮助解决项目推进过程中存在的问题。
中国证监会	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 制定公募REITs相关规则,对基金管理人等参与主体履职要求、产品注册、份额发售、投资运作、信息披露等进行规范; ✓ 指导各派出机构、沪深证券交易所、证券业协会与基金业协会制定完善试点项目遴选相关配套措施,加强公募REITs的业务过程监管; ✓ 对申请注册的基础设施基金进行审核、注册。
沪深证券交易所	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 比照公开发行证券要求建立基础设施资产支持证券挂牌及基金上市审查制度; ✓ 负责基础设施基金份额的发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等工作; ✓ 审核基础设施资产支持证券挂牌申请和基础设施基金上市申请,并出具无异议函。
证券业协会	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 按照自律规则对网下投资者进行注册,并对网下投资者的行为、各参与机构的核查等进行自律管理。
基金业协会	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 对基础设施基金人员管理、项目尽职调查、基金相关的信息披露等行为进行自律管理; ✓ 负责专项计划设立后的备案工作。
中证登	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 负责基础设施基金的登记结算相关业务,具体包括账户管理、基金份额的认购、交易、要约收购及回购交易、权益分派等。

PART 003

公募REITs申报流程



公募REITs的申报流程如下：

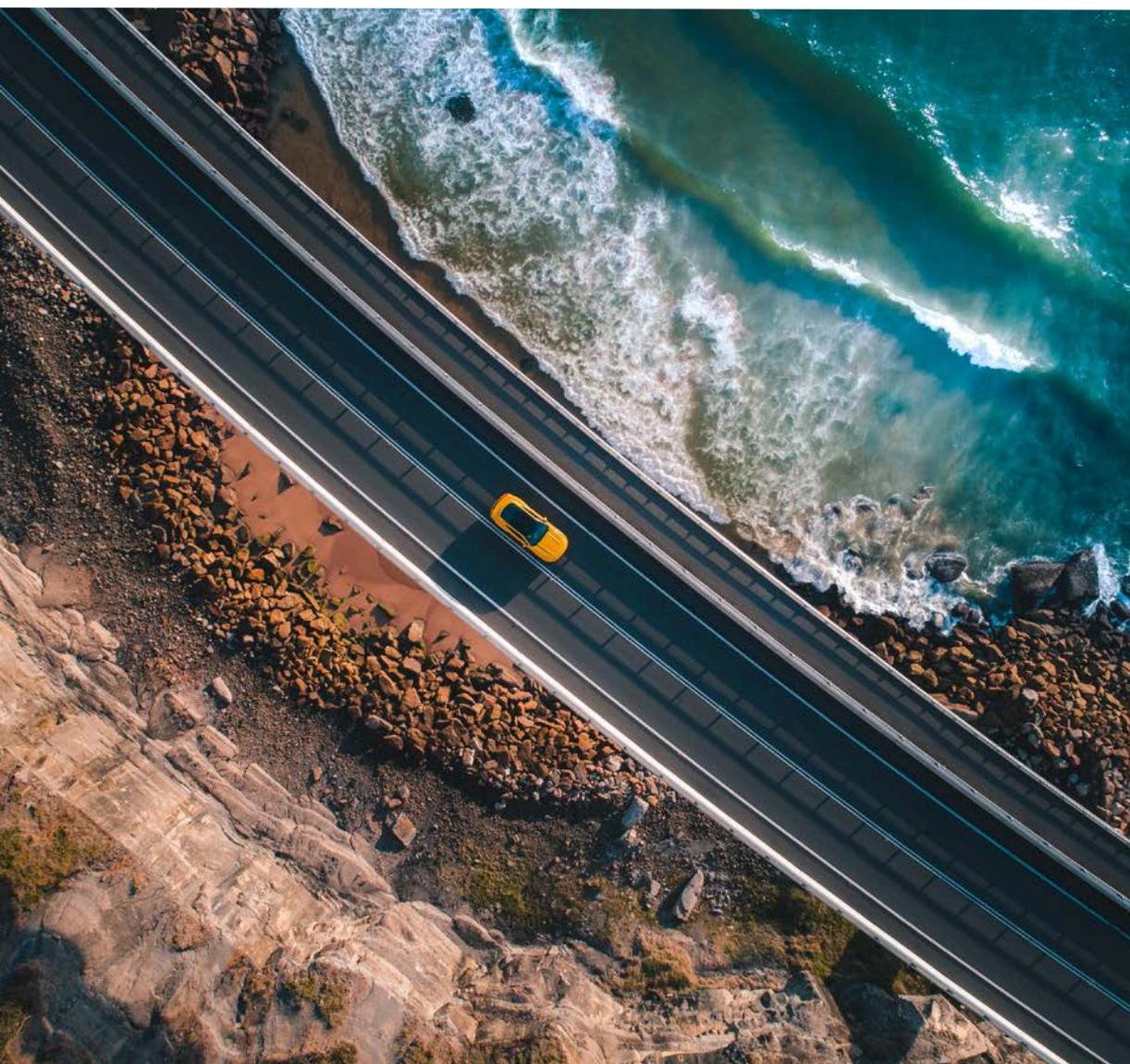
申报环节	对应监管机关	该环节的主要审核重点	所出具的批复/核准文件
项目入库阶段	省级发改委	入库项目主要分为三类,三类项目应分别满足以下条件: (1)意向项目: 该项目应属于基础设施项目,基本符合基础设施REITs发行条件,项目发起人(原始权益人)具有发行REITs产品的明确意向。 (2)储备项目: 项目发起人(原始权益人)已正式启动发行REITs产品准备工作,且项目应符合中国证监会、国家发改委关于推进基础设施REITs试点工作有关要求和规定。 (3)存续项目: 该项目已成功发行REITs产品。	符合条件的项目纳入发改委基础设施REITs试点项目库。向国家发改委推荐的基础设施REITs试点项目,应从储备库中统一选取,未入库项目不得推荐。
	省级发改委	省级发改委及时将符合条件的项目分类纳入全国基础设施REITs试点项目库,做到应入尽入,未纳入项目库的项目不得申报参与试点。省级发改委对项目是否符合试点区域和行业范围(意向项目暂不属于试点范围的,可单独备注说明)、项目权属及资产范围是否清晰明确、发起人是否依	省级发改委出具关于公募REITs试点项目的无异议专项意见,并推荐至国家发改委。

申报环节	对应监管机关	该环节的主要审核重点	所出具的批复/核准文件
项目入围阶段		法合规直接或间接享有项目所有权、特许经营权或经营收益权、土地使用是否依法合规、基础设施项目是否具有可转让性、基础设施项目是否成熟稳定、资产规模是否符合要求、发起人等参与方是否符合要求等多方面进行审核。	
	国家发改委	审核试点项目是否符合宏观管理政策要求、依法依规取得固定资产投资管理相关手续、PPP(含特许经营)类项目是否满足额外条件、回收资金用途、是否满足基础设施持续健康平稳运营的条件、中介机构是否符合要求等。	国家发改委审核通过并向中国证监会推荐项目名单。
	沪深证券交易所	审核是否符合《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》及证券交易所规定的条件,包括项目的权属、权利限制及权利负担情况、项目建设、运营阶段的合规性、资产转让的合法合规性、基础设施项目公司及现金流情况关联交易、同业竞争、对外借款、投资管理、风险控制制度和流程,部门设置与人员配备,同类产品与业务管理情况、基金合同草案、基金托管协议草案、招募说明书草案、拟投资基础设施资产支持证券认购协议、基金管理人与主要参与机构签订的协议文件等方面。	证券交易所出具公募REITs份额上市的无异议函。
		证券交易所审核的材料及内容包括计划管理人、销售机构、托管人等服务机构的资质及权限、计划说明书、资产转让协议、托管协议、认购协议等法律文件的合规性基础资产的真实性和合法性、权利归属及其负担情况、基础资产转让行为的合法有效性、风险隔离的效果、循环购买(如有)安排的合法有效性、专项计划信用增级安排的合法有效性、原始权益人最近3年(未满足3年的自成立之日起)的财务报告和审计报告、基础设施项目最近3年及一期的财务报告及审计报告、基础设施项目评估报告、经会计师事务所审阅的基础设施项	证券交易所出具基础设施资产支持证券挂牌的无异议函。

申报环节	对应监管机关	该环节的主要审核重点	所出具的批复/核准文件
		自未来可供分配金额测算报告、关于专项计划相关会计处理意见的说明(如有)等方面。	
	中国证监会	审核基金的投资方向、运作方式、基金合同、招募说明书等法律文件草案、基金名称、招募说明书、投资者适当性管理制度、基金的投资管理、销售、登记和估值等业务环节制度健全、是否采取封闭式运作等方面。	中国证监会出具准予基础设施基金注册的决定。
发行上市阶段	中国证监会	(1)基础设施基金募集的基金份额、基金份额持有人人数符合要求； (2)基金管理人已验资，中国证监会收到验资报告。	基金管理人向中国证监会办理验资和基金备案手续，中国证监会出具书面确认。
	沪深证券交易所	审核基础设施基金是否符合上市条件，包括基础设施基金发售、基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方、其他战略投资者参与本次基金战略配售的具体情况以及限售安排、基础设施基金投资运作、交易等环节的主要风险、基础设施基金认购基础设施资产支持证券以及基础设施基金所投资专项计划投资基础资产的情况等。	证券交易所向基金管理人出具上市通知书。
	基金业协会	基金业协会审核如下事项： (1)对专项计划管理人对基础资产未被列入负面清单且资产支持证券的销售符合适当性要求做出的承诺进行审核。 (2)对专项计划管理人向基金业协会报送的备案材料进行齐备性审核。	基金业协会出具关于专项计划设立后备案的备案确认函。



路竞祎
 合伙人
 私募基金与资管部
 北京办公室
 +86 10 5957 2157
 lujingyi@zhonglun.com



我国基础设施公募REITs的 法律重点关注问题解析

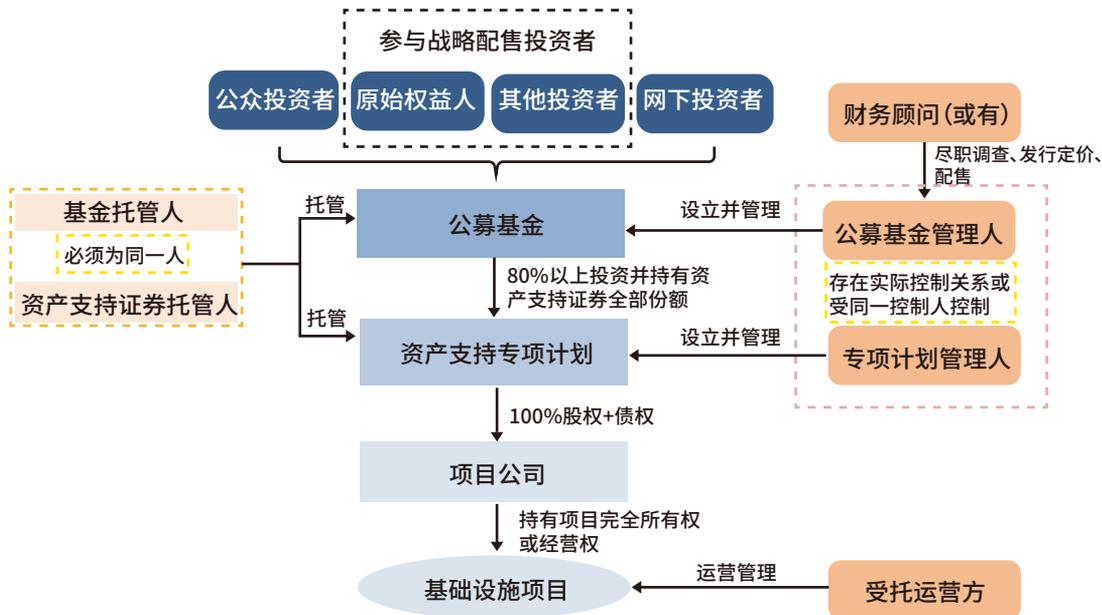
许莘、张翔、陈泓成

2021年6月,首批试点的9单公募REITs产品落地,我国基础设施领域不动产投资信托基金(以下简称“**公募REITs**”)试点项目在我国正式拉开序幕。2021年11月,第二批2单公募REITs项目获证监会注册通过。笔者结合在公募REITs领域的经验以及已发行的11单项目实践情况,对现阶段公募REITs实操过程中需要关注的重点难点法律问题梳理总结,供读者参考。

PART 001

我国基础设施公募REITs的交易结构

(一) 总体交易架构



公募REITs示例图

公募REITs的交易结构与交易模式在美国、新加坡、印度、香港等不同国家和地区各有特色。按照中国证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称“《**公募REITs指引**》”)的规定,80%以上的公募基金资产投资于基础设施资产支持证券(以下简称“**ABS**”),并持有其全部份额。公募基金通过ABS持有基础设施项目公司全部股权,取得基础设施项目完全所有权/经营权利。由此可见,公募REITs涉及三个层面,公募基金、ABS、项目公司,即我国的基础设施REITs试点采取了“证券投资基金+专项计划”的总体交易架构,也就是大家常说的“公募基金+ABS”。

公募基金层面,投资者及原始权益人认购公募基金份额,公募基金募集资金的80%以上投资于公募基金对标的基础设施ABS,当投资于该基础设施ABS时应当持有其全部份额;公募基金的剩余资金根据《公募REITs指引》第26条¹的规定,可依法投资于利率债,

1. 《公募REITs指引》第26条:基础设施基金除投资基础设施资产支持证券外,其余基金资产应当依法投资于利率债,AAA级信用债,或货币市场工具。

AAA级信用债,或货币市场工具。

专项计划层面,基础资产为项目公司股权+债权。“股+债”结构的构建多为降低公募REITs的税收成本。截至目前,已有公募REITs项目由专项计划直接向目标项目公司或SPV公司进行放款,大大便利了负债结构的搭建。

项目公司层面,项目公司应享有基础设施项目完全的所有权及经营权,使得公募基金能够通过投资于ABS间接取得基础设施项目完全所有权或经营权。

可以看出,中国版公募REITs的交易架构层级、交易流程、法律关系更为复杂,这充分体现了立足于现行法律制度框架推出公募REITs试点的监管创新:一方面,企业资产证券化产品尚无法突破投资者200人的限制而直接进行公募发行;另一方面,公募证券投资基金受限于《证券投资基金法》的规定而不得直接投资未上市公司的股权。中国版公募REITs的交易架构是一种立法突破最少、从而快速推出试点的现实路径选择。

因此,中国版公募REITs充分吸收和承继过去多年来类REITs的探索,采用了“公募基金+ABS”的架构。当然,随着试点的推进和法律制度的完善,不排除中国版公募REITs在交易模式上有更多的创新选择。

(二) 基础设施公募REITs的主要特征

对标国际公募REITs,本文主要从以下几个方面梳理我国公募REITs的特征,具体如下:

1、组织结构要求

根据《公募REITs指引》第2条第2款,基础设施基金通过基础设施ABS,间接持有项目公司全部股权和基础设施项目完全所有权/经营权利。公募REITs采用了“一体两翼”的组织结构,即中间主体为投资者、原始权益人,公募基金、专项计划、项目公司、基础设施项目;“两翼”中的左翼为基金托管人与资产支持证券托管人,且二者必须为同一人;右翼为基金管理人与资产支持证券,且二者必须具有实际控制关系或同一控制关系。

2、投资者结构要求

公募REITs的投资人应多于1000人²;扣除向战略投资者配售部分后,向网下投资者发售比例不得低于公开发售数量70%³。根据《证券投资基金法》第50条第2款的规定,公

2.《公募REITs指引》第24条第2款:基金募集期限届满,出现下列情形之一的,基础设施基金募集失败:……(二)募集资金规模不足2亿元,或投资人少于1000人。

3.《公募REITs指引》第19条第1款:扣除向战略投资者配售部分后,基础设施基金份额向网下投资者发售比例不得低于本次公开发售数量的70%。

基础设施基金成立后，基金管理人应当将80%以上的基金资产投资于对标的的**基础设施ABS**，并持有其全部份额。

开募集基金，包括向不特定对象募集资金、向特定对象募集资金累计超过200人。公募REITs特别规定了投资者应多于1000人，相较于普通公募基金的投资者人数更为严格。

3、资产结构要求

根据《公募REITs指引》第25条第1款的规定，基础设施基金成立后，基金管理人应当将80%以上的基金资产投资于对标的的**基础设施ABS**，并持有其全部份额。即**基础设施ABS**的全部份额由基础设施基金全部持有，且该**基础设施ABS**系由基金管理人存在实际控制关系或受同一控制人控制的管理人设立发行的。

基础设施基金除投资基础设施资产支持证券外，其余基金资产应当依法投资于利率债，AAA级信用债，或货币市场工具。

4、负债杠杆要求

根据《公募REITs指引》第28条⁴的规定，基金总资产不得超过基金净资产的140%，且项目并购贷款金额不得超过基金净资产的20%，且借款用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等。

4.《公募REITs指引》第28条：基础设施基金成立前，基础设施项目已存在对外借款的，应当在基础设施基金成立后以募集资金予以偿还，满足本条第二款规定且不存在他项权利设定的对外借款除外。

基础设施基金直接或间接对外借入款项，应当遵循基金份额持有人利益优先原则，不得依赖外部增信，借款用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等，且基金总资产不得超过基金净资产的140%。其中，用于基础设施项目收购的借款应当符合下列条件：

- (一) 借款金额不得超过基金净资产的20%；
- (二) 基础设施基金运作稳健，未发生重大法律、财务、经营等风险；
- (三) 基础设施基金已持基础设施和拟收购基础设施相关资产变现能力较强且可以分拆转让以满足偿还借款要求，偿付安排不影响基金持续稳定运作；
- (四) 基础设施基金可支配现金流足以支付已借款和拟借款本息支出，并能保障基金分红稳定性；
- (五) 基础设施基金具有完善的融资安排及风险应对预案；
- (六) 中国证监会规定的其他要求。

基础设施基金总资产被动超过基金净资产140%的，基础设施基金不得新增借款，基金管理人应当及时向中国证监会报告相关情况以及拟采取的措施等。

5、项目收入结构要求

根据《公募REITs指引》第2条第3款的规定，基金管理人主动运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的。同时，基础设施项目现金流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。《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》（发改办投资〔2020〕586号，以下简称“586号文”）第9项对项目现金流提出了进一步明确要求，即现金流持续稳定且来源合理分散，投资回报良好，近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正。预计未来3年净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）原则上不低于4%。

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⁶。收入来源含地方政府补贴的，需在依法依规签订的PPP合同或特许经营协议中有明确约定⁷。

6、收益分配要求

收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的90%⁸，基础设施基金的收益分配在符合分配条件的情况下每年不得少于1次。

对于合并后基金年度可供分配金额的具体确定，根据《公募REITs指引》第30条第2款，可供分配金额是在净利润基础上进行合理调整后的金额，相关计算调整项目至少包括基础设施项目资产的公允价值变动损益、折旧与摊销，同时应当综合考虑项目公司持续发展、偿债能力和经营现金流等因素，具体由中国证券投资基金业协会另行规定。《公

5.“40号文”第3条第(3)项第2款: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。

6.“40号文”第3条第(3)项第1款: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。

7.“958号文”附件《REITs试点项目申报要求》第5条第8款第3项:收入来源以使用者付费(包括按照穿透原则实质为使用者支付费用)为主。收入来源含地方政府补贴的,需在依法依规签订的PPP合同或特许经营协议中有明确约定。

8.《公募REITs指引》第2条第4款:本指引所称基础设施基金,是指同时符合下列特征的基金产品:……(四)采取封闭式运作,收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的90%。

开募集基础设施证券投资基金运营操作指引(试行)》第16条⁹对前述基金管理人在计算可供分配金额过程中考虑的具体因素进行了细化规定。

7、期限要求

公募REITs的期限应不低于五年¹⁰。法规未明确说明公募REITs的期限要求,但根据《公募REITs指引》第18条,原始权益人对其自留20%的基金份额的持有期不低于60个月,可推出公募REITs项目的期限至少为五年。

8、管理模式

公募REITs采用内部管理与外部管理相结合的管理模式。根据《公募REITs指引》第39条的规定,基金管理人可以设立专门的子公司承担基础设施项目运营管理职责,也可以委托外部管理机构负责部分运营管理职责,基金管理人依法应当承担的责任不因委托外部管理机构而免除。

9.《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引(试行)》第16条:可供分配金额是在合并净利润基础上进行合理调整后的金额,可包括合并净利润和超出合并净利润的其他返还。

基金管理人计算可供分配金额过程中,应当先将合并净利润调整为税息折旧及摊销前利润(EBITDA),并在此基础上综合考虑项目公司持续发展、项目公司偿债能力、经营现金流等因素后确定可供分配金额计算调整项。涉及的相关计算调整项一经确认,不可随意变更,相关计算调整项及变更程序应当在基金招募说明书等文件中进行明确。将净利润调整为税息折旧及摊销前利润(EBITDA)需加回以下调整项:

- (一) 折旧和摊销;
- (二) 利息支出;
- (三) 所得税费用;

将税息折旧及摊销前利润调整为可供分配金额可能涉及的调整项包括:

- (一) 当期购买基础设施项目等资本性支出;
- (二) 基础设施项目资产的公允价值变动损益(包括处置当年转回以前年度累计调整的公允价值变动损益);
- (三) 基础设施项目资产减值准备的变动;
- (四) 基础设施项目资产的处置利得或损失;
- (五) 支付的利息及所得税费用;
- (六) 应收和应付项目的变动;
- (七) 未来合理相关支出预留,包括重大资本性支出(如固定资产正常更新、大修、改造等)、未来合理期间内的债务利息、运营费用等;涉及未来合理支出相关预留调整项的,基金管理人应当充分说明理由;基金管理人应当在定期报告中披露合理相关支出预留的使用情况;
- (八) 其他可能的调整项,如基础设施基金发行份额募集的资金、处置基础设施项目资产取得的现金、金融资产相关调整、期初现金余额等。

10.《公募REITs指引》第18条第1款:基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的20%,其中基金份额发售总量的20%持有期自上市之日起不少于60个月,超过20%部分持有期自上市之日起不少于36个月,基金份额持有期间不允许质押。原始权益人或其同一控制下的关联方拟卖出战略配售取得的基础设施基金份额的,应当按照相关规定履行信息披露义务。



9、发起人自留要求

根据《公募REITs指引》第18条第1款的规定，基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于基金份额发售数量的20%。原始权益人自留基金份额的20%，持有期自上市之日起不少于60个月；原始权益人自留基金份额超过20%部分持有期自上市之日起不少于36个月；且原始权益人自留基金份额持有期间不允许质押。

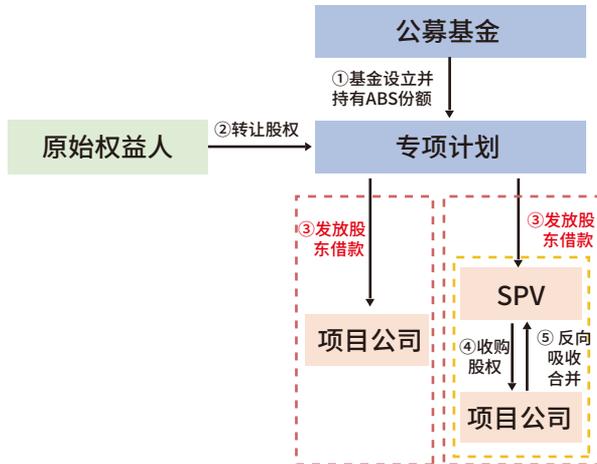
(三) 关于交易结构中负债的构建问题

公募REITs一般仍然需要构建项目公司层面的负债从而形成对项目公司“股+债”的投资结构来实现部分税收筹划。此外，“股+债”的投资结构将项目公司的收益分配方式由股利调整为利息，可以在一定程度上规避提取盈余公积以及折旧摊销等对股利分配的限制。因此，负债方案的构建在交易结构中显得尤为重要。目前已发行的11单试点项目根据各自项目实际情况，共采取了5类负债构建方案：

1、方案一：专项计划直接发放股东借款债权

11单试点项目中共有普洛斯仓储项目、苏州工业园项目、首创水务项目、张江光大园项目、广河高速项目、中关村产业园项目、越秀高速项目等7单项目采用计划管理人向项

目公司或SPV发放股东借款的方式构建负债。该类负债构建方案的典型流程为(以普洛斯仓储项目为例)：



(1) 基础设施基金与专项计划设立:基础设施基金募集设立,基金管理人以募集资金认购基础设施资产支持证券,专项计划设立;

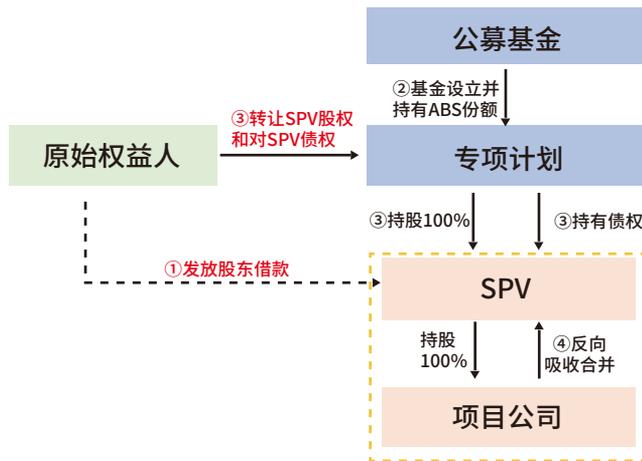
(2) 专项计划受让项目公司股权:计划管理人(代表专项计划)向原始权益人受让项目公司100%的股权,成为项目公司唯一股东;

(3) 专项计划向项目公司发放股东借款:计划管理人(代表专项计划)在成为项目公司股东后,向项目公司发放股东借款,用作偿还项目公司既有负债、支付向原股东应付股东分红款等。

关于专项计划直接发放借款的问题,一方面,根据《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》的资产形成要求,原始权益人应当事先合法拥有基础资产(即存量债权),再由专项计划进行收购,专项计划以募集资金发放股东借款与资产证券化的资产形成要求相比存在突破;另一方面,担任专项计划管理人的证券公司和基金子公司属于金融机构,却并不具有贷款发放业务的特许经营资质,专项计划直接发放股东借款在法律法规层面尚无明确规定。显然在公募REITs中这一问题取得了实质突破,监管部门在事实上已认可该方案,大大便利和简化公募REITs的交易环节。

2、方案二:专项计划收购既有股东借款债权

11单试点项目中,仅有盐田港仓储项目采用专项计划收购原始权益人持有的既有股东借款债权方式构建负债,该项目的负债构建流程为:



(1) 原始权益人发放股东借款:原始权益人作为SPV股东,向SPV发放股东借款,形成股东借款债权;

(2) 基础设施基金与专项计划设立:基础设施基金募集设立,基金管理人以募集资金认购基础设施资产支持证券,专项计划设立;

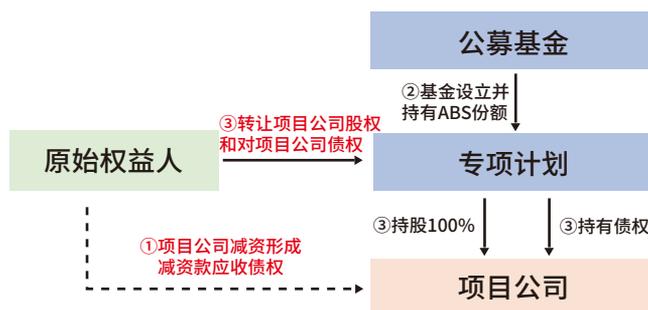
(3) 专项计划同时受让SPV股权和对SPV的股东借款债权:计划管理人(代表专项计划)向原始权益人受让SPV100%的股权,并受让对SPV的股东借款债权;计划管理人(代表专项计划)与SPV签署债权债务确认协议;

(4) 反向吸收合并:SPV与项目公司反向吸收合并后,专项计划直接持有项目公司100%股权和对项目公司债权。

专项计划收购既有股东借款债权的方案,基础资产在项目发行前均已形成,符合资产证券化的资产形成要求;但随着2020年修订后的民间借贷司法解释对企业间拆借的合法性要求越发严格,该方案中原始权益人需以自有资金而非转贷资金发放借款。在2015年民间借贷司法解释中,最高人民法院仅要求出借人不得通过转贷“牟利”,并未禁止未牟利的转贷行为本身。但2020年最高人民法院修订后的新民间借贷司法解释,明确禁止套取金融机构等第三方资金的转贷行为,并认定基于转贷形成的民间借贷合同均为无效合同。因此,如采用收购既有股东借款债权的方案,股东借款债权需以原始权益人全额自有资金发放形成,考虑到基础设施项目规模普遍较大,该方案对原始权益人自有资金规模要求较高。

3、方案三：专项计划收购项目公司应付减资款债权

11单试点项目中，沪杭甬高速项目根据项目公司无需剥离其他资产的特点，采取了专项计划收购原始权益人持有的对项目公司减资款债权的方式构建负债，该项目的负债构建流程为：



(1) 项目公司减资：项目公司召开股东会决议减资，编制资产负债表和财产清单，根据《公司法》规定及时通知债权人并登报公告；减资法定手续完成后，由于项目公司没有足够资金支付减资款，形成原始权益人对项目公司的减资款应收债权；

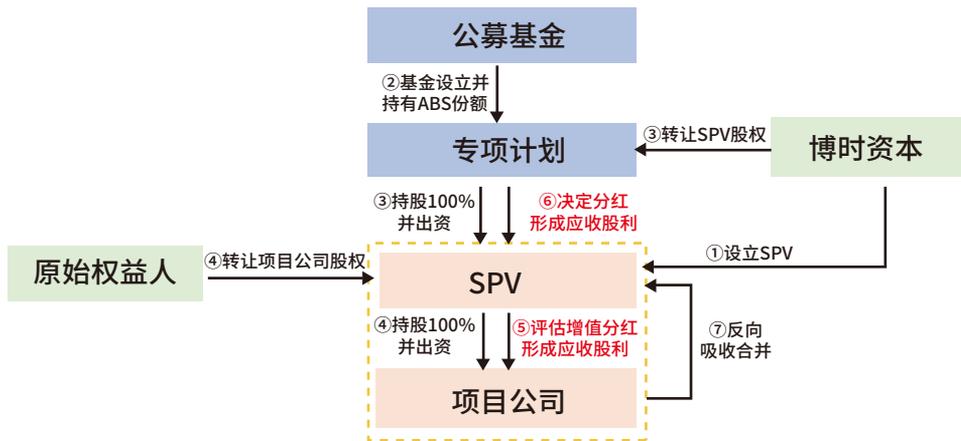
(2) 基础设施基金与专项计划设立：基础设施基金募集设立，基金管理人以募集资金认购基础设施资产支持证券，专项计划设立；

(3) 专项计划同时受让项目公司股权和对项目公司的股东减资款债权：计划管理人（代表专项计划）向原始权益人受让项目公司100%的股权，并受让对项目公司的股东减资款债权；计划管理人（代表专项计划）与项目公司签署债权债务确认协议。

专项计划收购股东减资款债权的方案，具有结构简单、无需占用大额资金成本等优势，但实操过程中需要关注项目公司需满足可供减资的实缴注册资本与拟构建负债规模相匹配等要求，注意结合项目实际情况加以适用。

4、方案四：将因评估增值分红产生的应付股利确认为债权债务关系

11单试点项目中，招商蛇口项目将项目公司投资性房地产由成本法计量调整为公允价值计量，并将评估增值形成的未分配利润确认为对股东的债权债务关系。该项目的负债构建流程具体为：



(1) 设立SPV公司:基础设施公募基金和专项计划设立前,博时资本设立SPV;

(2) 基础设施基金与专项计划设立:基础设施基金募集设立,基金管理人以募集资金认购基础设施资产支持证券,专项计划设立;

(3) 专项计划收购SPV股权并对SPV出资、SPV收购项目公司股权并对项目公司投资;

(4) 项目公司评估增值分红:项目公司将投资性房地产由成本法计量调整为公允价值计量,评估增值形成了部分未分配利润,并向股东SPV进行分红,但暂不实际支付股利,形成项目公司对SPV的应付股利;SPV取得分红后,进而向股东专项计划进行利润分配,形成SPV对专项计划的应付股利;

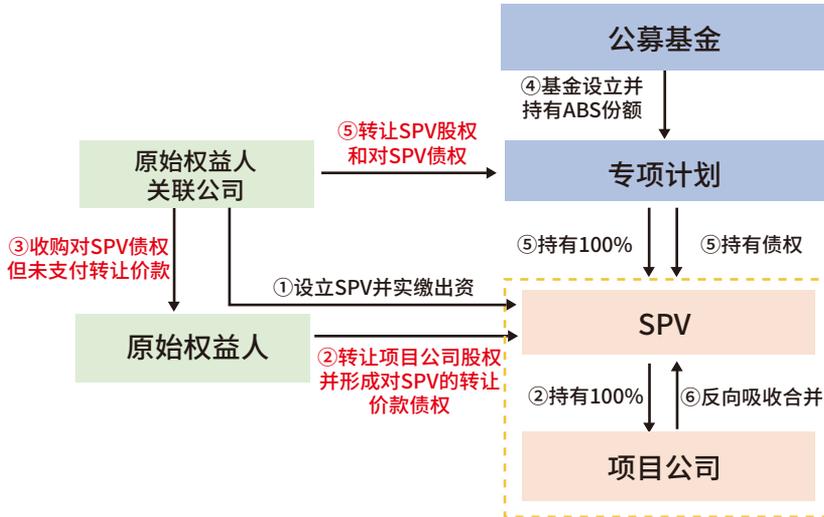
(5) 债权债务重组:计划管理人(代表专项计划)与SPV和项目公司签署《债权确认及重组协议》,对各方之间的债权债务关系进行确认及重组,最终形成:(a)专项计划对项目公司的债权,和(b)SPV对项目公司的债权。

(6) 反向吸收合并:SPV与项目公司反向吸收合并后,专项计划直接持有项目公司100%股权和对项目公司债权。

将因评估增值分红产生的应付股利确认为债权债务关系的负债构建方案,虽然具有一定节省资金成本的优势,但交易结构较为复杂,并且通过评估计量方式的变化实现项目公司增值的方案尚有可完善空间。

5、方案五：将未支付的股权转让价款确认为债权债务关系

11单试点项目中，首钢生物质项目采用了将未支付的股权转让价款确认为债权债务关系的方案，该方案具体负债构建流程为：



(1) 设立SPV:原始权益人关联公司设立SPV, 并实缴出资；

(2) SPV向原始权益人收购项目公司股权, 并将未支付的股权转让价款确认为债权债务关系:SPV收购项目公司股权, 仅支付第一笔小额的股权转让对价, 剩余待支付部分, 确认为原始权益人享有的对SPV的债权；

(3) 原始权益人关联公司收购对SPV债权:原始权益人关联公司收购项目公司原股东对SPV的债权, 暂不支付债权转让价款；

(4) 基础设施基金与专项计划设立:基础设施基金募集设立, 基金管理人以募集资金认购基础设施资产支持证券, 专项计划设立；

(5) 专项计划收购SPV股权和对SPV债权；

(6) 反向吸收合并:SPV与项目公司反向吸收合并后, 专项计划直接持有项目公司100%股权和对项目公司债权。

该方案事实上通过递延项目公司股权剩余转让价款时间的方式以期达成降低高额资金占用成本的优势, 在法律逻辑上有待进一步论证; 此外实操中由于该方案涉及多次工商设立、变更、反向吸收合并操作, 需提前与当地工商管理部门沟通操作可行性和操作流程。

PART 002

试点范围和发改委审核阶段的法律重点关注事项

基础设施项目的基本要求需要符合发改委规定的关于区位和行业的试点范围要求。

关于区位范围,根据《国家发展改革委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”)附件《REITs试点项目申报要求》第1条第1款规定,目前国家发改委不再对REITs试点项目设置区域范围限制,即全国各地符合条件的基础设施项目均可申报,并再次强调了重点支持的区位范围,其中,重点支持的区位范围在《中国证监会、国家发展改革委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》(证监发〔2020〕40号,以下简称“40号文”)和“586号文”的基础上,进一步拓宽增加了“黄河流域生态保护和高质量发展等国家重大战略区域,符合‘十四五’有关战略规划和实施方案要求的基础设施项目”。

关于行业范围,“958号文”附件《REITs试点项目申报要求》不再区分优先支持类和鼓励类行业,并在此前“40号文”和“586号文”的基础上进一步拓宽了试点项目的行业范围,新增了如下行业范围:能源基础设施,包括风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目,特高压输电项目,增量配电网、微电网、充电基础设施项目,分布式冷热电项目;市政基础设施,包括停车场项目;保障性租赁住房;并探索在其他基础设施领域开展试点:具有供水、发电等功能的水利设施;自然文化遗产、国家AAAAA级旅游景区等具有较好收益的旅游基础设施。

当然,截至目前,酒店、商场、写字楼等商业地产项目仍不属于基础设施REITs试点范围。项目土地用途原则上应为非商业、非住宅用地,作为例外,“958号文”附件《REITs试点项目申报要求》第1条第2款明确了例外情况,即**租赁住房用地以及为保障项目正常运转而无法分割的办公用房、员工宿舍等少数配套设施用地**可不受前述原则约束。

在符合项目试点区位和行业范围的基础上,根据发改委发布的相关规定以及多单公募REITs项目申报的答辩情况,以下重点介绍发改委在项目审核阶段重点关注的几个法律相关事项,包括项目权属与项目权利限制、权利负担情况、基础设施项目建设与运营的合法合规性、资产转让的限制与解除、纳税方案的合规性以及与税务部门的沟通、募集资

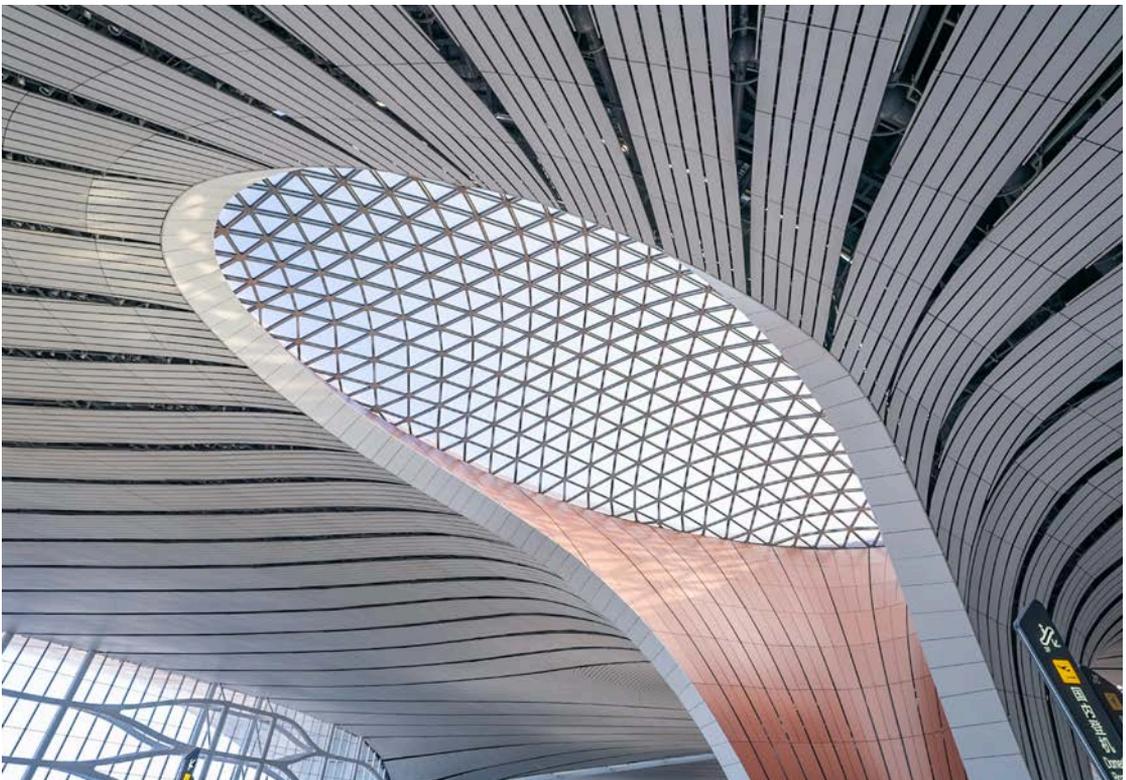
金投向的合规性、项目现金流情况等。

(一) 项目权属与项目权利限制、权利负担情况

对于公募REITs而言,需要以相关资产、项目公司100%股权或经营权利的权属均真实、合法合规、清晰、不涉及纠纷或权利受限等情况,作为拟入池项目的基本前置条件。对此,国家发改委、中国证监会、交易所、基金业协会等监管机构已发布公募REITs相关监管规则均对项目权属情况作出了比较明确和具体的规定,梳理如下:

1、项目权属

国家发改委、中国证监会、交易所、基金业协会等监管机构所发布的相关监管规定,均明确要求基础设施项目权属清晰、资产范围明确,且原始权益人依法合规直接或间接拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权。其中,证监会、交易所、基金业协会还要求基础设施项目不存在重大经济或法律纠纷,各监管机构的规定梳理如下:



序号	权属要求	监管机构	具体监管要求
1	基础设施项目权属清晰、资产范围明确	国家发改委	<p>“40号文”第3条第3款：聚焦优质项目。基础设施REITs试点项目应符合以下条件：项目权属清晰。</p> <p>“586号文”第3条第7款：确保试点项目满足基本条件：基础设施项目权属清晰、资产范围明确。</p> <p>“958号文”附件《REITs试点项目申报要求》第2条第3款：项目应成熟稳定，满足以下条件：1.基础设施项目权属清晰、资产范围明确。</p>
		交易所	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第1号——审核关注事项（试行）》（以下简称“《上交所公募REITs指引1号》”）第13条第1款第1项/《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第1号——审核关注事项（试行）》（以下简称“《深交所公募REITs指引1号》”）第13条第1款第1项：基础设施项目应当符合以下条件：权属清晰，资产范围明确，并依照规定完成了相应的权属登记。
2	原始权益人依法合规直接或间接拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权	国家发改委	<p>“586号文”第3条第7款：确保试点项目满足基本条件：……发起人（原始权益人）依法合规拥有项目所有权、特许经营权或运营收费权。</p> <p>“958号文”附件《REITs试点项目申报要求》第2条第3款：项目应成熟稳定，满足以下条件：基础设施项目权属清晰、资产范围明确，发起人（原始权益人）依法合规直接或间接拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权。项目公司依法持有拟发行基础设施REITs的底层资产。</p>
		证监会	《公募REITs指引》第8条第1款第1项：基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合下列要求：原始权益人享有完全所有权或经营权利， 不存在重大经济或法律纠纷 。
		交易所	《上交所公募REITs指引1号》第8条/《深交所公募REITs指引1号》第8条第1款第2项：原始权益人应当满足下列要求：享有基础设施项目完全所有权或者经营权利， 不存在重大经济或法律纠纷 。
		基金业协会	《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引（试行）》（以下简称“《公募REITs尽调指引》”）第22条第2款：调查原始权益人，包括但不限于以下内容：是否对基础设施项目享有完全所有权或经营权利，且上述权利 是否存在重大经济或法律纠纷 ；……基础设施基金是否可以合法取得基础设施项目的所有权或经营权利。

2、权利限制与权利负担

根据《公募REITs指引》第8条第1款第1项¹¹、《上交所公募REITs指引1号》第13条第3款/《上交所公募REITs指引1号》第13条第3款¹²、《公募REITs尽调指引》第17条第1款¹³等规定要求，基础设施项目不得存在如抵押、质押等他项权利设定，但基础设施基金成立后能够解除他项权利的除外。

(二) 关于基础设施项目建设与运营的合法合规性

基础设施项目本身在建设、运营环节的合法合规性是公募REITs项目审核的关注重点，可谓最为基础性、前置性的要求。监管部门高度重视试点入选项目的合法合规性，国家发改委投资司也明确提出要“聚焦合规优质资产”“靓女先嫁，选择优质项目参加试点”的重要指导原则。

就前期建设阶段而言，基础设施项目需要符合国家关于固定资产投资项目的各项手续齐备性、合规性要求，主要包括项目立项的审批或核准或备案手续、环评、节能评估与审查、规划、用地、施工、竣工验收等各环节。

就项目运营阶段，国家发改委、交易所、基金业协会在相关监管规则中，对于基础设施项目运营的相关必备经营资质、许可手续作出了明确规定。其中，“586号文”第(十七)款专门强调了“涉及经营增值电信业务的数据中心项目应取得增值电信业务经营许可”；交易所在《上交所公募REITs指引1号》和《深交所公募REITs指引1号》第13条第6款进一步要求“基础设施资产涉及经营资质的，相关经营许可或者其他经营资质应当合法、有效”；《公募REITs尽调指引》第17条第1款第2项强调需对“特许经营等经营许可或其他经营资质的期限情况”开展尽职调查；《上交所公募REITs指引1号》和《深交所公募REITs指引1号》第13条第6款均明确规定，基础设施项目审核的关注要点之一包括“基础设施资产

11.《公募REITs指引》第8条第1款第1项：基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合下列要求：1.原始权益人享有完全所有权或经营权利，不存在重大经济或法律纠纷，且不存在他项权利设定，基础设施基金成立后能够解除他项权利的除外；

12.《上交所公募REITs指引1号》第13条第3款/《上交所公募REITs指引1号》第13条第3款：基础设施项目应当符合以下条件：3.不存在抵押、质押等权利限制，基础设施基金成立后能够解除相关限制的除外；

13.《公募REITs尽调指引》第17条第1款：调查基础设施资产安全性及投资价值，包括但不限于以下内容：1.基础设施资产账面价值和评估价值情况及账面价值与评估价值差异情况；法律权属及抵押、查封、扣押、冻结等他项权利限制和应付未付义务情况；已经担保的债务总余额以及抵押、质押顺序；担保物的评估、登记、保管情况，并了解担保物的抵押、权利质押登记的可操作性等情况。

涉及经营资质的,相关经营许可或者其他经营资质应当合法、有效。相关经营资质在基础设施基金和基础设施资产支持证券存续期内存在展期安排的,应当按照相关规定或主管部门要求办理展期手续,基金管理人和资产支持证券管理人应当在相关文件中披露具体安排”。

(三) 关于资产转让的限制与解除

项目资产存在任何关于转让或处置的限制性要求或其他附加条件的,需要取得相关主管部门或当事人关于解除或豁免该等限制的同意。在发改委审核阶段,对于试点项目可能涉及的土地使用权、建筑物、股权、特许经营权等资产,在任何相关的法律规定、各类项目手续文件、各类合同协议、政府主管部门要求方面是否存在转让限制进行了高度关注,国家发改委办公厅于2020年11月27日发布的《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点有关工作的通知》(以下简称“《**进一步通知**》”)以及“958号文”专门对此提出了最新的要求,主要涉及以下几个要点:

1、所关注的资产范围:包括了土地使用权、公司股权、建筑物及构筑物、特许经营权、经营收益权等;

2、需要核查的限制性方面:包括了任何相关的法律规定、各类项目手续文件、各类合同约定限制、政府主管部门实践中的限制性要求,尤其是对于划拨用地、协议出让土地使用权、产业园区用地、保税区项目等,即使仅转让项目公司股权而不直接进行土地使用权、建筑物等资产转让的,也要求按照穿透式原则沟通相应主管部门,并取得其关于同意支持公募REITs项目以100%股权转让方式发行REITs,并转让项目的土地使用权和房屋所有权的无异议函。

(四) 关于纳税方案的合规性以及与税务部门的沟通

发改委在项目审核过程中,对于公募REITs项目纳税方案的合规性问题也是高度关注,《国家发展改革委办公厅关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点有关工作的通知》(以下简称“《**进一步做好REITs试点的通知**》”)也对此作出了专门要求,强调了由第三方中介机构对纳税方案出具专业意见、提交向税务部门的咨询和书

面报告情况,具体而言,根据《进一步做好REITs试点的通知》第1条第3款¹⁴的规定,对于“以划拨、协议出让等方式取得土地使用权并经有关机构同意发行基础设施REITs的项目,以及以招拍挂出让、从第三方购买等方式取得土地使用权的项目”,应满足以下要求:(1)制定完整的拟纳税方案,并将拟纳税方案向有权管辖的税务部门进行咨询并书面报告;(2)聘请第三方对拟纳税方案出具意见;(3)通过国家发改委税务专家评审小组评审(或有);(4)发起人(原始权益人)出具补缴相应税金并承担所有相关经济和法律责任的兜底承诺函。

(五)关于募集资金投向的合规性

本次公募REITs试点过程中,发改委等主管部门高度重视和强调募集收回资金须用于新的基础设施补短板项目建设从而形成良好的投资循环。对此,根据“40号文”第3条第(4)项¹⁵、《上交所公募REITs指引1号》/《深交所公募REITs指引1号》第11条¹⁶、“958号文”第4条第(10)项¹⁷、“958号文”附件《REITs试点项目申报要求》第5条第9款¹⁸的规定,原始权益人取得的募集资金用途应当满足如下要求:

14.《进一步做好REITs试点的通知》第1条第3款:以划拨、协议出让等方式取得土地使用权并经有关机构同意发行基础设施REITs的项目,以及以招拍挂出让、从第三方购买等方式取得土地使用权的项目,应履行以下程序:

1.制定完整的拟纳税方案,详细描述发行基础设施REITs过程中各纳税主体需缴纳的所有税种、税额区间以及测算过程;将拟纳税方案向有权管辖的税务部门进行咨询并书面报告。2.聘请专业权威的税务师事务所或会计师事务所就拟纳税方案出具第三方意见。3.国家发展改革委必要时将委托有关机构,组织成立税务专家评审小组,对拟纳税方案进行评审。4.发起人(原始权益人)将上述拟纳税方案、向税务部门的咨询和书面报告情况、第三方意见,以及关于“基础设施REITs发行或存续期间,如税务部门要求补充缴纳发行基础设施REITs过程中可能涉及的土地增值税等相关税费,发起人(原始权益人)将按要求缴纳(或全额补偿其他相关缴税主体)相应税金并承担所有相关经济和法律责任的兜底承诺函,提交国家发展改革委,并均须在REITs发行申购日之前向社会公开披露。

15.“40号文”第3条第(4)项:加强融资用途管理。发起人(原始权益人)通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策,鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设,重点支持补短板项目,形成投资良性循环。

16.《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第1号--审核关注事项(试行)》第十一条:原始权益人通过转让基础设施项目取得的回收资金使用应符合国家产业政策。

17.“958号文”第4条第(10)项:引导回收资金用于新项目建设。引导原始权益人履行承诺,将回收资金以资本金注入等方式投入新项目建设,确保新项目符合国家重大战略、发展规划、产业政策等要求。加强跟踪服务,对回收资金拟投入的新项目,协调加快前期工作和开工建设进度,尽快形成实物工作量。对原始权益人未按承诺将回收资金投入相关项目的,要及时督促落实。

18.“958号文”附件《REITs试点项目申报要求》第5条第9款:鼓励将回收资金用于基础设施补短板项目建设,具体应满足以下要求:1.回收资金应明确具体用途,包括具体项目、使用方式和预计使用规模等。在符合国家政策及企业主营业务要求的条件下,回收资金可跨区域、跨行业使用。2.90%(含)以上的净回收资金(指扣除用于偿还相关债务、缴纳税费、按规则参与战略配售等的资金后的回收资金)应当用于在建项目或前期工作成熟的新项目。3.鼓励以资本金注入方式将回收资金用于项目建设。

1、引导回收资金用于新项目建设。引导原始权益人履行承诺,将回收资金以资本金注入等方式投入新项目建设,确保新项目符合国家重大战略、发展规划、产业政策等要求。加强跟踪服务,对回收资金拟投入的新项目,协调加快前期工作和开工建设进度,尽快形成实物工作量。对原始权益人未按承诺将回收资金投入相关项目的,要及时督促落实。

2、鼓励将回收资金用于基础设施补短板项目建设,具体应满足以下要求:(a)回收资金应明确具体用途,包括具体项目、使用方式和预计使用规模等。在符合国家政策及企业主营业务要求的条件下,回收资金可跨区域、跨行业使用;(b)90%(含)以上的净回收资金(指扣除用于偿还相关债务、缴纳税费、按规则参与战略配售等的资金后的回收资金)应当用于在建项目或前期工作成熟的新项目;(c)鼓励以资本金注入方式将回收资金用于项目建设。

因此,在项目申报与审核过程中,建议高度重视募集资金投向的清晰与合规,拟募投项目的成熟度也是审核的重点之一,即拟募投项目的前置性开发建设手续或前期收购手续越完善、越成熟会更加符合监管的导向。

(六) 项目现金流情况

此外,发行基础设施REITs要求项目运营具备稳定性、持续经营能力、较好的增长潜力,因此对项目现金流的稳定性、分散性以及分派率以及现金流的市场化来源等均应予以十分的关注。

PART 003

公募REITs可能涉及的国有资产转让问题

(一) 公募REITs中国有资产进场交易较难操作

由于基础设施领域多由国有企业投资持有,这就使国有资产转让的程序问题成为公募REITs实务过程中必须面对的问题。

在推进公募REITs项目过程中,涉及国有资产转让,到底要不要进场交易?如果进场交易,基础设施资产可能被第三方摘牌,发起人就面临设立公募REITs失败的风险。而且公募REITs募集资金可能低于挂牌价,也可能导致公募REITs发行失败。

从基础设施公募REITs的整体交易目的来看，发起人将其持有的基础设施资产转让具有定向性。

在11单试点项目中，项目涉及国有资产转出的，部分项目的相关国资监管机构出具复函，同意在公募REITs项目中的国有资产转让，无需另行履行进场交易程序。其深层的法律政策依据是什么？

(二) 公募REITs中国资转让采用协议转让方式的合理性

从基础设施公募REITs的整体交易目的来看，发起人将其持有的基础设施资产转让具有定向性；而且将通过网下询价方式确定基础设施资产的公开市场价值，这与原有的国有企业产权转让具有明显的区别。

发起人将其持有的基础设施资产转让具有定向性。也就是说，参与公募REITs试点的发起人不是以单纯地出售资产为目的，出售资产是与公募REITs首次公开发行成功紧密联系。如果不是为了把基础设施资产装入公募REITs，发起人不会启动资产转让的程序。

发起人转让基础设施资产，其交易目的是在证券交易所设立发行公募REITs，公募REITs涉及的资产转让环节，不论是交易结构中设立SPV公司，把项目公司装入SPV公司，还是原始权益人将基础资产转让给专项计划，这些转让行为都是为了把基础设施资产装入公募REITs，均是为了达到该目的而进行的资产重组，基础设施资产转让价格需与公募REITs份额发行价格相匹配，并根据公募REITs份额最终发行价格来最终确定资产转让价格。

从专项计划、公募基金本身而言，它们仅为一个特殊目的载体。根据《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》规定，专项计划属于特殊目的载体，也就是说，专项计划只是专项计划投资者与计划管理人通过协议安排形成的一个载体，它本身并不是法人主体，专项计划的资产和利益都由专项计划投资者享有；根据《证券投资基金法》、《公募REITs指引》规定，公募REITs的法律关系与上述专项计划的法律安排也是相似的，公募REITs也并不是法人主体，公募REITs的资产和利益由公募REITs份额持有人享有。

由于专项计划、证券投资基金这两个载体都是特殊目的载体，是为了发行公募REITs这一金融产品而搭建的中间法律结构，发起人将基础设施资产装入公募REITs，实质定价

环节只有一次,就是公募REITs份额首次公开发行定价。因此,公募REITs项目通过公募REITs份额在证券交易所的公开发行定价实现基础设施资产的定价。

发起人装入公募REITs的基础设施资产的价值将通过网下询价方式进行确定,这类似于企业IPO的定价程序,体现了公开定价的原则。通过对比公募REITs份额的询价方式与IPO询价方式,二者流程具有高度相似性。

从IPO的定价方式而言,根据《证券发行与承销管理办法》《中国证券监督管理委员会关于做好询价工作相关问题的通知》(发行监管函〔2006〕38号)等规定,首次公开发行股票,可以通过向网下投资者询价的方式确定股票发行价格,询价方式包含初步询价、协商确定发行价格区间、网下发行公告、组织推介活动、申购缴款等多个环节。

从公募REITs份额定价方式而言,根据《试点通知》,公募REITs应当在证券交易所公开发行交易,其发行审查、主体监督管理均参照公开发行证券相关要求;根据《公募REITs指引》规定,基础设施基金份额认购价格应当通过向网下投资者询价的方式确定,先向询价对象初步询价,基于机构投资者报价和拟申购数量确定发行价格,后进行路演、与中小投资者进行交流,最终投资者根据发行价格进行申购缴款。

在合法合规开展询价的前提下,通过询价确定的公募REITs份额发行价格能够反映公开市场对公募REITs对应的基础设施资产的估值水平及认可度。由于基础设施资产转让价格将根据公募REITs份额发行价格确定,穿透来看,公募REITs资产即为基础设施资产,公募REITs份额的公开定价实际上实现了基础设施资产转让的公开定价。

因此,从凝聚市场共识角度考虑,以协议转让方式进行公募REITs中涉及的国有资产转让,更符合原始权益人的交易目的,也符合中国证监会发布的《公募REITs指引》规定的通过网下询价方式确定公募REITs份额价格(实际是底层基础设施资产价格)的公开、公平、公正定价原则。

PART 004

公募REITs中的治理机制

治理机制是公募REITs的核心关注点之一,因为这涉及公募基金管理人与公募REITs发起人(也就是“产业方”)对公募REITs基金的管理与控制。

(一) 总体原则

根据《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(证监会公告〔2020〕54号,以下简称“《基金指引》”)第2条和第25条等规定,公募基金的角色定位为所有者、管理者、控制者,监管机构通过压实公募基金管理人的责任将主动管理职责完全赋予公募基金管理人。

角色定位	规定内容
所有者	80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券,并持有其全部份额;基金通过基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权
管理者	基金管理人主动运营管理基础设施项目
控制者	基金通过资产支持证券和项目公司等载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利,拥有特殊目的载体及基础设施项目完全的控制权和处置权

此外,《基金指引》已明确规定需要由公募基金份额持有人大会决策的事项,如基础设施项目购入或出售、扩募、解聘外部管理机构等,该等事项属于公募基金份额持有人大会的法定决策事项;公募基金管理人对基础设施基金运作过程中的运营管理职责也有十六项之多,涵盖账户管理、证照管理、现金流管理、日常运营管理、信息披露管理等方面,仅其中六项能够委托外部管理机构负责。

基于以上规定以及《基金指引》的整体精神,在公募REITs项目的治理机制中,总体原则为与基础设施项目的运营、管理、处置相关的重要事项,应在公募基金层面由公募基金份额持有人大会或者公募基金管理人决定;落实公募基金管理人的主动管理职责,不得通过任何主体或方式来架空或虚化公募基金管理人的职权。

(二) 治理机制设计

在公募REITs项目的治理结构中,自上而下一般是三层结构,即公募基金、专项计划、项目公司。对于这三个层面的职权划分,应当基于上述总体原则进行具体的机制设计。

1、公募基金层面

除在《证券投资基金法》《基金指引》等规定中已明确的需要由公募基金份额持有人大会或者公募基金管理人决定的事项外,对于相关规定中没有明确的事项,应当根据试

点项目的具体情况,基于重要性的原则,将其中重要的事项,通过交易文件约定的方式明确在公募基金层面进行决策。

在11单试点项目中,公募基金份额持有人大会的召集事基本来源于法律法规的规定,只有个别项目将部分非法定事项作为召集事由,如苏州工业园项目将“调整基金的核算及/或估值方式”作为召集事由,富国首创水务项目将“因基金管理人与运营管理机构关于年度预算报告(草案)的审批过程中出现争议,经友好协商仍无法达成一致意见的”、“本基金可供分配金额计算调整项的变更”作为召集事由。对于公募基金管理人的权限,11单试点项目均约定了法定事项以外的其他重要事项作为基金管理人的权限,并且绝大多数项目都在公募基金管理人内部设置投决会、运营管理委员会等内设机构负责相关事项的决策。

2、专项计划层面

专项计划作为公募REITs的中间载体,就基础设施项目的相关事项,应仅负责上传下达,没有对该等事项的决策权。

就专项计划涉及的相关事项,对于其中相对重要的事项,例如专项计划的扩募、专项计划期限的延长、专项计划法律文件的修改等,建议安排在公募基金层面决策,其中部分可考虑约定由公募基金份额持有人大会决策。

在11单试点项目中,均未安排在专项计划层面进行实际决策。比如,虽然专项计划是项目公司的股东,但均约定由公募基金管理人直接行使项目公司的股东权利;另外,约定由公募基金管理人行使资产支持证券持有人享有的权利并决定专项计划的重大事项。

3、项目公司层面

对于项目公司的内部治理结构,建议在满足《公司法》等规定的前提下,尽量简单化设计。在董事层面,建议不设董事会,只安排1个执行董事;在高管层面,建议市场化招聘总经理,其薪酬、人事关系等安排在项目公司。就项目公司涉及的相关事项,对于其中相对重要的事项,例如决定项目公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事和监事、审议批准项目公司的年度预算方案和决策方案等,建议安排在公募基金层面决策,其中部分可考虑约定由公募基金份额持有人大会决策。

在11单试点项目中,均不设置股东会,直接约定由基金管理人行使项目公司股东享有的权利;均只在项目公司安排1名执行董事,且由基金管理人决定任免或委任;如设置

项目公司财务负责人的,均约定由基金管理人委派。

需要特别注意的是,在对以上三个层面的治理机制设计中,应当首先关注职权划分的完整性,即所约定的各个主体的决策事项加起来是齐备的,不存在就某些事项没有明确约定决策主体的情况;其次应当关注各个层级的衔接性,即在底层事项由上层主体决策的情形中,中间所涉及的层级的法律文件中均要对该等事项决策安排进行约定,保证上层主体决策权利可以真正向下穿透行使。

(三)产业方参与公募REITs治理的方式探讨

公募REITs为产业方提供了直接融资的新渠道,也有助于产业方降低债务风险、推动其融资市场化,产业方有动力参与公募REITs的试点。同时,产业方也希望积极参与公募REITs的治理,发挥自身在基础设施投资运营管理方面的优势,而不希望简单地将优质基础设施资产出售出去。为平衡公募基金基金管理人的管理责任与产业方的参与要求,公募REITs的治理机制有过多种探讨;当然,产业方在公募REITs治理结构下的参与方式、参与程度最终都取决于中国证监会等主管部门的最终监管意见。

从目前的操作经验来看,除了担任外部管理机构仍然对基础设施项目进行日常管理外,原始权益人参与基础设施基金的管理可以探讨以下几个方面:

1、作为公募基金份额持有人行使表决权

根据《基金指引》的相关规定,原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于基金份额发售数量的20%。据了解,在首批申报的试点项目中,产业方战略配售的基金份额有一些超过了20%。甚至有部分达到了50%。因此,产业方的利益和公募REITs是紧密绑定的,产业方首要参与公募REITs治理的方式即是作为公募基金份额持有人,就相关表决事项行使表决权。

2、作为基金管理人内设机构的组成人员,参与基金管理人的投资决策程序

基金管理人可以就其管理的每单基础设施公募基金在其内部组织架构中设置相应的投资决策和管理委员会,并适当任免原始权益人推荐的相关专业人士,作为基金管理人内设机构的组成人员,参与基金管理人的投资决策程序。但这些外部专业人士的构成比例及享有的投票权(如有)不应影响基金管理人绝对的决策权,同时要求基金管理人对于引入的外部专业人士,按照基金管理人内部投研人员从严进行管理。

在11单试点项目中,部分基金管理人允许1到2名原始权益人或是运营管理机构推荐的人作为基金管理人内设机构的组成人员。比如苏州工业园项目的投决会有7人,其中2名成员由各项目原始权益人推荐的专家担任。富国首创水务项目的运营管理委员会委员有8名,其中2名成员由运营管理机构推荐。广州交投广河高速公路项目的投资运营委员会有7人,其中1名可以是运营管理机构的人员。

3、为公募基金提供咨询服务

参考境外公募REITs市场经验,可以考虑由产业方为公募基金提供咨询服务,就资产的收购、处置及项目运营策略等重大事项提供咨询和方案建议。但需要明确的是,产业方只能提供咨询服务,提供方案建议,但不能享有决策权,决策的权限需完全由公募基金份额持有人大会与公募基金管理人掌握,否则便与公募REITs的治理机制要求相违背。

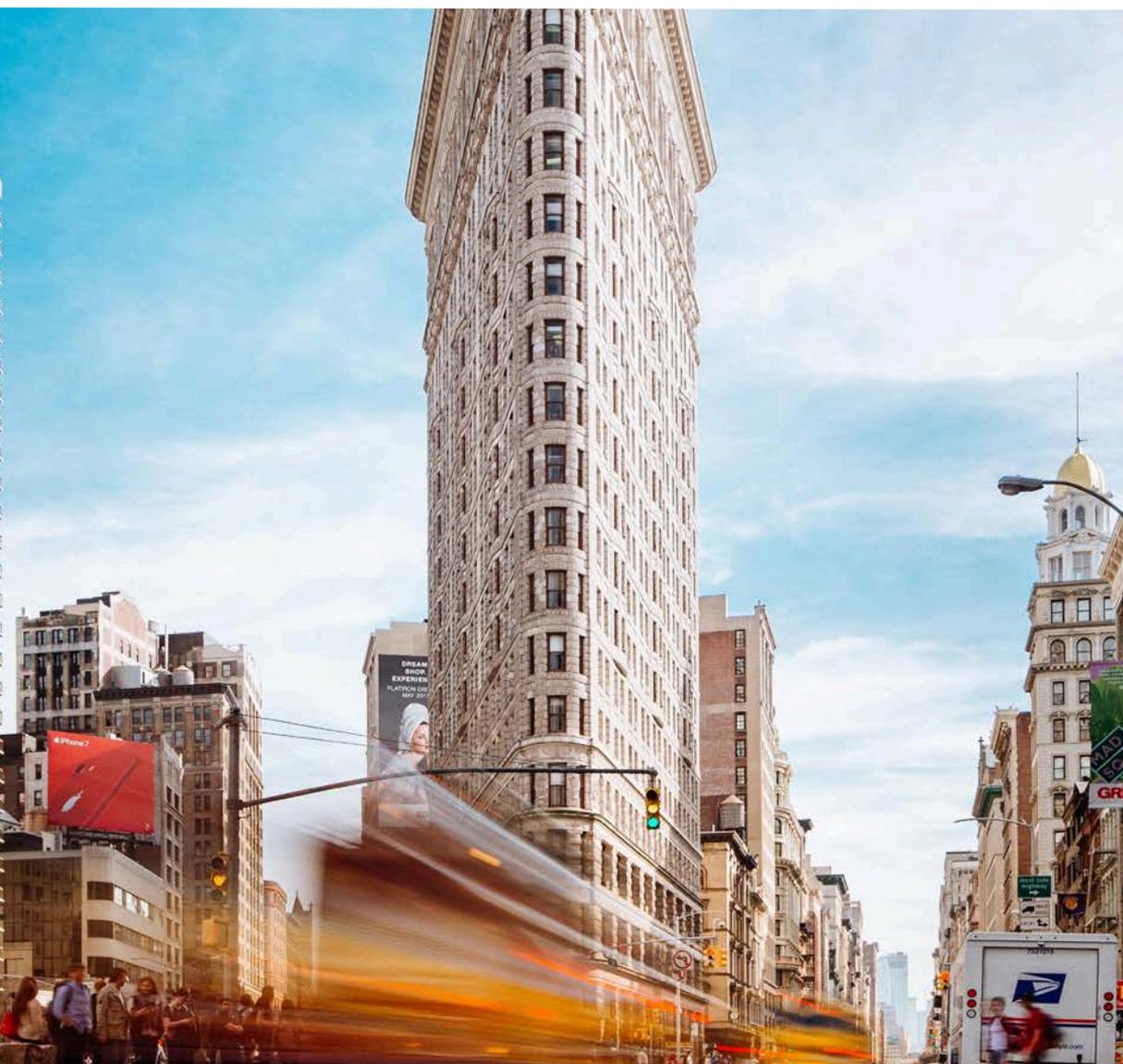
在11单试点项目中,张江光大园项目在基金层面设置了外部专家咨询委员会,普洛斯仓储物流项目、中关村产业园项目在基金层面设置了运营咨询委员会等咨询服务机构,原始权益人可以提名相应人士担任前述咨询服务机构的成员。

4、由产业方推荐项目公司董事、高管

由于产业方人员对于基础设施项目一般有较为丰富的管理经验,可以有效提高基础设施项目的日常管理质量,且在部分项目中当地的主管机关可能会要求项目公司中需要有产业方派驻的人员,因此,可以考虑由产业方推荐项目公司的董事、高管。对此,需要特别关注两个方面:第一,项目公司的重要事项仍应安排在公募基金层面决策,如将该等事项交由产业方推荐的董事、高管决策,实际上会变相架空公募基金;第二,项目公司的董事、高管的选任属于项目公司的内部管理事务,产业方并没有资格直接进行委派,因此,产业方仅具有推荐权,需要在相关交易文件中对此予以明确约定。



许苇
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2235
weixu@zhonglun.com



Pre-REITs 私募基金 相关法律问题解析

马会军、贾勇、周津、李艳军、姜琪

PART 001

Pre-REITs私募基金概述

Pre-REITs产品,产品逻辑与Pre-IPO产品相似,是指以具备发行公募REITs产品可能性的基础资产¹为投资标的,以投资、持有、运营与培育该等基础资产为主要业务,以发行公募REITs产品实现退出为主要退出途径的投资产品,其法律组织形式包括私募投资基金、信托计划、有限合伙等。Pre-REITs私募基金是以私募投资基金为法律组织形式的Pre-REITs产品。

宏观环境层面,在公募REITs制度已经建立并逐步细化完善、公募REITs产品已经落地且市场向好、我国存量基础设施资产规模巨大但资产质量参差不齐的背景下,监管层与从业人士认识到,“要怎么收获,先那么栽”,借鉴国际REITs行业已有成功经验,培育一批具备基础设施投资管理能力的私募基金管理人、孕育一批投资与运营优质基础设施的私募基金,有助于增加公募REITs的基础资产储备,有助于私募基金行业孕育新的增长机会,有助于基础设施REITs长远发展。

实务操作层面,一方面,Pre-REITs私募基金作为私募投资基金,需要遵循私募投资基金的相关法律法规及中国证券投资基金业协会(“**基金业协会**”)自律规则的约束;另一方面,Pre-REITs私募基金以公募REITs退出为主要退出途径,需要考虑基础资产符合公募REITs的相关要求,以及退出路径上与公募REITs资产并购及发行安排的衔接。

构建Pre-REITs私募基金需要律师提供切合现行规范、契合商务目标、具备可操作性的法律建议,律师需要同时熟悉私募基金、公募REITs相关业务规范。本文将对Pre-REITs投融资现有鼓励政策以及实践进行简要介绍,并对Pre-REITs私募基金的交易结构设计涉及的法律问题进行简要分析。

1. 例如,尚处于建设期或未形成稳定现金流的基础设施或不动产项目。

PART 002

Pre-REITs行业鼓励政策

第一批公募REITs产品落地以来,不少地方政府出台了鼓励REITs行业发展的地方政策,部分地方鼓励性政策指出培育REITs行业良好发展的整体生态是一项体系性工程,积极鼓励设立与发展Pre-REITs相关机构:

◆北京市东城区人民政府、北京市地方金融监督管理局《关于支持建设基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)集聚区的若干措施》(东政发〔2022〕4号,2022年2月印发,2022年3月22日施行)第一条第(一)项指出“基础设施REITs产业相关机构”包括“原始权益人、公募基金管理人、证券公司、基础设施REITs项目运营管理机构、**Pre-REITs相关机构**、有资质代理销售基础设施REITs产品的银行、资产管理机构和财富管理机构等”,给予从事基础设施REITs产业及专业服务企业及其人才相关购房补贴、租房补贴、装修补贴、设备补贴、贷款贴息、奖励等。

◆北京市通州区人民政府办公室《通州区支持基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)发展措施(试行)》(通政办发〔2022〕2号,2022年2月9日印发)第四条规定:“【支持Pre-REITs机构发展】鼓励Pre-REITs机构加快布局优质资产,提升资产挖掘与管理能力。对注册于通州区的Pre-REITs机构,单只基金募集规模达到10亿元以上的,在基金管理企业取得超额收益的前提下,结合区域经济贡献,给予基金实缴规模的0.5%、不超过1000万元的资金补助。”

◆《关于上海加快打造具有国际竞争力的不动产投资信托基金(REITs)发展新高地的实施意见》(沪发改规范〔2021〕6号,2021年6月印发)第(七)条规定:“研究设立政府引导的基础设施REITs产业投资基金,重点面向长三角区域开展存量基础设施项目并购重组和REITs试点,以及投资长三角区域内基础设施REITs产品。”

◆《广州市支持基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)发展措施》(2021年9月印发)第八条规定:“推动设立基础设施REITs产业发展基金:(一)鼓励我市国有企业联合金融机构及社会资本设立REITs产业发展基金,通过前期投入、并购资产、优化结构、提升资产规模和质量等方式推动项目达到融资条件要求,夯实我市REITs发行的资产基础。(二)加大我市企业基础设施优质资产整合力度,以产业发展基金为引导,鼓励社会资本积极

参与我市基础设施REITs项目的战略配售和二级市场投资,增加市场流动性。”

◆《关于苏州市推进基础设施不动产投资信托基金(REITs)产业发展的工作意见》(苏府办〔2021〕154号,2021年7月印发)第(三)条规定:“研究设立政府引导、市域统筹的基础设施REITs产业投资基金。发挥产业投资基金整合优化REITs原始权益的平台作用,面向全市开展存量基础设施项目载体的并购重组;逐步吸纳战略投资方、基础设施专业运营商等多主体广泛参与,并参与投资长三角区域内优质REITs产品,共同促进长三角REITs市场健康发展。”

◆据新闻媒体报道,2022年2月17日下午,国家发改委投资司就Pre-REITs基金相关事宜进行了探讨,参会人员主要来自央企、国企以及金融机构相关负责投资人士。

PART 003

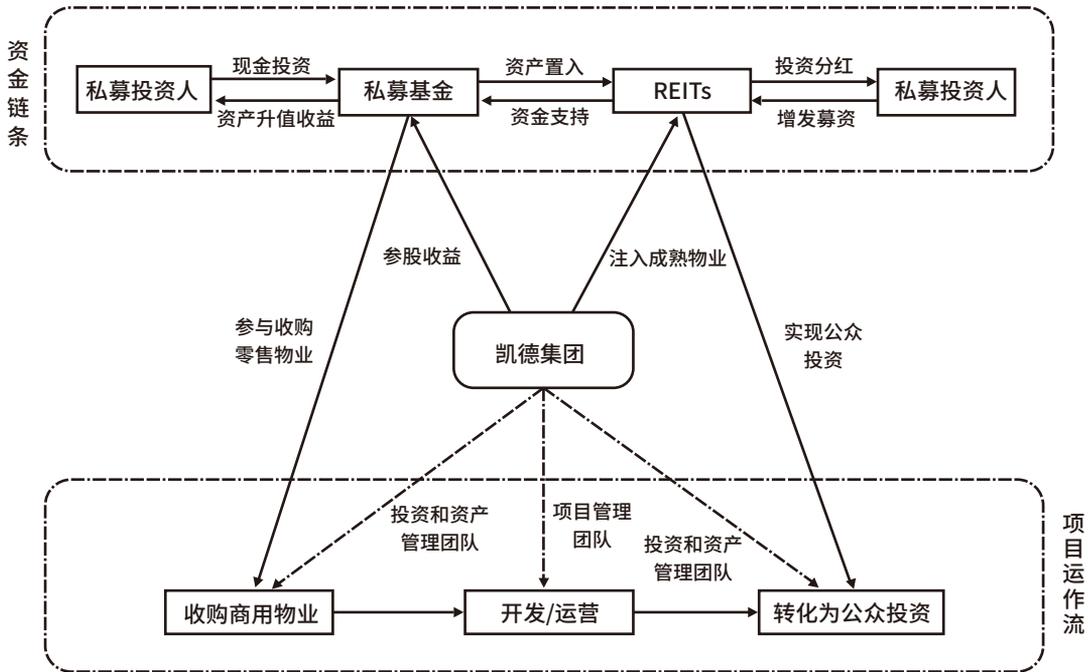
Pre-REITs私募基金实践

春江水暖鸭先知,部分市场主体观察到这一行业先机已经先行开展了Pre-REITs私募基金的相关实践,力图借助公募REITs这一良好的投资退出方式形成PE+REITs、PRE-REITs+REITs的良性驱动、健康循环的发展模式。

(一)国外实践案例:新加坡凯德集团“PE+REITs”发展模式

凯德集团(Capitaland Limited)作为亚洲知名的大型多元化房地产集团,逐步形成“私募基金+REITs”的轻资产战略。在中国国内大部分商业项目中,组成该“凯德模式”资本链条的,除了2006年在新加坡上市的REITs产品凯德商用中国信托,还有凯德集团旗下的若干私募基金,如凯德商用中国发展基金、凯德商用中国入息基金、来福士中国入息创投等。其中不同的私募基金根据其投资偏好,在项目的不同阶段介入(拿地、建设期、初始运营期等),待项目运营成熟、现金流稳定并符合REITs产品投资条件之后,由凯德商用中国信托REITs行使优先认购权,对商业物业项目进行收购,从而实现私募基金投资退出。

根据沈奇、鲍一鸣所著《新形势下房地产企业轻资产转型举措研究——基于凯德与万达的实例》,凯德集团“私募基金+REITs”商业模式简要图示如下:

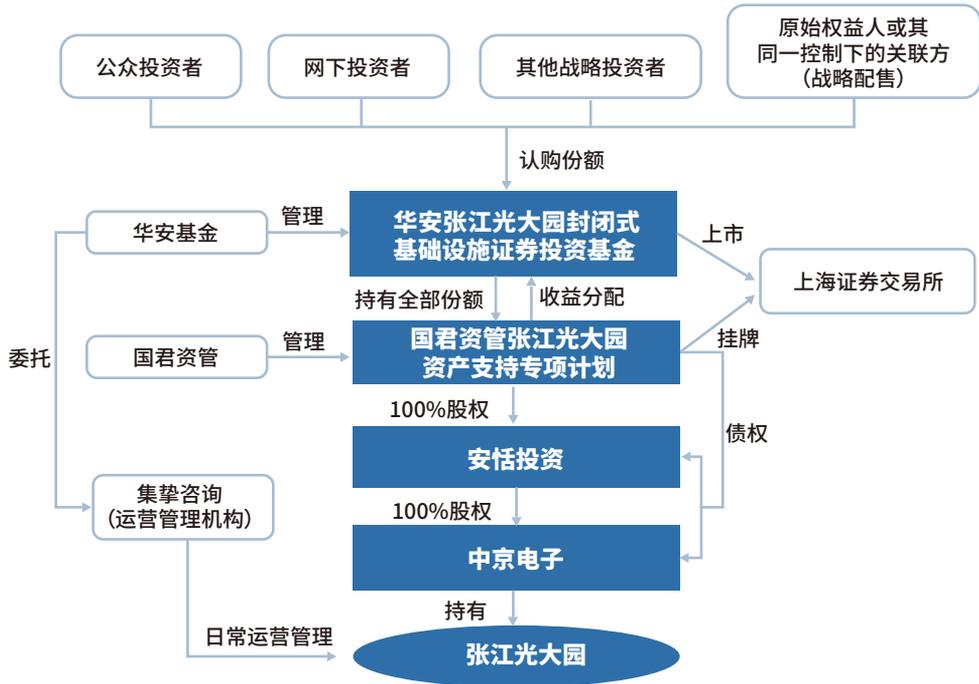


(二)国内实践案例:

1.华安张江光大园REITs及其PRE REITs私募基金

华安张江光大园REITs(华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金)项目作为上海市首单获批的公募REITs项目,其原始权益人为私募基金管理人及其管理的私募基金,该产品的成功发行是“PRE REITs私募基金+公募REITs”的范例。

在华安张江光大园REITs项目进行前,上海光全投资中心(有限合伙) (“**光全投资**”)与光控安石(北京)投资管理有限公司 (“**光控安石**”)分别持有上海安恬投资有限公司 (“**安恬投资**”) 99%和1%股权;根据《上海光全投资中心(有限合伙)之合伙合同》,光全投资为有限合伙形式的私募基金,光全投资已于2017年3月6日完成私募基金备案,基金编号为SR4501,其私募基金管理人为光控安石。华安张江光大园REITs项目产品发行过程中,光全投资与光控安石作为原始权益人,将其持有的安恬投资100%股权转让给华安基金管理有限公司(代表国君资管张江光大园资产支持专项计划),实现了光全投资从张江光大园项目的顺利退出。华安张江光大园REITs项目发行后整体架构图如下:



2. 深石(深圳)智慧物流基础设施私募基金

2021年1月,中信证券全资子公司金石投资有限公司与深圳市国资委旗下的深圳市深国际物流发展有限公司共同发起,成立了深石(深圳)智慧物流基础设施私募基金合伙企业(有限合伙) (“**深石物流基金**”),目标总规模200亿,一期规模约22亿元,并把南昌深国际综合物流港项目注入基金当中,完成了首单投资。深石物流基金的基金业协会备案公示信息如下:

产品名称	深石(深圳)智慧物流基础设施私募基金合伙企业(有限合伙)
产品编码	SQJ882
管理人名称	金石投资有限公司
成立日期	2021-01-14
备案日期	2021-04-19
基金类型	私募股权投资基金
组织形式	合伙型
运作状态	正在运作
是否托管	是
托管人名称	招商银行股份有限公司

深石物流基金是典型的物流仓储Pre-REITs基金，也是首支券商私募基金子公司管理和首支国资背景物流仓储运营商参与发起的物流仓储Pre-REITs基金。基金将对项目通过基础设施公募REITs退出的可行性进行提前研判，未来推动这些投资项目优先通过基础设施公募REITs退出。

3. 金色中环张江科学城发展基金

根据微信公众号“国泰君安”发布2021年10月26日消息，2021年10月，上海浦东投资控股(集团)有限公司与上海张江高科技园区开发股份有限公司(“张江高科”)发起设立“金色中环张江科学城发展基金”，投资规模约50亿元。基金所投资的项目集中在科学城范围内，以重点项目新建、自持物业更新、核心资源收储为主，系公募REITs试点落地后国内首单券商担任管理人和首支国资背景园区开发商参与发起的Pre-REITs基金，由国泰君安创新投资有限公司担任基金管理人，张江高科全资子公司上海张江智芯城市建设有限公司担任资产管理人，中国太平洋保险(集团)股份有限公司等大型金融机构担任基金主要出资人。国泰君安将充分发挥综合金融服务优势，与各方深化协同协作，全力构建专业、稳健、可复制、可推广的投融资创新模式，提供基础设施REITs全产业链服务，全面融入“金色中环发展带”建设，为浦东新区高水平改革开放打造社会主义现代化建设引领区、张江建设引领创新发展的国际一流科学城作出新的更大贡献。

4. 首程控股绿色基础设施投资基金

首程控股(00697.HK)公布，2021年12月31日，其非全资附属公司北京合寿投资管理有限公司(作为普通合伙人及执行事务合伙人)，与相关投资者(各自作为有限合伙人)订立合伙协议，以有限合伙的形式设立合伙企业，合伙企业的目的是从事于投资管理服务，以实现合伙企业的资本增值和投资收益，并让合伙人获得回报，合伙企业将主要投资于国家政策支持的基础设施项目，重点投资城镇垃圾处理及资源化利用、污水处理及资源化利用等绿色环保基础设施相关项目。

首程控股认为，随着首批公募REITs产品在国内成功发行，已迎来中国基础设施公募REITs时代。此次基金的成立也将可吸纳优质的基础设施资产用于公募REITs产品的发行或扩募，最终实现首程控股在REITs领域形成「Pre-REITs基金收购+平台运营管理+公募REITs发行退出+REITs战配投资」的战略目标，实现打通业务闭环和资金闭环全链条的核心目的。

Pre-REITs私募基金产品设计除需遵守法律法规、基金业协会相关自律规范文件之外，其特殊之处主要在于预留后续通过发起设立REITs产品的路径，尽可能保障私募基金投资退出的便利性与确定性。

PART 004

Pre-REITs私募基金结构设计相关法律问题

Pre-REITs私募基金产品设计除需遵守法律法规、基金业协会相关自律规范文件之外，其特殊之处主要在于预留后续通过发起设立REITs产品的路径，尽可能保障私募基金投资退出的便利性与确定性。

(一)基础设施项目转让限制/障碍

为实现以发行公募REITs方式退出之目的，Pre-REITs私募基金的投资项目应符合公募REITs对项目地域、行业领域的要求。

截至目前，我国公募REITs规则允许的项目行业领域限于交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、保障性租赁住房以及可探索的其他基础设施领域，这意味着以发行公募REITs作为主要退出方式的Pre-REITs私募基金亦需以该类项目作为投资标的。

上述领域项目因项目主体、土地性质、出让方式、经营许可方面具有特殊性，均可能构成项目所有权或其受益权转让的障碍，根据笔者的实务经验，该等障碍性因素通常包括但不限于：

(1) 项目主体在获得土地使用权时，对政府作出投资总额、产业导入、税收达产等相关承诺，项目权益或项目公司股权转让给基金后，基金难以依靠自身能力满足相关承诺；

(2) 项目土地使用权系以协议出让、划拨等方式取得，或者土地出让价款享受了相关优惠待遇，或土地出让合同中有限制股权转让的约定；

(3) 项目主体基于特许经营取得项目经营权，且相关协议限制股权/特许经营权转让，或对受让方有相应的资质条件要求；

(4)项目公司原属于国有控股企业,其股权转让根据国资管理相关规定需要履行资产评估、进场交易等相关特殊性程序。

在公募REITs的发行筹备中,上述转让限制的解决往往以取得主管部门的豁免与无异议函解决。国家发展改革委办公厅于2021年12月29日发布的《国家发展改革委办公厅关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知》(发改办投资〔2021〕1048号,“**1048号文**”)第四条规定:“四、加强部门协调,落实申报条件。加强与证监会、行业管理、城乡规划、自然资源、生态环境、住房城乡建设、国资监管等部门的沟通协调,共同解决项目推进过程中存在的问题,尽可能压缩项目准备周期。**在依法依规的前提下,重点围绕项目手续完善、产权证书办理、土地使用、PPP和特许经营协议签订、国有资产转让等,协调有关方面对项目发行基础设施REITs予以支持,加快无异议函等相关手续办理,落实各项发行条件。**”前述规定体现了国家层面对各部门协同解决转让限制相关问题的政策支持。

在Pre-REITs私募基金投资获取目标项目资产过程中,相关转让限制仍然存在,但因缺乏明文政策依据,各部门的协调支持力度相对有限,如何妥善解决项目具体的转让限制以确保Pre-REITs私募基金合法有效完成项目投资,将成为Pre-REITs私募基金关注的重点之一。

(二)私募基金的股债比限制与公募REITs股债结构构建的衔接

基于税收筹划以及定期将底层资产稳定现金流流向产品端的需要,公募REITs需要构建“股+债”的投资结构,即构建专项计划对项目公司同时持有股权与债权的产品结构。“股+债”结构搭建的具体形式和股债比例也是各个公募REITs项目产品设计重点。一般而言,如果公募REITs介入前,项目本就有合适的存量负债,则可以通过相对简单的债权转让或发放借款还债方式构建债务;如果项目本身没有合适的存量负债,需要通过反向吸并、减资、股权转让价款递延支付等方式构建债务。

2020年12月30日,中国证券监督管理委员会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》(中国证券监督管理委员会公告〔2020〕71号),其中第八条明确规定私募基金管理人不得直接或者间接将私募基金财产用于借(存)贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动,但是私募基金以股权投资为目的,按照合同约定为被投企业提供1年期限以内借

在Pre-REITs私募基金结构设计中，需考虑后续衔接公募REITs的资产重组环节，一方面尽可能提前预留适宜比例的存量股东借款债权，另一方面在基金文件中取得充分的关于后续衔接与并购环节资产重组的授权。

款、担保除外，且借款或者担保到期日不得晚于股权投资退出日，且借款或者担保余额不得超过该私募基金实缴金额的20%；中国证监会另有规定的除外。该等规定为基金投资股债比设定了8:2的下限。

基于我国现行的资本弱化限制认定标准等税筹考虑，目前试点公募REITs项目中构建的股债比通常在1:2左右，该等设置需求与上述私募基金股债比限制不匹配。Pre-REITs私募基金通过公募REITs退出时，可能产生股权溢价过高导致的税负成本较高、需配合进行较为复杂的底层资产重组、并购交易结构与付款条件复杂化等问题。

因此，在Pre-REITs私募基金结构设计中，需考虑后续衔接公募REITs的资产重组环节，一方面尽可能提前预留适宜比例的存量股东借款债权，另一方面在基金文件中取得充分的关于后续衔接与并购环节资产重组的授权。

(三) 战略配售投资人资格与参与战略配售比例

《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（中国证券监督管理委员会公告〔2020〕54号）第十八条规定：“基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的20%，其中基金份额发售总量的20%持有期自上市之日起不少于60个月，超过20%部分持有期自上市之日起不少于36个月，基金份额持有期间不允许质押。原始权益人或其同一控制下的关联方拟卖出战略配售取得的基础设施基金份额的，应当按照相关规定履行信息披露义务。基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方以外的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合理确定，持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于12个月。”

根据上述规则，Pre-REITs私募基金管理人与投资者应基于其日后参与战略配售的

能力、意愿相应确定Pre-REITs私募基金的治理机制与份额分配,以尽可能使希望参与战略配售的投资人获得战略配售,并减少基金管理人的配售义务。

例如,在华安张江光大园REITs项目中,原始权益人包括光全投资,光全投资的有限合伙人上海张江集成电路产业区开发有限公司(“张江集电”)因持有80%以上的有限合伙份额且在光全投资的投委会享有一票否决权,被认定为与光全投资的基金管理人/执行事务合伙人光控安石共同控制光全投资,光控安石和张江集电或其同一控制下的关联方作为战略配售投资人合计持有20%的基金份额被认为符合公募REITs的发行条件。

(四)退出机制设计

Pre-REITs私募基金通过公募REITs发行退出,在发行价格、发行成功时间与结果方面均存在不确定性。

在退出价格方面,项目公司股权转让的对价一般根据公募REITs募集资金确定,募集资金根据经网下投资者询价方式确定的基础设施基金份额认购价格确定;且转让对价将受限于交割审计的调整。因此,退出价格在公募REITs注册与取得交易所无异议函时尚不确定。

在时间与结果方面,公募REITs发行需经历发改委预沟通、发改委申报及推荐、基金注册、交易所出具无异议函、询价、定价、销售、产品设立等多个环节,所需的时间及能否成功发行均具有极大的不确定性。

基于上述情况,Pre-REITs私募基金在产品结构设计时应注意如下事项:

(1)在退出路径上,为第三方收购、原始权益人回购、衔接类REITs产品等预留空间,并明确投资退出决策机制与管理人有权自主决定的情形;

(2)灵活设计基金期限、投资期与退出期期限,并对延期事件与决策机制进行明确约定;

(3)为保持公募REITs申报期间原始权益人及其实际控制人的稳定性,对重要的有限合伙人份额转让进行相应的限制性约定。

结语:Pre-REITs私募基金前景可期

2020年4月30日,中国证监会、国家发改委发布《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》(证监发〔2020〕40号),中国版公募REITs终于落地。2020年8月7日,《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》正式出炉,中国公募REITs试点拉开序幕。2021年1月29日,上海证券交易所、深圳证券交易所分别发布公募REITs相关配套业务规则,为公募REITs产品公开发行提供依据;2021年6月21日,第一批9只基础设施公募REITs上市,募集资金达314亿元;2021年11月,第二批公募REITs也启动发行。根据统计,截至2022年2月,11只基础设施公募REITs产品开年以来全部实现正收益,平均涨幅15.83%。公募REITs产品日渐成为当前热门的投资标的。

作为公募REITs底层资产的基础设施项目通常需要经历较长的培育与运营方能获得稳定、持续的现金流,达到稳定盈利状态,此前基础设施资产难以成为公募REITs的合格资产。通过发起设立私募股权基金等方式开展Pre-REITs业务,持有或以合理的价格收购具备发行公募REITs产品可能性的新建、存量基础设施资产,待基础设施项目进入稳定运营期后,再通过发行基础设施公募REITs实现基金退出,有助于扩大基础设施REITs项目储备。私募投资基金受限于其募投管退的行业规则,以寻找具有良好成长前景、可预期退出路径的投资机会为其主要商业目的,公募REITs产品结构取消了私募基金作为载体的设计,失之东隅收之桑榆,私募投资基金切入公募REITs前端资产供给赛道,具有巨大想象空间与良好成长机遇。



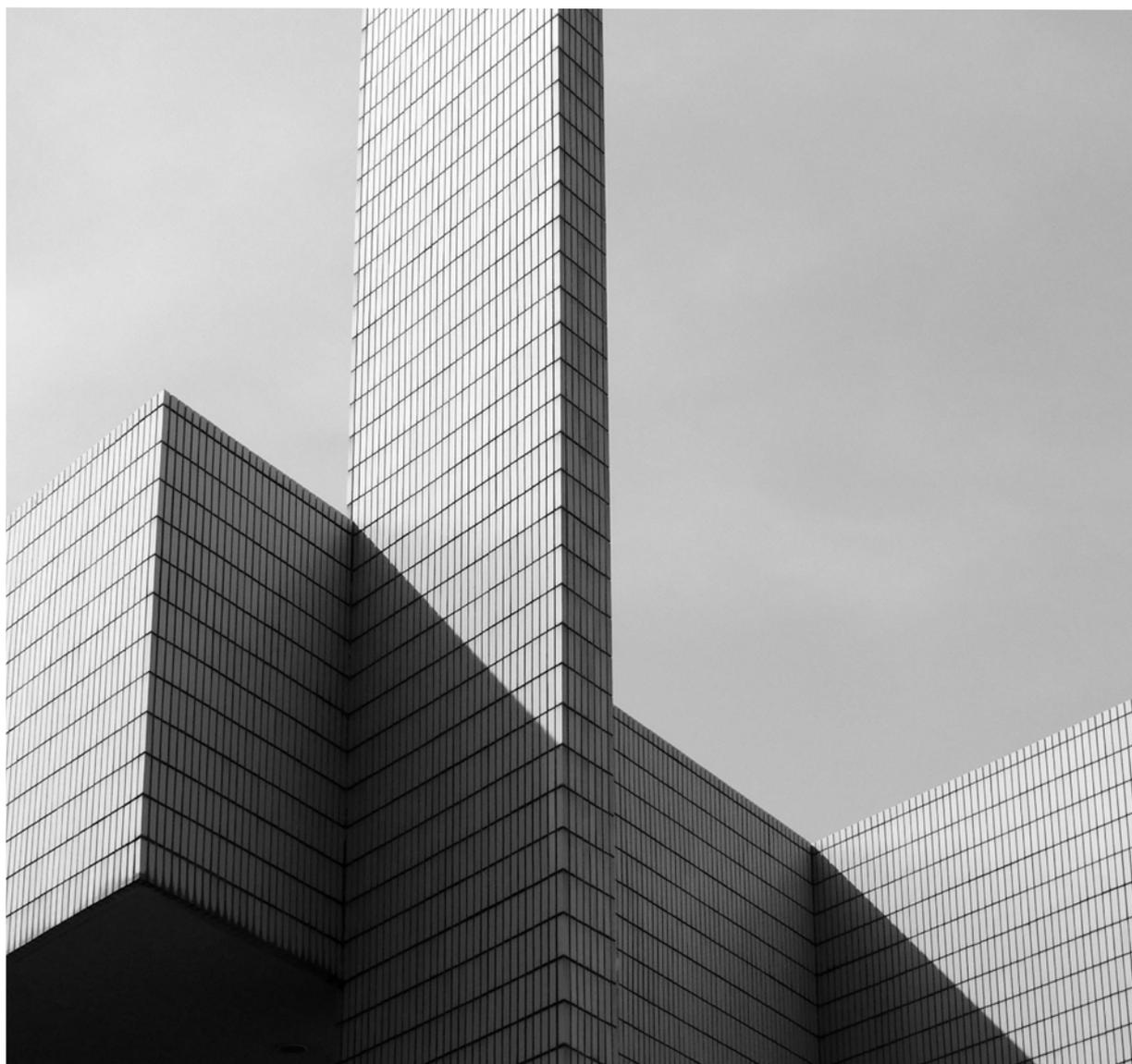
马会军
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2030
mahuijun@zhonglun.com



贾勇
非权益合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2129
jiayong@zhonglun.com

行业与投资:中国公募REITs法律实务

Chapter 02



保险资金在公募REITs投资 的角色思考

陈芳、刁丽娜

在2021年首批基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)(“**公募REITs**”或“**基础设施基金**”)试点项目公布认购情况时,可以看到保险资金非常活跃的参与情况。根据公开信息显示,首批试点的9单公募REITs募资约人民币300亿元,其中保险资金认购金额超过人民币100亿元,包括战略配售约人民币33亿元、网下有效认购约人民币71亿元。从参与投资的机构角度,一共有6家险资机构成为公募REITs的战略投资者,网下投资机构也包括多家险资机构。

在前述数据中,不难看出险资机构对于公募REITs的积极参与,这与保险资金与公募REITs具有内在契合性密不可分,如公募REITs符合保险资金的需求特征,低利率环境下公募REITs具有长期配置价值,公募REITs有利于盘活存量基础设施项目,公募REITs产品有助保险资金多层次参与资本市场等,而保险资金如何参与公募REITs及具体参与要求等,将在本文作进一步的探讨。

PART 001

保险资金直接参与公募REITs

1. 公募REITs产品投资人角色

如前述首批9单公募REITs保险资金参与的情况所述,其主要作为公募REITs产品端的投资人相应加入,具体可通过战略配售网下认购及二级市场交易来相应投资及加入。

2. 作为公募REITs产品投资人的保险资金监管要求

此前对于保险资金是否可以投资公募REITs以及投资要求、后续风险管理安排要求等均较为模糊,并无明文规定。

于2021年5月20日,中国银行保险监督管理委员会(“银保监会”)在关于保险资金投资公募REITs相关会议上对保险资金投资公募REITs提了几点意见,具体有:(1)保险公司需具备不动产投资管理能力,保险资管公司需具备债权投资计划产品管理能力;(2)资产负债管理能力评估得分条件(直投80分以上;委托投资60分以上);(3)管理人满足不动产投资类的管理人的要求;(4)纳入不动产类资产监管比例;(5)需定期向监管报告投资REITs的情况;但银保监会并未就此出台明确文件规定。

而终于在2021年11月17日,银保监会办公厅下发《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》(银保监办发〔2021〕120号,以下简称“《通知》”),明确允许保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金,并进一步明确机构资质要求、设定投资标的条件、完善风险管理流程、加强投资主动管理以及强化监督管理要求等。

(a) 穿透监管理念

在银保监会有关部门负责人就《通知》答记者问中明确了穿透监管理念,并明确基础设施基金同时具备公开市场权益类产品和不动产资产属性。

(b) 机构资质要求

根据《通知》要求,

i. 保险集团(控股)公司、保险公司、保险资产管理公司(统称“**保险机构**”)开展基础设施基金投资业务的,应当公司治理完善,市场信誉良好,具备健全有效的内部控制体系和投资管理制度,经营审慎稳健。

ii. 保险集团(控股)公司和保险公司自行投资基础设施基金的,应当具备不动产投资管理能力和最近一年资产负债管理能力评估结果不得低于80分,上季度末综合偿付能力充足率不得低于150%。

iii. 保险集团(控股)公司和保险公司委托保险资产管理公司及其他专业管理机构投资基础设施基金的,最近一年资产负债管理能力评估结果不得低于60分,上季度末综合偿付能力充足率不得低于120%。

iv. 保险资产管理公司受托管理保险资金或通过保险资产管理产品投资基础设施基金的,应当具备债权投资计划产品管理能力,且公司最近一年监管评级结果不得低于C类。

(c) 投资标的条件

保险资金投资的基础设施基金,基金管理人和资产支持证券管理人在注册资本、管理资产、专业人员、资产托管、风险隔离等方面,应当符合银保监会关于保险资金投资不动产相关金融产品的监管要求。

其中,基金管理人和资产支持证券管理人的管理资产和专业人员可以合并计算。

(d) 完善风险管理流程

i. 保险机构应当健全公司治理,完善投资基础设施基金的决策程序和授权机制,建立相对集中、分级管理、权责一致的投资决策和授权制度,明确相关决策机构的决策权限。

ii. 保险机构应当加强投资基础设施基金的风险管理,按照上市权益类资产投资管理要求,建立健全内部控制制度和风险管理制度,防范内幕交易、利用未公开信息交易、利益冲突和利益输送。

(e) 加强投资主动管理

i. 保险集团(控股)公司和保险公司投资的基础设施基金及投资于基础设施基金比例不低于80%的资产管理产品,应当纳入不动产类资产投资比例管理。

ii. 保险机构投资基础设施基金前,应当对基础设施基金持有项目的经营管理、财务、现金流、法律权属等情况进行分析评估,形成分析评估报告。

(f) 强化监督管理要求

i. 保险机构应当审慎评估投资基础设施基金可能出现的重大风险,制定相应风险处置预案。基金净资产发生10%及以上损失,基础设施项目运营、项目现金流或产生现金流能力发生重大变化的,保险机构应当及时向银保监会报告。

保险资金可以，目前也已有非常多的保险资金已相应布局，投资前端的底层基础设施项目。

在前述前端及后续公募REITs层面的投资安排，也可促使保险资金与原始权益人就项目形成更深层的战略合作。

ii. 保险集团(控股)公司和保险公司应当将保险资金投资基础设施基金情况纳入季度资金运用情况报告, 保险资产管理公司应当将组合类保险资产管理产品投资基础设施基金情况纳入年度产品业务管理报告, 报告内容包括相关投资情况、项目运营情况、风险管理情况等。

iii. 保险机构违反通知规定投资基础设施基金的, 银保监会将责令限期改正, 并依法采取监管措施或实施行政处罚。

PART 002

保险资金参与公募REITs的角色“延伸”

.....

1. 参与资产端布局、进行项目投资及战略合作

保险资金与公募REITs具有的内在契合性, 与其说是公募REITs产品机制及特性符合保险资金的投资需求, 实质上更可以说由于底层基础设施项目自身的属性及运营投资逻辑适应、符合也反向影响了公募REITs产品机制的设置, 而底层基础设施项目的该等自身属性及运营投资逻辑恰恰是符合保险资金的投资需求的。

因此, 保险资金可以, 目前也已有非常多的保险资金已相应布局, 投资前端的底层基础设施项目。保险资金可以通过设立私募股权投资基金、股权计划、债权计划等方式在项目开发阶段、初步运营阶段即参与投资项目, 在对项目完成“孵化”后、达到公募REITs所需标准时, 进一步将项目作为底层资产完成出售退出, 实现前端“孵化”阶段的投资收益, 而后续在公募REITs层面的参与投资, 即可继续享有项目稳定运营阶段的投资收益, 前后形成联动。在前述前端及后续公募REITs层面的投资安排, 也可促使保险资金与原始权益人就项目形成更深层的战略合作。

2. 参与运营管理

在银保监会有关部门负责人就《通知》答记者问中也有相应说明,支持符合条件的保险资产管理公司发挥基础设施投资和产业链延伸优势,参与基础设施基金底层项目运营管理,丰富REITs产品形态,服务保险资金保值增值。因此,在未来底层项目的运营管理层面,保险资金依托专业的投资及管理经验,也有参与运营管理的进一步可能。



陈芳
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3599
catherinechen@zhonglun.com



刁丽娜
非权益合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3123
diaolina@zhonglun.com



银行理财子公司在 公募REITs投资中的角色及风险

王建、武鑫

2020年4月24日,中国证券监督管理委员会(以下简称“**中国证监会**”)、国家发展和改革委员会联合发布《中国证监会、国家发展改革委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》,允许符合条件的取得公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司设立公开募集基础设施证券投资基金(以下简称“**公募REITs**”),这标志着我国基础设施公募REITs正式起航。2020年8月6日,中国证监会又发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称“《**公募REITs指引**》”),针对公募REITs的产品特征、募集要求、投资安排、管理职责、基金终止等做了详尽规定。上海证券交易所(以下简称“**上交所**”)、深圳证券交易所(以下简称“**深交所**”)、中国证券投资基金业协会、中国证券业协会等机构也相继于2021年年初发布了配套规则。

2021年5月17日,上交所、深交所发布公告,首批9单基础设施公募REITs项目经证券交易所审核通过并向中国证监会申请注册,且已正式获得中国证监会准予注册的批复。上述公募REITs产品开始询价后,受到了银行、基金、券商、保险机构等机构的热捧,均实现了超比例认购。最为火爆的招商蛇口项目,整体认购倍数达到了15.31倍¹。2021年5月31日正式面向公众投资者发售后,9只公募REITs一日吸金合计超过300亿元,超募15倍,并于当日宣布提前结束募集²。

商业银行理财子公司(以下简称“**理财子公司**”)对于公募REITs也表现出浓厚的兴趣,多家大型国有商业银行和全国性商业银行的理财子公司参与了首批公募

1.《9只公募REITs最终定价出炉,募集规模314亿,“一日售罄”无悬念》, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1700887791095936423&wfr=spider&for=pc>。
2.《银行系如何“掘金”公募REITs》, <http://news.10jqka.com.cn/20210602/c629871120.shtml>。

REITs的战略配售。如两家国有商业银行的理财子公司认购7只以上公募REITs产品,参与度较为广泛。某理财子公司以其管理的科技创新理财产品、健康生活理财产品参与首钢绿能项目的战略配售,还通过旗下两只公募理财产品参与广州广河项目的战略配售。理财子公司已经在公募REITs投资中扮演重要角色。

随着存量理财产品的过渡期即将结束,理财子公司加速向净值化产品转型,传统理财产品收益呈现出一定的下滑态势。有鉴于此,理财子公司相关的投资者也将更加青睐公募REITs所带来的增长点和新机遇。本文将针对公募REITs中理财子公司投资的角色和风险要点进行简要介绍。

PART 001

理财子公司在公募REITs项目中的角色

根据《公募REITs指引》，基础设施公募REITs将主要涉及以下主体：

(1)投资者与原始权益人：持有公募REITs的基金份额，对其进行投资；

(2)基金管理人：主动运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流；

(3)资产支持证券管理人：与基金管理人协商确定基础设施资产支持证券设立、发行等相关事宜；

(4)基金托管人和资产支持证券托管人：安全保管项目资产，监督管理人的业务操作等；

(5)外部管理机构：受基金管理人委托运营管理基础设施项目。

《公募REITs指引》第十七条规定：“网下投资者为……商业银行及其理财子公司……以及其他中国证监会认可的专业机构投资者。”该指引第十八条规定：“基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方以外的专业机构投资者可以参与基础设施基金份额战略配售。”根据上述条款，理财子公司作为经中国证监会认可的专业机构投资者，能够成为网下投资者，参与公募REITs的基金定价和份额认购。理财子公司还可以进一步参与公募REITs基金份额的战略配售，优先认购基金份额。

除此之外，中国证券业协会规章对于理财子公司投资资质做出了进一步要求。中国证券业协会于2021年1月29日发布的《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》（中证协发〔2021〕15号，以下简称“《网下投资者管理细则》”）第五条要求“基础设施基金网下投资者在协会注册，应当具备必要的定价能力和良好的信用记录，最近十二个月未因证券投资、资产管理等相关业务重大违法违规受到相关监管部门的行政处罚、行政监管措施或相关自律组织的纪律处分，并符合监管部门、协会要求的其他条件。”如果理财子公司未能满足上述要求，则可能视情节轻重被中国证券业协会采取发送提醒函，或被采取暂停新增配售对象注册、暂停网下投资者资格等自律措施。

PART 002

理财子公司投资公募REITs的风险提示

理财子公司作为募集公众资金、参投公募REITs的主要资产管理机构之一,是将公募REITs项目的利益与风险向公众投资者分散的关键环节。因此,在投资公募REITs的过程中,理财子公司应当充分认识公募REITs运作、交易的固有商业风险,预防不必要的法律风险,积极采取风险缓释措施,以维护投资者合法权益。根据目前法规和实务所反映的风险情形,我们谨就理财子公司的合规要点提示如下:

1. 严格管理配售对象

在公募REITs的认购过程中,注册成为网下投资者的理财子公司,可以将其所属或直接管理的自营投资账户或资产管理产品注册为配售对象。根据《网下投资者管理细则》,如将资产管理产品注册为配售对象,则理财子公司需要向中国证券业协会提交:(1)“全国银行业理财信息登记系统”理财产品登记证明;(2)产品合同;和(3)沪深交易所场内证券账户或开放式基金账户证明。对于公募产品,理财子公司还需提交验资报告或托管人出具的资产估值报告;而对于私募产品,还需提交最近一个月末托管人出具的资产估值1,000万元以上的报告(或一个月内的验资报告)。

针对配售对象管理,《网下投资者管理细则》对理财子公司提出以下要求:

(1)对所注册的配售对象切实履行主动管理职责,不得为其他机构、个人或产品规避监管规定提供通道服务;

(2)在网下询价和认购过程中相关配售对象处于注册有效期、缴款渠道畅通,且沪深证券交易所网下询价平台CA证书、银行账户等认购和缴款必备工具可正常使用;

(3)同一配售对象只能使用一个场内证券账户或开放式基金账户参与基础设施基金网下询价,其他关联账户不得参与。已参与网下询价的配售对象及其关联账户不得通过面向公众投资者发售部分认购基金份额;

(4)在初步询价环节,理财子公司应当根据实际认购意愿、资金实力、风险承受能力等情况合理确定配售对象的认购数量,拟认购数量不得超过网下初始发行总量,也不得超过相关询价公告确定的单个配售对象认购数量上限,拟认购金额不得超过该配售对象的

总资产或资金规模,并确保其认购数量和未来持有基金份额的情况符合相关法律法规及监管部门的规定。

2.不得从事影响发行秩序的行为

《网下投资者管理细则》以列举和兜底的形式对作为网下投资者的理财子公司不得从事的业务活动进行了规定。相关禁止性行为覆盖了提供虚假信息、不正当竞争、违背投资承诺等影响发行秩序的行为类型:

1	使用他人账户、多个账户或委托他人报价;
2	与其他投资者、原始权益人、基金管理人或其财务顾问等利益相关方串通报价;
3	利用内幕消息、未公开信息报价;
4	无定价依据、未在充分研究的基础上理性报价,未严格履行报价决策程序审慎报价或故意压低、抬高价格;
5	未合理确定拟认购数量、拟认购金额超过配售对象总资产或资金规模;
6	提供有效报价但未参与认购或未足额认购;
7	未按时足额缴付认购资金;
8	参与网下询价的配售对象及其关联账户通过而公众投资者发售部分认购基金份额;
9	获配后未恪守相关承诺;
10	接受原始权益人、基金管理人或其财务顾问以及其他利益相关方提供的财务资助、补偿、回扣等;
11	其他不独立、不客观、不诚信、不廉洁的情形或其他影响发行秩序的情形。

根据《网下投资者管理细则》,如理财子公司在业务活动中违背上述规定,中国证券业协会将视情况对其施加列入基础设施基金配售对象限制名单、暂停其新增配售对象注册等自律措施,并可能移交监管部门等有权机关处理。被采取自律措施的理财子公司可以向中国证券业协会书面提出申诉,以澄清事实、维护权益。被采取上述自律措施的理财子公司,可在相关自律措施到期后重新向中国证券业协会申请注册。

如理财子公司作为战略投资者违背相关规定，证券交易所可以视情节轻重，对其采取警示、监管谈话、出具监管建议函等监管措施，或通报批评、公开谴责、收取惩罚性违约金等纪律处分，并记入诚信档案。

3. 合规参与战略配售

在2021年6月首批公募REITs发行过程中，多家理财子公司参与了战略配售，优先认购了期望的基金份额比例，这说明在实务中，战略配售对于理财子公司已体现出较强的吸引力。但是，在获得商业利益的同时，理财子公司应当关注监管机构对于战略配售的特殊规定，以免引发不必要的风险。

根据《公募REITs指引》第十八条，理财子公司作为战略投资者，应与基金管理人签署配售协议，在基金合同、招募说明书等法律文件中披露战略投资者选择标准、向战略投资者配售的基金份额总量、占当次基金份额发售比例及持有期限等信息。如理财子公司属于原始权益人或其同一控制下的关联方以外的专业机构，则战略配售比例由基金管理人合理确定，理财子公司持有基金份额的期限不得少于自上市之日起12个月。

此外，《公募REITs指引》要求原始权益人或其同一控制下的关联方参与战略配售的比例合计不得低于当次基金份额发售数量的20%，其中基金份额发售总量的20%持有期自上市之日起不少于60个月，超过20%部分持有期自上市之日起不少于36个月，基金份额持有期间不允许质押。原始权益人或其同一控制下的关联方拟卖出战略配售取得的基础设施基金份额的，应当按照相关规定履行信息披露义务。如理财子公司属于原始权益人同一控制下的关联方，则战略配售的基金份额比例和持有期限将适用上述较高标准。

根据上交所和深交所针对公募REITs发售业务发布的业务指引，参与战略配售的投资者不得参与该次基础设施基金份额网下询价，但依法设立且未参与该次战略配售的证券投资基金、理财产品和其他资产管理产品除外。战略投资者不得接受他人委托或者委托他人参与战略配售，但依法设立并符合特定投资目的的证券投资基金、公募理财产品等资管产品除外。基金管理人不得向战略投资者承诺价格上涨、承销费用分成、聘请关联人员任职等直接或间接的利益输送行为。募集期结束前，战略投资者应当在约定的期限内，以认购价格认购其承诺认购的基金份额数量，并按照《公募REITs指引》的规定，不在

规定的持有期限内转让、交易承诺持有的基金份额。³

根据上述业务指引,如理财子公司作为战略投资者违背相关规定,证券交易所可以视情节轻重,对其采取警示、监管谈话、出具监管建议函等监管措施,或通报批评、公开谴责、收取惩罚性违约金等纪律处分,并记入诚信档案。⁴

4. 重视基金信息披露

在公募REITs发售过程中,义务人信息披露和投资者风险自担是监管部门的重点关注领域。根据上交所和深交所针对公募REITs发布的业务指引,公募REITs项目中的投资风险,将由投资者自行判断和承担。投资者在参与基础设施基金相关业务前,应认真阅读基金合同、招募说明书等法律文件,熟悉基础设施基金相关规则,自主判断基金投资价值,自主做出投资决策,自行承担投资风险。⁵

上交所和深交所发布的《公开募集基础设施证券投资基金风险揭示书必备条款》明确要求投资者充分认知的商业风险包括但不限于:(1)基金价格波动风险;(2)基础设施项目运营风险;(3)流动性不足的风险;(4)基金终止上市风险;和(5)税收等政策调整风险。

而《公募REITs指引》要求信息披露义务人向投资者充分揭示相关风险主要包括:

(1)在基金份额公开发售3日前,依法披露基金合同、托管协议、招募说明书、基金份额发售公告、基金产品资料概要等法律文件;

(2)在基金招募说明书中披露基金发售安排、募资用途、基础设施项目运营状况、关联关系、主要人员信息、财务报告等24类可能影响投资者决策的重要信息;

(3)战略配售时,在基金合同、招募说明书等法律文件中披露战略投资者选择标准、向

3.《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第2号——发售业务(试行)》第二十六条:“基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方,以及符合本指引第十二条规定的专业机构投资者,可以参与基础设施基金的战略配售。参与本次战略配售的投资者不得参与本次基础设施基金份额网下询价,但依法设立且未参与本次战略配售的证券投资基金、理财产品和其他资产管理产品除外。”第三十条:“战略投资者不得接受他人委托或者委托他人参与基础设施基金战略配售,但依法设立并符合特定投资目的的证券投资基金、公募理财产品等资管产品,以及全国社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等除外。”第三十一条:“基金管理人、财务顾问向战略投资者配售基金份额的,不得承诺基金上市后价格上涨、承销费用分成、聘请关联人员任职等直接或间接的利益输送行为。”第三十三条:“募集期结束前,战略投资者应当在约定的期限内,以认购价格认购其承诺认购的基金份额数量。……战略投资者应当按照《基础设施基金指引》的规定,承诺持有的基金份额在规定的持有期限内不得进行转让、交易。”

《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第2号——发售业务(试行)》第二十六、三十、三十一、三十三条具有相同规定。

4.《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》第六十条:“监管对象违反本办法、上市协议、相关约定、承诺或者其他相关规定的,本所可以对监管对象及其直接负责的主管人员和其他直接责任人员实施下列监管措施:(一)口头警示;(二)书面警示;(三)监管谈话;(四)要求限期改正;(五)要求公开更正、澄清或说明;(六)要求公开致歉;(七)要求聘请其他机构进行核查并发表意见;(八)建议更换相关任职人员;(九)向相关主管部门出具监管建议函;(十)本所规定的其他监管措施。”第六十一条:“监管对象违反本办法、上市协议、相关约定、承诺或者其他相关规定,情节严重的,本所可以对监管对象及其直接负责的主管人员和其他直接责任人员实施下列纪律处分:(一)通报批评;(二)公开谴责;(三)暂不接受专业机构或者其相关人员出具的文件;(四)收取惩罚性违约金;(五)本所规定的其他纪律处分。”第六十二条:“监管对象出现下列情形之一的,本所可以将其记入诚信档案:(三)被本所实施纪律处分或者相关监管措施的。”《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)》第六十七、六十八条具有类似规定。

5.《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》第三条规定:“基础设施基金、基础设施资产支持证券的投资风险,由投资者自行判断和承担。”附件《公开募集基础设施证券投资基金风险揭示书必备条款》规定:“投资者在参与基础设施基金相关业务前,应认真阅读基金合同、招募说明书等法律文件,熟悉基础设施基金相关规则,自主判断基金投资价值,自主做出投资决策,自行承担投资风险。”

《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)》具有类似规定。

战略投资者配售的基金份额总量、占本次基金份额发售比例及持有期限等；

(4)基金资产投资于资产支持证券时，应披露重大关联交易；

(5)召开基金份额持有人大会时，相关信息披露义务人应当依法公告持有人大会事项，披露相关重大事项的详细方案及法律意见书等文件；和

(6)基金管理人应依法编制并发布临时公告、定期报告，披露基础设施项目运营情况。

作为投资者的理财子公司应当重视上述基金信息披露，逐项核对文件信息，以便分析公募REITs项目的商业风险，避免超出自身风险承受能力。如果发现信息披露义务人存在违法披露情形的，理财子公司可以根据《证券期货违法违规行为举报工作暂行规定》(中国证券监督管理委员会公告〔2020〕7号)向中国证监会及其派出机构举报违法行为。

总结

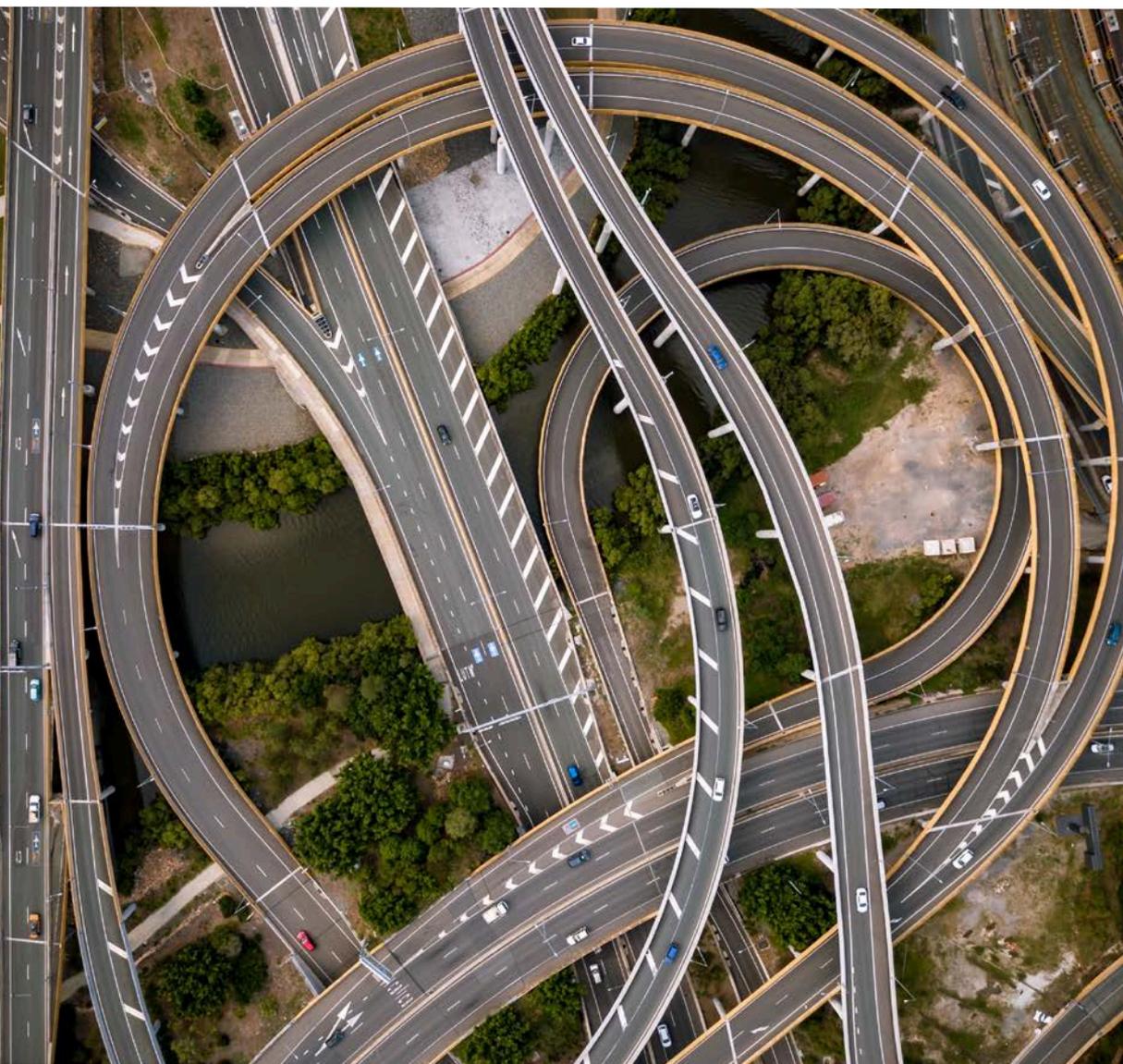
随着理财产品净值化转型加速和公募REITs的稳步推进，理财子公司等银行系资金将不断涉足公募REITs项目，以期获得较为稳定的收益，并且实现与其他权益类、债权类资产配置的有效隔离。鉴于固收类理财产品与公募REITs相关理财产品的商业特征较为相似，理财子公司客户与公募REITs投资者将呈现较高重合的商业格局，理财子公司作为投资者将更加青睐公募REITs项目。在投资公募REITs时，理财子公司应当关注其作为网下投资者和战略投资者的合规风险，充分认知投资公募REITs的商业风险，及时缓释法律风险，从而提升其在公募REITs中“掘金”的质量和效率。



王建
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2128
wangjian@zhonglun.com



武鑫
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5780 8431
wuxin@zhonglun.com



高速公路公募REITs实务中的 核心问题探讨

刘洪蛟、路竞祎、魏轶东、黄伟凤

2021年6月,首批公募REITs成功上市,意味着我国基础设施盘活之路达到新的里程碑。其中,首批9只公募REITs中,有2只公募REITs(即“**浙商沪杭甬REIT**”和“**平安广交投广河高速REIT**”)底层的基础设施项目为高速公路资产。

自20世纪80年代以来,我国高速公路规模发展迅速,里程逐年上升。根据交通运输部统计数据,2020年末,全国高速公路总里程达到16.1万公里,其中,国家高速公路里程11.3万公里。高速公路资产通常具有稳定、可持续的现金流,是优质的资产,可以为投资者提供稳健的投资回报。自2019年全国首单基础设施类REITs发行以来,通过证券化方式盘活高速公路资产受到越来越多高速公路运营企业的关注,公募REITs的推出进一步丰富了高速公路运营企业的融资渠道。

PART 001

高速公路资产概述

有别于产业园型REITs等产权类项目,高速公路型REITs是典型的经营权类项目,在特许经营期内,项目公司持有高速公路特许经营权,至特许经营期限届满时,项目公司应当将土地及其上建筑物、设施设备等移交至政府方。

高速公路经营权通常包括公路收费权、服务设施经营权和广告经营权。其中,就公路收费权而言,项目公司应当执行经过省、自治区、直辖市人民政府审查批准的收费标准;就服务设施经营权而言,具体所涉及的特殊事项(例如加油站的建设、验收和运营等)应当符合所适用的法规;就广告经营权而言,广告位的设置需要满足高速公路管理部门的规划等要求。

PART 002

高速公路合格资产的筛选

就拟参与公募REITs的基础设施项目应当满足的合规条件,发改委、证监会、交易所各自均出台了相应的规定。总体而言,需要满足如下要求:项目权属清晰、资产范围明确;具有可转让性;不存在权利限制(REITs成立后能够解除相关限制的除外);基础设施资产已履行固定资产投资管理手续;土地使用依法合规;具有合法有效的经营许可或者其他经营资质(如涉及);项目成熟稳定;资产规模符合要求;发起人(原始权益人)等参与方符合要求。

以上要求系对所有基础设施项目的要求,高速公路亦不例外。在筛选、审查拟参与公募REITs的高速公路资产时,在如下方面应当结合高速公路的特点予以关注:

(一)高速公路经营权来源的合法性

在核查高速公路资产合法性时,需要核查经营权来源的合法性,判断项目公司建设、运营高速公路的权利来源是否符合相关规定。

根据2004年11月1日起实施的《收费公路管理条例》(国务院令第417号)第十一条规

定,“经营性公路建设项目应当向社会公布,采用招标投标方式选择投资者。”如高速公路是依法通过招标投标方式选择投资者的,可以认为项目公司经营权来源合法合规。如果是政府还贷公路转变成经营性公路,还需根据当时的法律法规审查是否经过国务院交通运输主管部门或省级人民政府的批准。

不少高速公路系在《收费公路管理条例》实施前开工建设的,并未通过招标投标方式选择投资者。对于该等情形的核查,需要结合项目审批、开工建设时所应适用的法律法规或规范性文件,判断项目公司获取经营权的程序是否合法。¹

(二) 转让限制

根据沪深交易所的相关规定,基础设施项目应当“不存在法定或约定的限制转让或限制抵押、质押的情形,且转让已获得有效的审批手续(如适用)”。

在不考虑特许经营权协议、仅考虑交通部门现行有效的监管文件而言,目前,交通部门对高速公路收费权的转让²和高速公路项目公司股权³的转让,均不要求事先批准。

在特许经营权协议未对项目公司股权转让作出限制性约定的情形下,是否不需要取得特许经营权协议签署机构的同意?参考首批公募REITs的项目经验,“浙商沪杭甬REIT”的信息披露文件未直接提及特许经营权协议是否存在转让限制⁴;而根据“平安广交投广河高速REIT”的信息披露文件,根据国家及地方层面现行有效的法律法规,收费公路项目公司的股权转让无需履行交通运输管理部门的审批或备案程序,但作为特许经营权协议签署方的广州市交通运输局仍出具了相关同意函。

根据发改委于2021年6月29日发布的《国家发展改革委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

1.例如,《交通部关于简化公路建设项目法人审批程序的通知》(交公路发〔2003〕291号)第一条规定,“公路建设项目必须按《公路建设四项制度实施办法》的要求,实行项目法人审批制度。其中原规定由交通部进行项目法人审批的,现调整为由省级交通主管部门进行审批,审批结果报交通部备案。”

2.根据自2017年11月5日施行的现行有效的《公路法》第六十一条第一款,“本法第五十九条第一款第一项规定的公路中的国道收费权的转让,应当在转让协议签订之日起三十个工作日内报国务院交通主管部门备案;国道以外的其他公路收费权的转让,应当在转让协议签订之日起三十个工作日内报省、自治区、直辖市人民政府备案。”根据《关于做好公路收费权转让备案工作的通知》(交财审函〔2018〕782号,由交通运输部、国家发展改革委、财政部于2018年11月13日联合发布),“公路收费权转让由审批改为备案。……各级交通运输主管部门必须认真贯彻执行,不得以任何理由继续保留该审批事项或者为备案设置前置条件。”

3.根据《关于公路经营企业产权(股权)转让有关问题的通知》(交财发〔2010〕739号)(以下简称“739号文”,交通运输部、国家发展改革委、财政部于2010年12月14日联合发布),“公路经营企业产权(股权)的转让,既要遵守国家有关企业产权(股权)转让的相关规定,又要执行国家有关收费公路权益转让的相关规定。”《关于进一步规范收费公路权益转让行为的通知》(交财审发〔2017〕80号,交通运输部、国家发展改革委、财政部于2017年5月17日联合发布)废止了739号文,后续未出台有关高速公路公司股权转让限制的文件。

4.根据浙商沪杭甬REIT的信息披露文件:

根据《浙江省收费公路管理办法》第十七条的规定,收费公路经营企业股权(份)转让,致使对收费公路收费权具有控股地位的股东发生变化的,应当报省人民政府批准;国家另有规定的,从其规定。该规定目前仍现行有效。

根据沪杭甬公司出具的《浙江沪杭甬高速公路股份有限公司关于项目公司股权转让的限制的承诺函》,沪杭甬公司将其持有的项目公司的股权转让给基于基础设施REITs需要设立的特殊目的载体后,承诺将在基础设施REITs发行时认购本次基金发售比例的51.00%,确保杭徽高速公路(浙江段)收费权的具有控股地位的股东不发生变化,并将对项目公司进行并表管理;并承诺在基金发行后,如减持导致杭徽高速公路(浙江段)收费权的具有控股地位的股东发生变化的,将依据现行有效的法律法规的规定履行相应的报批程序。

项目公司原股东均已同意将所持股权转让给基于公募REITs需要设立的特殊目的载体,在杭徽高速公路(浙江段)收费权的具有控股地位的股东不发生变化的情况下,项目公司的股权转让无需报浙江省人民政府批准。

“958号文”), 发改委的审核关注要点从最严格的角度出发考虑, 将股权转让比照资产转让, 如法规或固定资产投资管理手续相关文件、协议对项目土地使用权、股权、经营收益权、建筑物、特许经营权等转让或相关资产处置等存在限定条件的, 应获得有权主管部门或协议签署机构对项目以100%股权转让方式发行基础设施REITs的无异议函。

958号文系在首批公募REITs上市后发布的, 首批公募REITs的项目经验与958号文有冲突的, 应当以958号文为准。鉴于发改委的申报系项目申报的第一道手续, 在审查、筛选资产时, 应当注意根据958号文审慎核查相关转让限制问题, 并及时取得有权主管部门或协议签署机构的无异议函(如涉及)。

(三) 权利限制

根据沪深交易所的相关规定, 基础设施项目应当“不存在抵押、质押等权利限制, 基础设施基金成立后能够解除相关限制的除外”。在核查时, 除了核查项目公司股权质押情况、项目土地和地上建筑物抵押情况等限制之外, 还需要核查收费权及相应应收账款质押情况。

就收费权及相应应收账款质押而言, 需留意根据不同年份区别到相应主管部门查询。根据《国务院关于收费公路项目贷款担保问题的批复》(国务院国函〔1999〕28号文批复), 地市级以上交通主管部门为公路收费权质押的登记部门; 2007年10月1日起实施的《中华人民共和国物权法》⁵和《应收账款质押登记办法》⁶规定质权自信贷征信机构办理出质登记时设立、应收账款质押登记通过登记公示系统办理。基于前述法规, 不同省市先后出台了政策文件, 明确收费权及相应应收账款质押的办理部门, 例如, 根据2009年1月1日起实施的《重庆市人民政府关于深化以建设领域为重点的行政审批制度改革的决定》和2009年4月1日起实施的《重庆市交通委员会关于公路收费权质押实行备案管理的通知》, 市交通行政主管部门办理的公路收费权质押登记改为事后告知性备案。

对于建设、运营期限在2007年10月1日(如当地政府部门就公路收费权质押实行备案管理的政策晚于2007年10月1日实施的, 应以较晚的日期为准)以前即开始的高速公路项目, 收费权及相应应收账款质押在当地主管交通部门办理登记, 不体现在中国人民银行

5. 已被《中华人民共和国民法典》(2021年1月1日起实施)废止, 但关于应收账款质押登记的规定被《中华人民共和国民法典》所沿用。

6. 已被《应收账款质押登记办法(2019)》(中国人民银行令〔2019〕第4号, 2020年1月1日起实施)废止, 但关于应收账款质押登记的规定被《应收账款质押登记办法(2019)》所沿用。

征信中心动产融资统一登记公示系统。对于该类高速公路项目,应当注意需至当地主管交通部门查询质押信息,以避免遗漏。

(四)固定资产投资管理手续

根据沪深交易所的相关规定,基础设施项目应当“已通过竣工验收,工程建设质量及安全标准符合相关要求,已按规定履行规划、用地、环评等审批、核准、备案、登记以及其他依据相关法律法规应当办理的手续”。

不同于其他固定资产项目,审查高速公路项目的固定资产投资管理手续时主要根据《公路建设监督管理办法》等公路建设相关规定进行核查,高速公路项目的规划、建设、验收程序主要为:批准项目建议书、批准可行性研究报告、批准初步设计文件、批准施工图设计文件、批准项目开工报告、项目交工验收及竣工验收等。高速公路服务设施也需要履行相应的建设审批手续。涉及外商投资项目的,还需要关注外商投资的批准和备案手续。

由于历史原因,运营多年的高速公路项目可能或多或少存在个别手续不完备、完整的情形,但该类情形不必然构成项目障碍,需要结合各类批复文件判断、论证是否造成重大不利影响。如无重大不利影响,则项目一般可推进,但建议事先取得相关政府部门认可不构成重大违法违规的函件,并由原始权益人出具承诺函,承诺对由此给REITs造成的损失承担赔偿责任。

(五)土地用途

根据沪深交易所的相关规定,基础设施项目“土地实际用途应当与其规划用途及其权证所载用途相符。如不一致,基金管理人和资产支持证券管理人聘请的律师应说明其实际用途的法律、法规及政策依据,基金管理人和资产支持证券管理人应当在相关文件中充分揭示风险,并设置相应的风险缓释措施。”

高速公路主体工程的用地是通过划拨形式取得的公路用地,高速公路项目一般不存在主体工程土地用途和规划用途不一致的问题,容易出现问题的地方为服务区经营性用地。根据《划拨用地目录》(国土资源部令〔2001〕第9号),高速公路服务区内经营性用地不属于可以通过划拨方式取得的公路交通设施用地;根据该目录,以划拨方式取得的土地使用权,因改变土地用途等不再符合该目录的,应当实行有偿使用。实践中,倘若服务区



建设在划拨取得的公路用地之上且出租给其他方经营,此类情形存在被主管部门要求将服务区内的经营性用地改成有偿使用,或相关经营收入(例如租金)作为相关土地收益被要求上缴的风险。

就该问题,可从瑕疵土地的面积占比、服务区经营收入占比等角度,论证对项目不构成重大不利影响,并由原始权益人出具承诺函,承诺对该类事项给REITs造成的损失承担赔偿责任。

PART 003

高速公路REITs交易机制设计

高速公路REITs在产品的整体架构、交易结构方面,与其他资产类型的REITs无显著差异。资产重组过程和债权的构建等主要结合项目公司的资产负债情况等因素考虑,与资产类型属性并无直接关系。在高速公路REITs项目交易机制设计中,除了以上常规事项,结合高速公路的特点,还需要关注运营管理机制的设计。

高速公路项目的运营管理包含交通管理咨询服务、收费管理服务、公路沿线设施维修保养服务、服务区(含加油站)管理服务等,运营管理过程中应当遵守国家及项目公司所

在地区关于道路交通管理的各项规定和统一安排,确保公路及其附属设施处于良好的技术状态和运营状态,确保项目公司遵守国家和地方规定的技术标准、规范和操作规程。在此过程中,需要根据法律法规中关于高速公路的规定安排运营管理事项。例如:

关于品质标准。国家和地区对高速公路的运营管理、维修养护均有相应的标准,基金管理人在和运营管理机构编制运营管理手册/方案时,应当结合国家⁷和地区标准,结合项目公司目前的考核方式和内容,明确运营管理品质标准、运营质量的评分方法和考核数据来源(可考虑利用政府部门已有的考核结果)。

关于信息披露。基金管理人与运营管理机构应当对运营管理机构的信息披露义务作出明确约定。其中,高速公路运营管理过程中所涉及的事项,应当结合相关法规对于项目公司的要求加以考虑。例如,根据《生产安全事故报告和调查处理条例》第九条,“事故发生后,事故现场有关人员应当立即向本单位负责人报告;单位负责人接到报告后,应当于1小时内向事故发生地县级以上人民政府安全生产监督管理部门和负有安全生产监督管理职责的有关部门报告。”前述事项为对高速公路项目公司的要求,基金管理人与运营管理机构应当对类似前述事项如何处理、确保项目公司符合法规规定等作出妥善安排。

除了以上事项外,在资产筛选和交易机制设计阶段,既要关注高速公路的历史,又要关注高速公路项目的后续规划。例如,高速公路未来几年是否存在改扩建的规划?如存在,改扩建情形下基础设施项目的运营和现金流如何得到保障?中小投资者的利益如何得到保障?在实际承做具体项目前,如发现项目存在改扩建的政府规划,需要提前对前述问题做好预案。

7. 国家层面的标准有包括但不限于如下标准:《高速公路监控技术要求》《高速公路通信技术要求》《公路网运行监测与服务暂行技术要求》《公路技术状况评定标准》和《全国高速公路服务区服务质量等级评定办法》等。



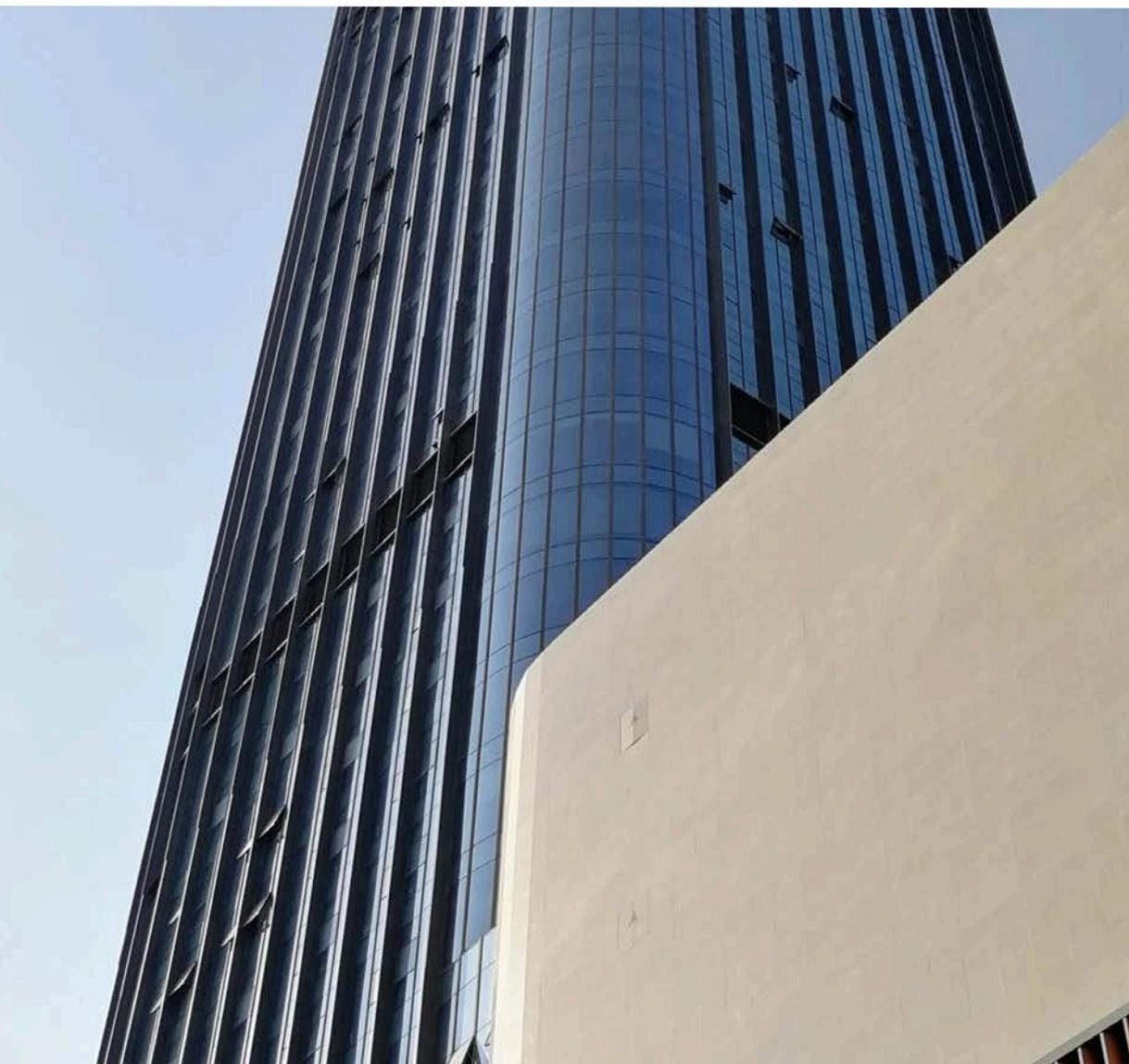
刘洪蛟
 合伙人
 私募基金与资管部
 深圳办公室
 +86 755 3325 6366
 liuhongjiao@zhonglun.com



路竞祎
 合伙人
 私募基金与资管部
 北京办公室
 +86 10 5957 2157
 lujingyi@zhonglun.com



魏轶东
 合伙人
 公司业务部
 北京办公室
 +86 10 5957 2193
 weiyidong@zhonglun.com



中国产业园基础设施公募 REITs的法律重点问题

许菁、李敏

自2020年4月国家发展和改革委员会(以下简称“**国家发改委**”)和中国证券监督管理委员会(以下简称“**中国证监会**”)联合推出基础设施领域不动产投资信托基金(以下简称“**公募REITs**”或“**基础设施REITs**”)试点开始,截止目前,市场上已成功发行了两批共11单公募REITs试点项目,其中涉及产业园区资产的项目包括博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金、华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金、东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金和建信中关村产业园封闭式基础设施证券投资基金,超过该两批公募REITs试点项目比例三分之一,由此可见产业园区资产是基础设施REITs的重要资产类型。

鉴于中国产业园区存在明显的政策导向,相比于传统基础设施项目,房地产项目存在特殊性,结合过去一段时间国家发改委、中国证监会、证券交易所等相关监管机构陆续出台的公募REITs相关配套业务规则,本文将对产业园区的发展概况和试点范围、产业园区资产的合规性、转让限制和解除、产业园区资产重组等方面的法律重点节点问题进行分析。

PART 001

产业园区的发展概况和试点范围

(一) 产业园区的发展概况

1979年,中国首个工业区——深圳蛇口工业区投入开发运营。1988年5月,经国务院批准,北京市中关村科技园区作为中国第一个国家级高新技术产业开发区正式成立,截止目前该园区包含海淀园、昌平园、顺义园、大兴-亦庄园等16园,形成“一区多园”的发展格局。经过40余年发展,目前产业园区已经成为区域经济发展、产业调整和升级的重要空间聚集形式,担负着聚集创新资源、培育新兴产业、推动城市化建设等一系列的重要使命。进入21世纪,随着国家发改委产业结构调整政策、战略性新兴产业指导目录、创新用地意见等方针性文件的陆续发布,各地紧跟国家政策,纷纷以开发区或工业园区为载体,加紧建设各种不同类型的产业园区。截止2018年,根据《中国开发区审核公告目录(2018年版)》国家级和省级开发区已达到2543家,相较于2006年增加了975家。2019年,国家发改委发布《关于加快推进战略性新兴产业产业集群建设有关工作的通知》(发改高技〔2019〕1473号),在全国范围内确定了首批66个战略性新兴产业集群,覆盖领域包括信息技术、高端装备、新材料、生物医药、节能环保,形成“链式整合、园区支撑、集群带动、协同发展”的新格局。

(二) 产业园区的试点范围

《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》(发改办投资〔2020〕586号,以下简称“**586号文**”)和《国家发展改革委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**”)对产业园区项目的试点范围有以下明确要求:

审查方面	试点要求
园区资格	位于自由贸易试验区、国家级新区、战略性新兴产业集群 ¹ 、国家级与省级开发区 ² 范围内
园区业态	业态为研发平台、工业厂房、创业孵化器、产业加速器、产业发展服务平台等园区基础设施
用地性质	项目用地性质原则上应为非商业、非住宅用地,租赁住房用地以及为保障项目正常运转而无法分割的办公用房、员工宿舍等少数配套设施用地除外

(三) 产业园区的管理政策概况

1、国家重点政策

为实施创新驱动发展战略,截止目前国家层面就产业园区的发展出台了《国家高新技术产业开发区管理暂行办法》(国科发火字〔1996〕061号)、《关于加速国家高新技术产业开发区发展的若干意见》(国科发火字〔1999〕302号)、《关于进一步支持国家高新技术产业开发区发展的决定》(国科发火字〔2002〕32号)、《关于促进国家高新技术产业开发区进一步发展增强自主创新能力的若干意见》(国科发高字〔2007〕152号)、《国家高新技术产业开发区创新驱动战略提升行动实施方案》(国科发火〔2013〕388号)、《关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见》(国发〔2020〕7号)等相关政策。该等政策重点对于产业园区提升自主创新能力³、激发企业活力⁴、开放创新⁵方面进行了规定并提供政策指导。旨在深化改革、优化发展环境,依托产业园区创新驱动载体功能,着力培育高新技术企业,从而促进高新技术产业发展。

2、地方园区管理政策

国家层面的政策以鼓励、政策优惠、简政放权优化管理为主基调,内容较为宏观,各地方在具体实施过程中则会结合当地实际情况出台配套细则。以与北京市中关村科技园区有关的地方政策《中关村国家自主创新示范区条例》为例,其重点对于创新创业主体、

1.以国家发改委公布名单为准,根据《关于加快推进战略性新兴产业产业集群建设有关工作的通知》(发改高技〔2019〕1473号)国家发改委确定了首批66个战略性新兴产业产业集群。

2.以《中国开发区审核公告目录(2018年版)》为准,含国务院批准设立的552家开发区,省政府批准设立的1991家开发区。

3.包括集聚创新资源、吸引创新人才、技术成果转化等。

4.包括支持高新技术企业发展、培育科技型中小企业、科技创新创业服务支持等。

5.包括管理体制变革、优化营商环境、加强金融服务等等。

科技研发、成果转化和知识产权、人才资源、科技金融、土地利用、政府服务和管理、核心区建设等方面进行了较为具体的规定；而与上海张江高新区有关的地方政策，《上海市促进张江高科技园区发展的若干规定》和《上海市推进科技创新中心建设条例》则侧重于对管理机构、企业的设立、项目审批、规划和工程建设管理、重点扶持的产业、企业和项目的认定、发证、政策优惠、中介服务、知识产权保护等方面的规范；《苏南国家自主创新示范区条例》，与作为主要针对苏州工业园区发展的地方政策，重点体现了对规划与建设、创新创业、产业技术研究开发机构、人才资源、投融资服务、开放合作、服务与管理等方面的认定与支持；与深圳蛇口工业区有关的地方政策《中国(广东)自由贸易试验区条例》和《深圳经济特区前海蛇口自由贸易试验片区条例》则将立法重心放在了管理体制、投资开放、贸易自由化、金融开放与创新、监管与服务等方面的规定等。前述政策因地制宜，均有效地促进了地方产业园区的运作和发展。

(四) 产业园区的管理机构——园区管理委员会

在产业园区项目中，园区管理委员会(以下简称“管委会”)作为产业园区的管理机构，一般属于地方政府的派出机构，负责对于产业园区内项目立项投资备案、规划、资产转让等进行管理。例如，就深圳蛇口工业区而言，中国(广东)自由贸易试验区深圳前海蛇口片区管委会作为深圳市政府的派出机构，可以设立具有行政管理职能的工作部门，对外履行相关职责；就北京市中关村科技园区而言，北京市政府设立的中关村科技园区管委会对园区整体发展规划、空间规划、产业布局、项目准入标准等重要业务实行统一指导，同时各区政府分别设立的分园区管委会(如海淀园管委会、朝阳园管委会、昌平园管委会等)负责实际执行区政府授权范围内的行政职权；就上海张江高新区而言，上海市张江高新技术产业开发区管理委员会(原上海市张江高科技园区管理委员会)作为上海市政府及浦东新区政府的派出机构，负责园区内投资项目、基本建设项目的审批；就苏州工业园区而言，苏州工业园区管委会作为苏州市政府派出机构，其行政层级相当于区政府，设有独立的行政管理部门，更具有制定行政规范性文件的资格。

在公募REITs项目中，往往涉及到针对土地使用权、建筑物所有权、公司股权方面的转让行为。由于各地产业园区对于该等资产转让一般具有特殊的政策限制，因此在公募REITs项目开展之初，我们建议相关主体就此与园区管委会等对应主管部门进行充分的访谈与沟通，以确保资产转让的限制(如涉及)可以得到相应解除。

在公募REITs项目开展之初，我们建议相关主体就此与园区管委会等对应主管部门进行充分的访谈与沟通，以确保资产转让的限制(如涉及)可以得到相应解除。

PART 002

产业园区公募REITs项目的法律关注要点

(一) 产业园区资产的合规性关注要点

1、合规性审查关注点

区别于传统基础设施项目(如公路、铁路等)，产业园区的底层资产主要体现为产业园区内的土地使用权及房屋建筑物，因此在建设的相关合规性要求上与一般房地产项目类似。对于合规性的审查，大致可以分为三个阶段：

项目阶段	合规性审查关注点
前期阶段	立项审批、核准或备案手续等
建设阶段	规划、用地、环评、施工许可手续等
验收阶段	工程整体验收手续、专项验收手续(包括规划、环评、消防、节能、人防等)

2、合规性方面重点关注问题

在合规性审查中，基于产业园区资产的特殊性，存在一些重点问题需要予以特别关注，具体如下：

(1) 国家级科技企业孵化器资质问题

在以高新技术产业为主要定位的产业园区中，往往存在专门对初创科技企业进行孵化的孵化器。孵化器的主要功能是围绕科技企业的成长需求，提供创业场地、共享设施、技术服务、咨询服务、投资融资、创业辅导、资源对接等服务，降低创业成本，提高创业存活率，促进企业成长。如孵化器公司取得国家级科技企业孵化器资质，可以享有相应的政

策优惠。在国家级科技企业孵化器的标准认定上,根据科技部发布的《科技企业孵化器管理办法》(国科发区〔2018〕300号)(以下简称“《孵化器管理办法》”)第6条⁶的规定,国家级科技企业孵化器可自主支配的孵化场地面积应不低于10,000平方米,其中在孵企业使用面积(含公共服务面积)需占75%以上且孵化器累计毕业企业应达到20家以上。

如在公募REITs项目中,考虑将原始权益人现有的国家级科技企业孵化器作为入池资产剥离到新设的项目公司,可能存在以下两方面的问题:一方面,在剥离孵化器资产后,原持有孵化器资产的公司可能因不再满足《孵化器管理办法》中关于可自主支配的孵化场地面积的要求而丧失享有政策优惠的资格;另一方面,在项目公司取得孵化器资产后,由于《孵化器管理办法》对于申请国家级科技企业孵化器资质的要求较高,在短时间内无法满足,导致项目公司也无法取得国家级科技企业孵化器资质,存在无法满足586号文第17条第4项⁷和958号文附件《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报要求》第五部分第7条第5项⁸中关于“试点项目已取得依据相关法律法规应办理的其他必要手续的要求”的风险。

(2) 产业园区物业的规划用途问题

作为产业集群地,产业园区中的土地与建筑用途会根据相关政府对该产业园的定位与规划而具有明显且具体的倾向性,如以高新科技为产业定位的北京市中关村科技园区、上海张江高新区和苏州工业园区,其又按园区不同侧重进一步细分高新科技领域,包括云计算、物联网、生物医药、金融科技、新能源等,以及以投资贸易为定位的深圳蛇口工业区。由此产生的结果是,侧重科技定位的产业园内土地的规划用途通常为工业、研发、科教、科研、教育等,而以投资贸易为定位的产业园内的土地性质还可能包含商业用途。在公募REITs项目中,586号文和958号文对于开展试点的产业园区资产的地产项目性质、土地用途、配套设施用地等方面均有明确的规定,因此在试点项目初期,应首先根据

6.《孵化器管理办法》第6条:申请国家级科技企业孵化器应具备以下条件:

1.孵化器具有独立法人资格,发展方向明确,具备完善的运营管理体系和孵化服务机制。机构实际注册并运营满3年,且至少连续2年报送真实完整的统计数据;

2.孵化场地集中,可自主支配的孵化场地面积不低于10000平方米。其中,在孵企业使用面积(含公共服务面积)占75%以上;

3.孵化器配备自有种子资金或合作的孵化资金规模不低于500万元人民币,获得投融资的在孵企业占比不低于10%,并有不少于3个的资金使用案例;

4.孵化器拥有职业化的服务队伍,专业孵化服务人员(指具有创业、投融资、企业管理等经验或经过创业服务相关培训的孵化器专职工作人员)占机构总人数80%以上,每10家在孵企业至少配备1名专业孵化服务人员和1名创业导师(指接受科技部门、行业协会或孵化器聘任,能对创业企业、创业者提供专业化、实践性辅导服务的企业家、投资专家、管理咨询专家);

5.孵化器在孵企业中已申请专利的企业占在孵企业总数比例不低于50%或拥有有效知识产权的企业占比不低于30%;

6.孵化器在孵企业不少于50家且每千平方米平均在孵企业不少于3家;

7.孵化器累计毕业企业应达到20家以上。

7.586号文第17条第4项:依据相关法律法规必须办理的其他重要许可手续(例如,有关项目应按照《固定资产投资项目节能审查办法》要求进行节能审查;涉及经营增值电信业务的数据中心项目应取得增值电信业务经营许可)。

8.958号文附件第五部分第7条第5项:依法依规取得固定资产投资管理相关手续。主要包括:.....5.依据相关法律法规应办理的其他必要手续。

前述规定的要求对于拟入池的产业园区资产进行审查和筛选,确保以符合要求的产业园区资产开展项目。

此外,由于物业集中位于产业园区内,管理相对封闭,因此为了满足在产业园区物业工作的人员的生活需要,产业园区物业内往往存在相应的商业配套(如餐厅等),但产业园区物业的规划用途往往是科研用途或者工业用途。因此,在审查产业园区物业的相关规划材料中,应当重点关注规划用途中是否包括了餐厅等配套用途,如果商业配套不在规划用途范围内,或超出许可的配套建筑面积比例,则存在物业的实际用途与规划用途不一致的问题。对此,根据《城市房地产管理法》等相关规定,不排除物业所有权人可能因不按照规划用途使用物业而受到相关行政主管部门的行政处罚或法律法规规定的其他监管措施的风险。

(二) 产业园区资产的转让限制和解除

就产业园区资产的可转让性,可以分为以下两个层面分析:第一个层面是规则层面对相关资产的转让限制;第二个层面是相关资产涉及的手续文件以及合同所载明的资产转让限制。

1、规则层面的转让限制

(1) 地方法规对于产业园区资产转让限制的规定

就产业园区资产而言,可能存在转让受限的资产范围包括土地使用权、建筑物所有权、公司股权、经营权等。各个地区对于所管理的产业园区资产的转让限制规定不尽相同,以下以北京、上海、苏州、深圳为例,结合相关规定对相关产业园区资产转让限制的规定进行归纳总结。

首先是针对产业项目的限制性规定,即限制的对象是有特定用途的资产(通常为工业项目或研发项目)。其中,根据资产性质的不同又可以分为两类,即直接转让土地及其上建筑物,或通过转让持有土地及地上建筑物的公司股权间接达成转让目的。对于该类限制,各地的规定不尽相同:北京产业园区内的研发、工业项目(包括土地、房屋与股权)转让需经过园区管委会⁹的审批,如转让方为园区开发企业还需经过北京市人民政府¹⁰的审批;

9.《关于进一步完善已建成研发、工业项目转让管理有关问题的通知》(京建发〔2019〕216号)第2条:国务院、市政府批准设立的开发区、产业园区内的研发、工业项目,由所在园区的园区管理部门负责审核。其他研发、工业项目,由区政府确定行业主管部门负责审核。

10.《北京市人民政府关于加快科技创新构建高精尖经济结构用地政策的意见(试行)》(京政发〔2017〕39号)第2条第2款第2段:经市、区政府授权,园区开发企业可依法使用园区产业用地,向入园企业出租,但不得转让;也可以建设并持有产业用房及其各项配套服务用房,出租给入园企业,但不得整体或分割销售,不得转让公司股权。……以及《中关村国家自主创新示范区条例》(北京市第十三届人民代表大会常务委员会公告第12号)第52条第2款:示范区内原以协议出让方式取得的国有土地使用权不得擅自转让、改变用途;确需转让的,须报请市人民政府批准,土地所在地的区人民政府根据国家有关规定享有优先购买权。

上海2016年后的新增工业用地、房屋及其对应股权转让则往往需经出让土地使用权的行政主管部门同意¹¹；深圳的协议出让的高新技术项目用地转让需由深圳市规划和自然资源部门批准¹²。

其次是对受让方的限制性规定，即限制的对象是受让资产的主体。对受让方进行限制的方式分为两类：一类为政府部门享有对土地的优先购买权，另一类为政府主管部门对受让方进行审核，两类方式根据具体项目可能存在重叠。前一类情形的例子包括：(i)北京中关村国家自主创新示范区内土地所在地的区政府对园区内土地使用权转让享有优先购买权¹³；(ii)苏州工业园区土地储备中心对园区内土地使用权转让享有优先购买权¹⁴；以及(iii)深圳市政府及其指定部门对整体转让的工业楼宇及配套用房享有优先购买权¹⁵；后一类情形包括北京开发区、产业园区内的产业项目¹⁶、苏州工业项目用地¹⁷以及深圳一级工业用地管理线内土地¹⁸。若前述双重限制均适用，则需同时满足：(i)对应政府部门放弃优先购买权；且(ii)受让方经过主管部门审核方可受让产业园区资产的要求。

11.《关于加强本市工业用地出让管理的若干规定》(府办〔2016〕23号)第15条：在国有建设用地使用权出让合同中，应当包括以下土地使用条件，同时应当对受让人的违约责任做出约定……

(一)工业用地产业项目类和研发总部产业项目类

1.建设用地使用权不得整体或分割转让。

2.宗地上的房屋不得分幢、分层、分套转让。

3.建设用地使用权人出资比例结构、项目公司股权结构改变的，应当事先经出让人同意。

4.土地房屋整体转让的，需经出让人同意，也可按照出让合同约定由出让人或园区管理机构优先收购。采取土地房屋整体转让的，应当纳入全市统一土地交易市场实施。

(二)工业用地标准厂房类

1.建设用地使用权不得整体或分割转让。

2.宗地上的房屋不得分幢、分层、分套转让，可出租。

3.建设用地使用权人出资比例结构、项目公司股权结构改变的，应当事先经出让人同意。

4.土地房屋整体转让的，需经出让人同意，也可按照出让合同约定由出让人或园区管理机构优先收购。采取土地房屋整体转让的，应当纳入全市统一土地交易市场实施。

12.《深圳经济特区土地使用权出让条例》(2019修正)(深圳市第六届人民代表大会常务委员会公告第167号)第39条：以协议方式出让土地使用权的范围：(一)高新技术项目用地……

第44条：依照本条例第三十九条第一款第一项规定减收土地出让金取得土地使用权的，土地使用者将用地出租、转让，以及以土地使用权与他人合资、合作建设的，应当报经市规划和自然资源部门批准，重新签订出让合同……

13.《中关村国家自主创新示范区条例》(北京市第十三届人民代表大会常务委员会公告第12号)第52条第2款：示范区内原以协议出让方式取得的国有土地使用权不得擅自转让、改变用途；确需转让的，须报请市人民政府批准，土地所在地的区人民政府根据国家有关规定享有优先购买权。

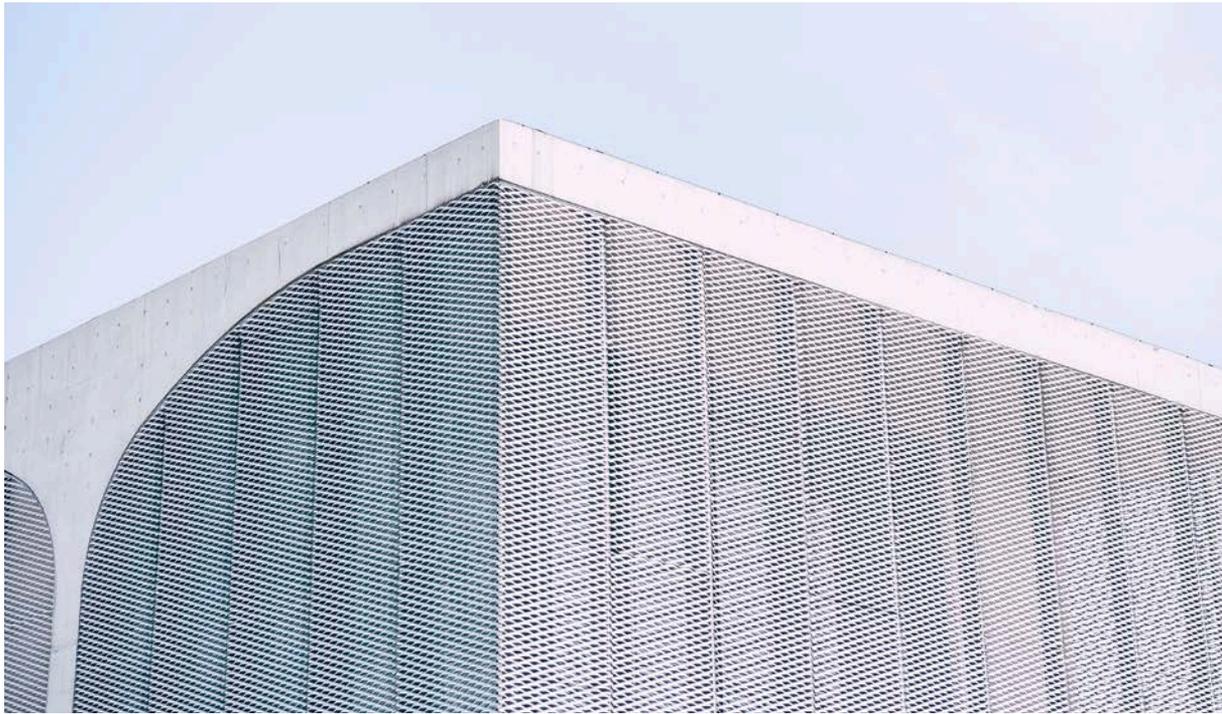
14.《苏州工业园区国有土地收购实施办法》(苏园管规字〔2013〕3号)第5条：土地收购范围：……(二)土地使用权转让时，储备中心可以优先收购……

15.《深圳市工业楼宇及配套用房转让管理办法》(深府办规〔2020〕2号)第13条：按照本办法规定仅能以宗地为单位整体转让的工业楼宇及配套用房或者独立工业配套宿舍用地进行整体转让的，自用批准文件生效之日或者土地使用权出让合同签订之日起不满15年进行整体转让的，政府及其指定部门在同等条件下享有优先购买权。

16.《关于进一步明确已建成产业项目买受人审核有关问题的通知》(京建发〔2019〕217号)第1条：国务院、市政府批准设立的开发区、产业园区内的产业项目，由所在园区的园区管理部门负责审核。其他产业项目，由区政府确定行业主管部门负责审核。

17.《苏州市工业项目用地公开交易暂行办法》(苏府〔2007〕84号)第21条：受让人取得工业用地使用权后，可以依法转让……出让文件和《出让合同》须明确转让工业用地使用权应当符合以下条件：……(三)新受让人必须符合原出让文件中限定的竞买资格，并经土地行政主管部门和发改或经贸系统投资管理部门审核同意……

18.《深圳市工业区块线管理办法》(深府规〔2018〕14号)第23条：一级线内工业用地的转让或地上工业楼宇分割转让，受让方应当是从制造业的生产、研发、设计等环节的工业企业或生产性服务业企业，并有3年以上合法纳税记录(或投资方有合法纳税记录)，由各区指定部门或机构对受让方条件进行审核并出具意见。



(2) 园区管委会等主管部门在实践中的限制性要求

由于产业园区项目用地一般为科研用地、工业用地等特殊用地,加之产业园区常伴有特殊的政策要求,因此建议需要与园区管委会等对应主管部门进行充分的访谈与沟通,了解主管部门在实践中的限制性要求。**即使相关法律法规或项目文件中没有明确关于资产转让的前置审批要求,也不排除主管部门在实践中仍存在例如股权转让需要履行批准程序等具体主管要求的可能。**

(3) 国家发改委对以产业园区资产开展基础设施REITs试点的进一步要求

在958号文中,国家发改委对产业园试点项目在资产转让方面提出了两点要求:第一,以划拨方式取得土地使用权的,须取得土地所在地的市(县)人民政府或自然资源行政主管部门对项目以100%股权转让方式发行基础设施REITs的无异议函(以下简称“**股权转让无异议函**”),以协议出让方式取得土地使用权的,须取得原土地出让合同签署机构(或按现行规定承担相应职责的机构)的股权转让无异议函;第二,如相关规定或协议对项目公司名下的土地使用权、项目公司股权、特许经营权、经营收益权、建筑物及构筑物等转让或相关资产处置存在任何限定条件、特殊规定约定的,应取得相关有权部门的股权

在尽职调查过程中，应当对产业园区资产涉及的各项项目手续文件以及各类合同的内容予以关注。

转让无异议函。由此可见，国家发改委对于资产转让限制实行审慎地穿透式监管思路，即便在试点项目中仅涉及公司股权转让，不涉及对底层资产(如土地使用权、房屋等建筑物所有权)的重组和权属变更，只要底层资产涉及划拨用地、协议出让用地等特殊用地情形或者底层资产存在转让限制，便需要取得相关有权机构的同意(适用于底层资产存在转让限制)和股权转让无异议函。

2、项目手续文件以及合同所载明的资产转让限制

在产业园区资产涉及的各项项目手续文件中，包括但不限于立项审批、核准或备案文件、土地使用权出让合同/划拨决定等，可能存在关于相关资产转让的限制性要求。此外，在产业园区资产涉及的各项合同中，包括但不限于贷款合同、服务合同等，也可能对于相关资产转让存在需要取得合同相对方同意等限制性约定。因此，在尽职调查过程中，应当对产业园区资产涉及的各项项目手续文件以及各类合同的内容予以关注。如存在相关转让限制，则需根据上述958号文的规定取得相关有权机构的同意和股权转让无异议函。

(三) 国家发改委对于产业园区试点项目的其他法律关注要点

根据目前在推进的若干试点项目在国家发改委答辩环节的沟通了解，除上述内容外，国家发改委对于产业园区试点项目的其他法律关注要点主要包括如下内容：

法律关注要点	主要内容
土地合规性	土地使用权的获取方式、土地出让金的缴纳情况
国有资产转让安排	国有资产转让要求、是否可豁免进场交易
税收安排	相关税收的应缴纳情况及拟缴纳安排
REITs设立方案	资产重组方案(如有)、项目公司股债结构方案
运营管理安排	运营管理机构权责利和奖惩机制

PART 003

产业园区公募REITs项目的法律重点及节点问题

**(一) 重组方案**

如在基础设施REITs项目中,持有拟入池基础设施项目的公司同时涉及其他的资产、负债等,则需要考虑将该等基础设施项目剥离到单独的项目公司中,再将项目公司股权转让给基础设施REITs项下相关载体,剥离方式包括出资、分立等法律形式。在重组方案中,税务筹划通常会整体安排最重要的考虑因素,具体的重组细节往往是根据相应的税收政策逐一对应设计。例如,根据《国家税务总局关于纳税人资产重组有关增值税问题的公告》(国家税务总局公告2011年第13号)的规定,“纳税人在资产重组过程中,通过合并、分立、出售、置换等方式,将全部或者部分实物资产以及与其相关联的债权、负债和劳动力一并转让给其他单位和个人,不属于增值税的征税范围,其中涉及的货物转让,不征收增值税”,因此可以考虑资产、负债与人员一并转移的重组安排以合理避免缴纳增值税。以下笔者以出资形式的重组方案为例,就资产、负债与人员的转让的法律关注要点进行分析。

1、资产转移

拟入池资产一般体现为土地使用权及房屋所有权,对此存在以下三种可能的资产转移法律方案:

(1) 无偿划转

无偿划转是指原始权益人直接将拟入池资产无偿划转进项目公司。根据《企业国有产权无偿划转管理暂行办法》(国资发产权〔2005〕239号)第2条¹⁹和《企业国有产权无偿划转工作指引》(国资发产权〔2009〕25号)第2条²⁰的规定,无偿划转只有在划入方和划出方都是国有独资企业的情形下才能操作。由于项目公司一般是原始权益人新设并全资持有的公司,因此该等方案下需要审查原始权益人是否为国有独资企业。

19.《企业国有产权无偿划转管理暂行办法》(国资发产权〔2005〕239号)第2条:本办法所称企业国有产权无偿划转,是指企业国有产权在政府机构、事业单位、国有独资企业、国有独资公司之间的无偿转移。

20.《企业国有产权无偿划转工作指引》(国资发产权〔2009〕25号)第2条:国有独资企业、国有独资公司、国有事业单位投资设立的一人有限责任公司及其再投资设立的一人有限责任公司(以下统称国有一人公司),可以作为划入方(划出方)。

(2) 设立出资

设立出资是指原始权益人以拟入池资产直接出资设立项目公司。根据《公司法》第27条²¹的规定,土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产可以作价出资。

(3) 设立后增资

设立后增资是指原始权益人先以小额资金出资设立项目公司,然后以拟入池资产对项目公司进行增资。根据《财政部、税务总局关于继续支持企业、事业单位改制重组有关契税政策的通知》(财税〔2018〕17号)第6条的规定,“同一投资主体内部所属企业之间土地、房屋权属的划转,包括母公司与其全资子公司之间,免征契税。**母公司以土地、房屋权属向其全资子公司增资,视同划转,免征契税**”,因此,如采用设立后增资而非设立出资的方式,可以合理避免缴纳契税。

2、负债转移

根据《民法典》第551条²²的规定,债务转移要取得相关债权人同意,因此在实际操作中就相应的债务转移一般需要签署债务转移协议。自签署的相应协议约定的条件满足之日起,相应的债务由原始权益人转移给项目公司,由项目公司作为债务人承担对该等债务的清偿责任。

3、人员转移

在人员转移中,原始权益人需将其建立劳动关系的员工的劳动关系变更至项目公司名下,由项目公司与该等员工建立新的劳动关系。原始权益人需要终止与拟转移员工的劳动合同,并且原始权益人需要协调该等员工与项目公司于原劳动合同终止之日签署完毕新劳动合同,之后原始权益人和项目公司需要按照国家有关法律法规和有权主管机构要求在履行必要的程序后对该等员工办理各项相关的转移手续(如社保关系等)。

(二) 重组涉及的基础设施项目的租赁合同变更

1、租赁关系改造

在重组过程中,通常涉及对基础设施项目的原租赁关系的改造。在基础设施项目的

21.《公司法》第27条:股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价出资;但是,法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。

对作为出资的非货币财产应当评估作价,核实财产,不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的,从其规定。

22.《民法典》第551条:债务人将债务的全部或者部分转移给第三人的,应当经债权人同意。

债务人或者第三人可以催告债权人在合理期限内予以同意,债权人未作表示的,视为不同意。

所有权转移至项目公司名下前,原始权益人与承租人签署了相应的基础设施项目的租赁合同。在基础设施项目的所有权转移至项目公司名下后,根据《民法典》第725条²³和《最高人民法院关于审理城镇房屋租赁合同纠纷案件具体应用法律若干问题的解释》(法释〔2020〕17号)第14条²⁴的规定,基础设施项目的租赁合同的出租人发生变更,由项目公司作为新的出租人继续履行原租赁合同,因此由项目公司承继了原始权益人在原租赁合同项下作为出租人的权利和义务。对此,一般需要由原始权益人、项目公司与承租人签署相应租赁合同的变更协议,对项目公司承继原始权益人在原租赁合同项下作为出租人的权利和义务的相关安排予以明确。需要特别注意的是,由于项目公司所承继的权利包括了在原租赁合同项下,作为出租人收取并持续持有预收租金及租赁保证金的权利,因此从合规的角度而言,原始权益人需要将其已收取并持有的预收租金及租赁保证金转移交付给项目公司。

2、过渡期的相关安排

在租赁关系改造的过程中,从办理完毕基础设施项目的不动产转移登记之日,到相应的租赁合同变更协议完成签署之日之间可能存在时间差,就这段时间(即过渡期)的相关安排需要进行特别约定。在过渡期内,由于租赁合同的变更协议尚未签署完毕,承租人仍可能向原始权益人而非项目公司支付应付租金及其他款项。对此,建议约定在过渡期内项目公司委托原始权益人以其自己的名义,代表项目公司继续履行已签署的相应租赁合同并代为收取相应的租金及其他款项,并将所收取的租金及其他款项及时转付至项目公司的指定账户。在相应的租赁合同变更协议完成签署后,过渡期结束,相应的租金及其他款项的支付根据租赁合同变更协议的约定执行。

23.《民法典》第725条:租赁物在承租人按照租赁合同占有期限内发生所有权变动的,不影响租赁合同的效力。

24.《最高人民法院关于审理城镇房屋租赁合同纠纷案件具体应用法律若干问题的解释》(法释〔2020〕17号)第14条:租赁房屋在承租人按照租赁合同占有期限内发生所有权变动,承租人请求房屋受让人继续履行原租赁合同的,人民法院应予支持。但租赁房屋具有下列情形或者当事人另有约定的除外:

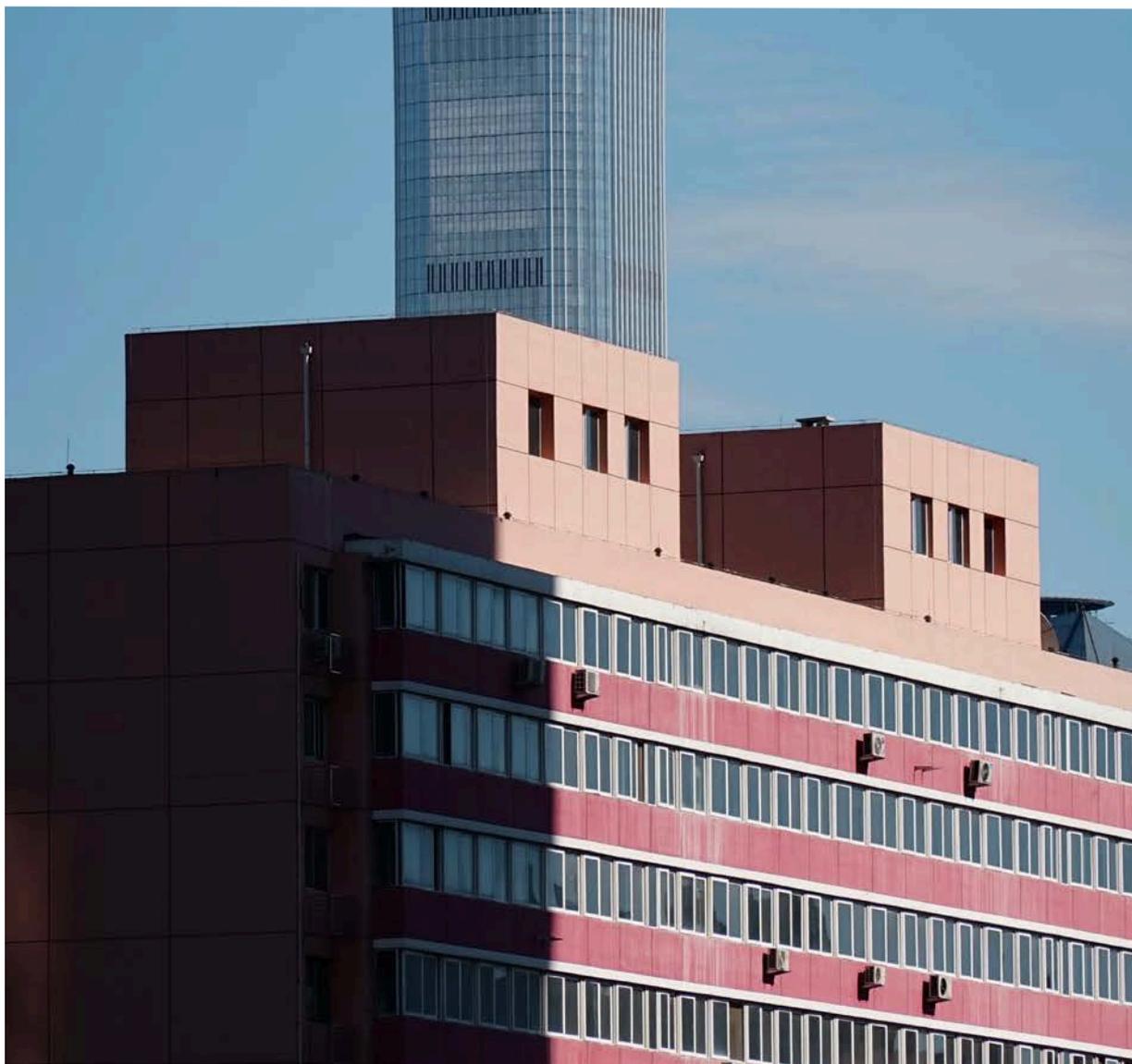
(一)房屋在出租前已设立抵押权,因抵押权人实现抵押权发生所有权变动的;
(二)房屋在出租前已被人民法院依法查封的。

结语

中国版公募REITs于基础设施领域先行开展试点,对于规模庞大的产业园区行业是一件意义重大的投融资机制创新。在公募REITs项目的申报过程中,需要重视尽职调查的工作,特别需要关注产业园区资产在合规性、转让限制和解除等方面的要求,并且需要对于交易架构、资产重组、治理机制等方面可能涉及的问题进行及早沟通并形成相应的解决方案,以确保项目的顺利推进。



许苇
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2235
weixu@zhonglun.com



仓储物流公募REITs实务中的 核心问题探讨

路竞祎、陈瑶、曹瑞琨、曹艳铃、饶泽龙

2021年6月,首批9只公募REITs在上交所和深交所成功上市,其中有2只公募REITs产品的底层基础设施项目为仓储物流项目,分别为中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金(以下简称“**普洛斯REITs**”)和红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金(以下简称“**盐田港REITs**”)。

根据世界银行的数据,中国仓储物流设施总库存(含高标库和非高标库)约10亿平方米,但现代仓储物流设施库存占比不足7%,人均存量依然明显低于发达国家,未来居民消费能力的提高、城镇化的发展,将驱动仓储物流行业整体需求的增长。2020年新冠疫情爆发以来,电商行业、零售行业、第三方物流等相关行业的发展,使得资本市场对仓储物流的关注和配置达到前所未有的高度。仓储物流项目作为公募REITs底层资产具有独特优势,不仅回报稳健可观,产品运作的管控风险也高度可控,是公募REITs产品的重要资产类型之一。

PART 001

仓储物流资产概述

仓储物流行业是指利用自建或租赁库房、场地, 储存、保管、装卸搬运、配送货物的行业。国家标准化管理委员会发布的《物流术语》(GB/T 18354-2021)将物流设施定义为: “用于物流活动所需的、不可移动的建筑物、构筑物及场所”。仓储物流基础设施是商贸流通与物流活动的基础性设施, 也是支撑城市社会经济发展的基础性、战略性资源。

仓储物流行业市场分为现代仓储物流设施(即“高标准仓库”或“高标库”)和常规仓储物流设施(即“非高标库”)。根据项目主要用途的不同, 高标库可以进一步细分为: 标准库、高温冷库、低温冷库、危险品仓库、自动化分拣立体仓库等。

仓储物流的主要租户包括第三方物流企业(快递、快运、城市配送)、电商公司、批发零售企业、制造业以及其他行业企业, 主要的收入来源为租金和管理费收入, 主要运营支出为物业管理费、市场营销费、租赁佣金、行政管理费、保险费、设施维护所需的资本性支出、税费等。

PART 002

仓储物流合格资产的筛选

就拟参与REITs的基础设施项目应当满足的申报条件, 发改委、证监会、交易所各自均出台了相应的规定。

国家发改委在《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》(发改办投资〔2020〕586号, 以下简称“586号文”)以及《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”)中规定, 基础设施项目应成熟稳定、满足以下条件: 基础设施项目权属清晰、资产范围明确; 土地使用依法合规; 基础设施项目具有可转让性; 基础设施项目成熟稳定; 资产规模符合要求; 发起人(原始权益人)等参与方符合要求; 基础设施项目手续应当依法合规(包括依法依规取得固定资产投资管理相关手续); 回收资金的具体用途和相应金额符合国家政策和企业主营业务要求; 涉及外商投资的项目, 符合国家利用外资有

关法律法规等。

根据中国证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称“《**公募REITs指引**》”)第八条¹的规定,拟参与公募REITs的基础设施项目应当满足如下要求:原始权益人享有完全所有权或经营权利,不存在重大经济或法律纠纷;不存在他项权利设定(基础设施基金成立后能够解除他项权利的除外);已产生持续、稳定的现金流,现金流不依赖第三方补贴等非经常性收入等。

在筛选、审查拟参与公募REITs仓储物流资产时,除应考虑上述监管部门对所有基础设施项目的共性要求外,还应结合仓储物流资产的特点对以下方面予以关注:

(一) 固定资产投资管理手续问题

根据958号文附件《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报要求》,固定资产投资管理相关手续主要包括:(1)项目审批、核准或备案手续;(2)规划、用地、环评、施工许可手续;(3)竣工验收报告(或建设、勘察、设计、施工、监理“五方验收单”,或政府批复的项目转入商运文件);(4)外商投资项目应取得国家利用外资有关手续;以及(5)依据相关法律法规应办理的其他必要手续。根据586号文的规定,为了证明项目依法依规取得固定资产投资管理相关手续,需要提供的证明材料包括了项目可行性研究报告批复或核准、备案文件复印件;规划、用地、环评、施工许可证书或批复文件复印件;项目竣工验收文件和产权文件(如有)复印件等。

部分仓储物流项目的建成时间较早,可能存在材料缺失或手续不全的问题,针对这一情况,958号文附件规定:“项目投资管理手续缺失的,应依法依规补办相关手续,或以适当方式取得相关部门认可;如现行法律法规、规章制度、政策文件等明确无需办理的,应对有关情况作出详细说明,并提供项目所在地相关部门或机构出具的证明材料²”。以普洛斯REITs为例,普洛斯淀山湖物流园一期项目未取得建设项目的环评批复文件。就此问题,普洛斯取得了该项目的环保主管部门苏州市昆山生态环境局于2021年2月22日出具

1.《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》第八条:基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合下列要求:(一)原始权益人享有完全所有权或经营权利,不存在重大经济或法律纠纷,且不存在他项权利设定,基础设施基金成立后能够解除他项权利的除外;(二)主要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;(三)原则上运营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;(四)现金流来源合理分散,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;(五)中国证监会规定的其他要求。

2.例如,在固定资产投资项目的节能审查方面,国家发展改革委于2006年12月12日发布的《关于加强固定资产投资项目节能评估和审查工作的通知》(现已失效)规定:“地方政府有关部门可参照国家发展改革委审批、核准项目的要求,制定本地区的固定资产投资项目节能评估和审查办法,结合现有固定资产投资项目的审批、核准程序,依据国家和地方的合理用能标准和节能设计规范,开展节能评估和审查工作。”部分地区,项目年综合能源消耗量在一定数额以下的,可填写《固定资产投资项目节能承诺表》即可完成节能审查手续,无需进行节能审查审批、核准程序。

的《关于对昆山普淀仓储有限公司<关于普洛斯淀山湖物流园一期项目环评批复手续的咨询函>的回复》，该回复记载：“根据《建设项目环境影响评价分类管理名录(2021年版)》(生态环境部令第16号,自2021年1月1日起施行),你公司普洛斯淀山湖物流园一期项目不涉及油库、气库和有毒、有害、危险品仓储等内容,已不再纳入建设项目环境影响评价管理,无需补办已建成项目的环境影响评价文件审批/备案手续。针对你公司普洛斯淀山湖物流园一期项目未办理建设项目的环评批复文件,我局将严格按照生态环境部《关于建设项目‘未批先建’违法行为法律适用问题的意见》(环政法函〔2018〕31号)‘未批先建’违法行为自建设行为终了之日起二年内未被发现的,环保部门应当遵守《行政处罚法》第二十九条的规定,不予行政处罚的意见执行。”

(二) 土地期限问题

仓储物流项目中,需关注土地剩余使用权期限和公募REITs产品期限适配的问题。以普洛斯REITs为例,该产品的存续期为50年(即至2070年),但7个物流园的土地使用权到期日分别介于2054-2064年之间,土地使用权续期存在不确定性。根据《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》(2020年修订)第四十条的规定,土地使用权期满,土地使用权及其地上建筑物、其他附着物所有权由国家无偿取得。土地使用者应当交还土地使用证,并依照规定办理注销登记。而该条例第四十一条也规定,土地使用权期满,土地使用者可以申请续期。需要续期的,应当依照该条例第二章的规定重新签订合同,支付土地使用权出让金,并办理登记。

由于目前土地主管部门并未就非住宅建设用地使用权续期事宜作出明确、具体的审批标准及操作指南。若发生土地使用权期限届满后被要求支付高昂的土地使用权出让金,或承担额外条件,或申请续期不被批准,或土地使用权在到期前被提前收回,且获得的补偿金不足以覆盖基础设施项目估值或弥补经营损失的情况,将会对基础设施项目产生重大不利影响。

(三) 土地用途问题

在仓储物流公募REITs中,底层基础设施项目常见的土地用途为仓储用地或工业用地。根据住房和城乡建设部2010年12月24日发布的《城市用地分类与规划建设用地标准》(GB50137-2011)的规定,城市建设用地包括城市内的居住用地、公共管理与公共服

倘若确实存在土地用途与实际用途不一致的风险，建议原始权益人申请改变土地使用权出让合同规定的土地用途或通过取得当地政府或土地主管部门的同意函件缓释合规风险。

务用地、商业服务业设施用地、工业用地、物流仓储用地、道路与交通设施用地、公共设施用地、绿地与广场用地。根据自然资源部土地利用管理司的相关回复³：“工业用地、仓储用地同为二级地类，属于不同用途，因此，应该依据《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》第十八条的规定办理，‘土地使用者需要改变土地使用权出让合同规定的土地用途的，应当征得出让方同意并经土地管理部门和城市规划部门批准，依照本章的有关规定重新签订土地使用权出让合同，调整土地使用权出让金，并办理登记。’”

根据上述用地标准，原则上来说，工业用地与物流仓储用地为两种不同的土地类型，如将土地用途为工业用地的仓储物流项目作为底层资产发行公募REITs，需要核查项目所在地关于工业用地、仓储物流用地规划的具体文件、鼓励物流产业发展的政策文件、工业土地的监管文件等，根据项目所在地当地用地政策情况，个案判断是否存在土地批准用途与实际用途不一致的法律风险⁴。根据沪深交易所的相关规定，基础设施项目“土地实际用途应当与其规划用途及其权证所载用途相符。如不一致，基金管理人和资产支持证券管理人聘请的律师应说明其实际用途的法律、法规及政策依据，基金管理人和资产支持证券管理人应当在相关文件中充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。”因此，倘若确实存在土地用途与实际用途不一致的风险，建议原始权益人申请改变土地使用权出让合同规定的土地用途或通过取得当地政府或土地主管部门的同意函件缓释合规风险。以普洛斯REITs为例，普洛斯通州光机电物流园项目建设用地性质为工业用地，建筑使用性质包括厂房、综合楼、分拣用房及附属设施用房等，目前亚马逊实际租赁该项目用于仓储。北京市规划和自然资源委员会通州分局就此问题出具了《关于对“关于确认普洛斯通州光机电物流园项目用途情况申请函”的回复意见》，确认：“鉴于项目已取得北京市规自委通州分局核发的相关规划手续，且完成竣工验收备案并已取得房屋所有权证等相关产

3. 中华人民共和国自然资源部：http://www.mnr.gov.cn/zt/hd/tdr/24tdr/nwwd/201310/t20131018_2050956.html。

4. 例如，上海某区规划和土地管理局负责人员在某项目访谈时答复：该项目在工业用地上建设仓储物流项目是可以的，工业用地和物流仓储用地在一定程度上是兼容的，而目标项目地块的土地用途应不可从工业用地变更为物流仓储用地，因为该区域的控规已经确定，无法对目标项目单独进行调整。

权证书,考虑到该项目的历史建设背景及相关业态要求,北京市规自委通州分局已书面确认项目符合促进城市功能合理复合化发展、推进存量空间的精细化提升等要求,并同意普洛斯通州光机电物流园项目参与申报基础设施REITs试点。”

(四) 转让限制问题

根据沪深证券交易所出台的公募REITs相关指引的规定,基础设施项目应当“不存在法定或约定的限制转让或限制抵押、质押的情形,且转让已获得有效的审批手续(如适用)”。在实务中,特别是通过划拨、协议转让的方式取得的用地,或用地类型为工业用地的情况,可以从两个层面关注转让限制的问题。

第一个层面是相关资产涉及的手续文件以及合同所载明的资产转让限制,比如《土地出让合同》或《土地投资协议》中是否约定了对基础设施项目资产的转让限制和对持有基础设施项目的项目公司股权转让的限制。以盐田港REITs为例,《招募说明书》中披露,(1)在资产转让层面,土地主管部门出于规范建设用地、规划管理的考虑,在盐田港集团、项目公司签署的《土地出让合同补充协议七》中设置了“宗地及建筑物限整体转让”等要求,是对于目标基础设施项目用地转让形式的具体要求,并非对转让行为作出限制,项目公司也不涉及分拆转让目标基础设施项目的需求;(2)在股权转让层面,由于目标基础设施资产对应的宗地国有土地使用权系通过协议出让方式取得,根据《基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报要求》的要求,须取得《土地出让合同》签署机构(或按现行规定承担相应职责的机构)出具的无异议函。就此,盐田港集团已经取得了深圳市规划和自然资源局盐田管理局出具的复函,确认盐田港现代物流中心项目已签订的土地出让合同及补充协议书中未对项目股权转让进行限制,其对该项目发行基础设施REITs无异议。

第二个层面是规则层面对相关资产的转让限制。例如,2016年3月30日,上海市人民政府办公厅发布了《上海市人民政府办公厅转发市规划国土资源局制订的<关于加强本市工业用地出让管理的若干规定>的通知》(沪府办〔2016〕23号),该通知规定,工业用地标准厂房类的建设用地使用权人出资比例结构、项目公司股权结构改变的,应当事先经出让人同意。因此倘若基础设施项目位于上海市,且土地性质属于“工业用地标准厂房类”,则持有该项目的项目公司的股权转让需要事先取得土地出让人的同意。



(五) 土地增值税问题

发改委在项目审核过程中,对于公募REITs项目纳税方案的合规性问题也是高度关注,也对此作出了专门要求。根据958号文附件的规定,发起人(原始权益人)、基金管理人应按照有关规定和要求,对如实办理相关事项的承诺、并表或出表管理的情况说明、拟纳税方案向税务部门书面报告情况(如需)、需说明的重大问题等进行准确完整的信息披露。而以项目公司股权转让模式间接转让仓储物流项目的,有可能涉及计征土地增值税的风险。

我国土地增值税暂行条例及相关实施细则并未明确规定股权转让应当视同转让国有土地使用权,但在国家税务总局针对地方税务机关关于个案请示的批复中,如《关于天津泰达恒生转让土地使用权土地增值税征缴问题的批复》(国税函〔2011〕415号)、《关于土地增值税相关政策问题的批复》(国税函〔2009〕387号),其中存在“利用股权转让方式让渡土地使用权,实质是房地产交易行为,应依照《土地增值税暂行条例》的规定,征收土地增值税”的认定意见。尽管如此,前述案例均是国家税务总局针对地方税务机关关于个案请示的批复,根据《国家税务总局关于印发〈全国税务机关公文处理办法〉的通知》(国税发〔2012〕92号)的有关规定,“批复适用于答复下级机关请示事项。若请示的问题具有普遍性,可使用‘通知’或其他文种行文,不再单独批复请示单位。上级税务机关针对下级

税务机关有关特定税务行政相对人的特定事项如何适用税收法律、法规、规章或税收规范性文件的答复或者解释,需要普遍执行的,应当按照《税收规范性文件制定管理办法》的规定制定税收规范性文件。”但截至目前,国家税务总局尚未就股权转让是否征收土地增值税出具普遍执行的税收规范性文件。并且根据公开检索的司法案例⁵,存在人民法院对股权转让行为不应缴纳土地增值税的裁判意见。因此,对于仓储物流公募REITs项目公司的股权重组阶段是否需计征土地增值税的问题,建议就个案情况与当地税收征管部门在项目前期进行充分沟通。

(六) 项目收入问题

根据586号文及958号文的要求,公募REITs试点项目应满足“现金流持续稳定且来源合理分散,投资回报良好,近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正”“项目收益持续稳定且来源合理分散,直接或穿透后来源于多个现金流提供方。因商业模式或者经营业态等原因,现金流提供方较少的,重要现金流提供方应当资质优良,财务情况稳健”的基本条件。《公募REITs指引》规定,基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合“现金流来源合理分散,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”的要求。根据沪深交易所的相关规定,基础设施项目现金流应当符合以下条件:(1)基于真实、合法的经营产生,价格或收费标准符合相关规定;(2)持续、稳定,近3年(不满3年的,自开始运营起)未出现异常波动。存在异常波动的,需说明波动原因和合理性;(3)来源合理分散,直接或穿透后来源于多个现金流提供方。因商业模式或者经营业态等原因,现金流提供方较少的,重要现金流提供方应当资质优良,财务情况稳健;(4)近3年总体保持盈利或经营性净现金流为正;(5)中国证监会和该证券交易所规定的其他条件。并且,仓储物流基础设施项目还需要符合“近3年总体出租率较高,租金收入较高,租金收缴情况良好,主要承租人资信状况良好、租约稳定,承租人行业分布合理”的条件。

在仓储物流行业中,一些位于重点交通枢纽城市、大规模、高空间利用率、充分实现自动化的高标库,通常系面向大型互联网经营企业、高端零售商、高端制造业等行业门类,该类租户对仓储项目品质要求高,同时对租金的价格敏感度及违约概率均偏低;而面

5. 以最高人民法院(2014)民二终字第264号判决书为例,法院认为由于转让股权和转让土地使用权是完全不同的行为,当股权发生转让时,目标公司并未发生国有土地使用权转让的应税行为,目标公司并不需要缴纳营业税和土地增值税。

对于底层仓储物流项目的投资情况和经营情况，还应当结合项目拿地阶段通过各种形式所做出的经济指标承诺及相关违约责任进行综合的风险判断。

向对租金敏感度较高的众多小租户散租的仓储物流项目，虽然能满足现金流来源分散的要求，但受经济环境等外部因素影响，反而租金收入波动大而不一定能满足现金流持续稳定的要求。

因此，为满足对REITs项目对收入来源的要求，应关注项目的主要租户租金占全部营业收入的占比情况。以普洛斯REITs为例，根据基金管理人披露，目标基础设施资产的经营高度市场化，收入来源分散，主要租户包括京东、美团、德邦物流、上海医药、捷豹路虎等。截至2020年12月31日，按合同租金及管理费金额占比计算，前十大租户占比58.32%，关联租户占比5.70%。

此外，建议还应关注承租方身份主体是否与项目公司存在股权关联关系及占比情况、是否存在当地财政补助或其他形式的补贴收入。

(七) 项目用地经济指标问题

在《公募REITs指引》中，中国证监会也强调了基金管理人在基础设施基金运作过程中需建立相关机制防范外部管理机构的履约风险、基础设施项目经营风险等基础设施项目运营过程中的风险。以盐田港REITs《红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金招募说明书》中所介绍，“目前仓储物流用地供应紧张且价格逐渐走高，同时一般附带高隐性成本，如投资强度、税收贡献、容积率等限制要求，投资成本较高。”事实上在我国大量的仓储物流项目的一手拿地阶段，除与规划与自然资源部门签署土地出让合同外，项目公司一般会另行与当地政府或所在园区的管理委员会签订相关的《投资协议》或《项目监管协议》，就项目运营的投资强度、产出强度和税收强度等经济指标进行约定，并且一般会设置相关经济指标要求未达标后的违约责任，例如要求项目公司补足差额部分，缴纳相关违约金甚至由相关主管部门限期收回土地使用权等。

因此对于底层仓储物流项目的投资情况和经营情况，还应当结合项目拿地阶段通过各种形式所做出的经济指标承诺及相关违约责任进行综合的风险判断。

(八) 项目改扩建问题

在仓储物流项目已经取得建筑物的不动产权证后,可能会基于客户要求、项目更新等原因对建筑物再次进行改扩建,因此还需关注改扩建工程是否依法依规履行固定资产投资管理相关手续,比如改扩建工程是否存在夹层或加建、改扩建阶段是否按工程内容办理了行政许可等手续、用地面积是否存在超越红线或不符合退界要求、建筑面积是否与不动产权证记载一致等问题。

倘若项目改扩建涉及变更规划条件(如增加建筑面积、外立面调整、主体结构变更等)的,建设单位应申请取得新的《建设工程规划许可证》,反之则不需要,可以直接申请施工许可。以北京地区为例,根据北京市规划和自然资源委员会发布的《关于〈办理建筑许可〉常见问题130条问答信息汇总》⁶,其中即载明“符合建设项目使用性质正面清单,不增加现状建筑面积,不改变建筑外轮廓的,可以直接办理施工许可证”。以普洛斯REITs为例,普洛斯广州保税物流园二期周转库因被台风毁损仓库顶部而重新修复建设,重建工程与原工程规划内容相同,不存在新建、扩建、加建、改建、危房原址重建等需要办理建设工程规划许可证的情形,因此广州保税普洛斯无需就二期重建工程取得建设工程规划许可证。

根据《建筑工程施工许可管理办法》,“工程投资额在30万元以下或者建筑面积在300平方米以下的建筑工程,可以不申请办理施工许可证。”而部分地方要求对此有进一步的放宽,例如北京市住房和城乡建设委员会发布了《关于做好社会投资简易低风险工程建设项目建筑工程施工许可有关问题的通知》,将需申请施工许可证的工程投资额的限额上调至了人民币100万元;广东省住房和城乡建设厅发布的《关于调整房屋建筑和市政基础设施工程施工许可证办理限额的通知》规定,“工程投资额在100万元以下(含100万元)或者建筑面积在500平方米以下(含500平方米)的房屋建筑和市政基础设施工程(以下称“**限额以下小型工程**”),可以不申请办理施工许可证。”因此,倘若项目施工范围不符合所在地区关于豁免办理施工许可相关条件的,仍应向主管住建部门申请取得施工许可证。

根据586号文的规定,“基础设施项目手续依法合规是试点工作顺利开展的必要前提;应以手续办理时的法律法规、规章制度、国家政策等为依据,判定相关手续的合法合规性。”因此,如仓储物流项目存在二次改扩建行为的,应结合改扩建工程当时对应的相关法规确定对应的行政许可手续办理要求。如确实存在未办理相应手续的情况,建议原

6.北京市规划和自然资源委员会http://ghzrzyw.beijing.gov.cn/zhengwuxinxi/zxzt/yhshjbljzckzt/ywyd/202111/t20211105_2530133.html.

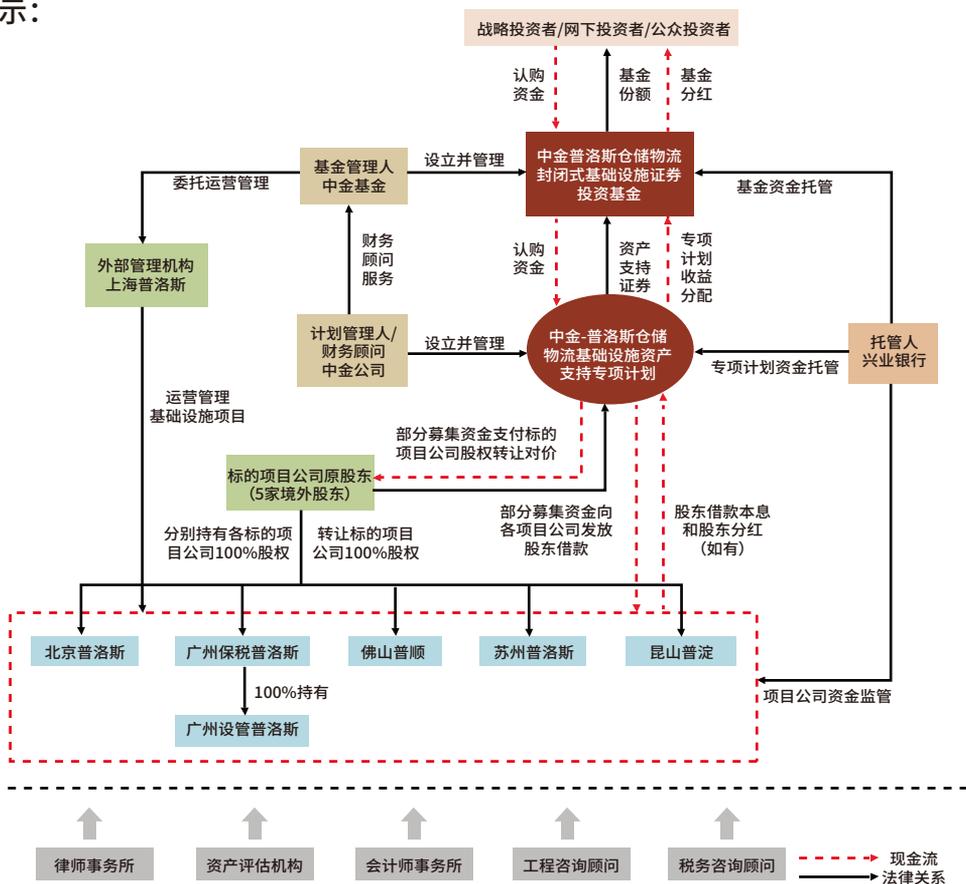
始权利人及时向相关行政机关申请补办或取得相关政府部门认可不构成重大违法违规的函件,并由原始权益人出具承诺函,承诺对由此给REITs造成的损失承担赔偿责任。

PART 003

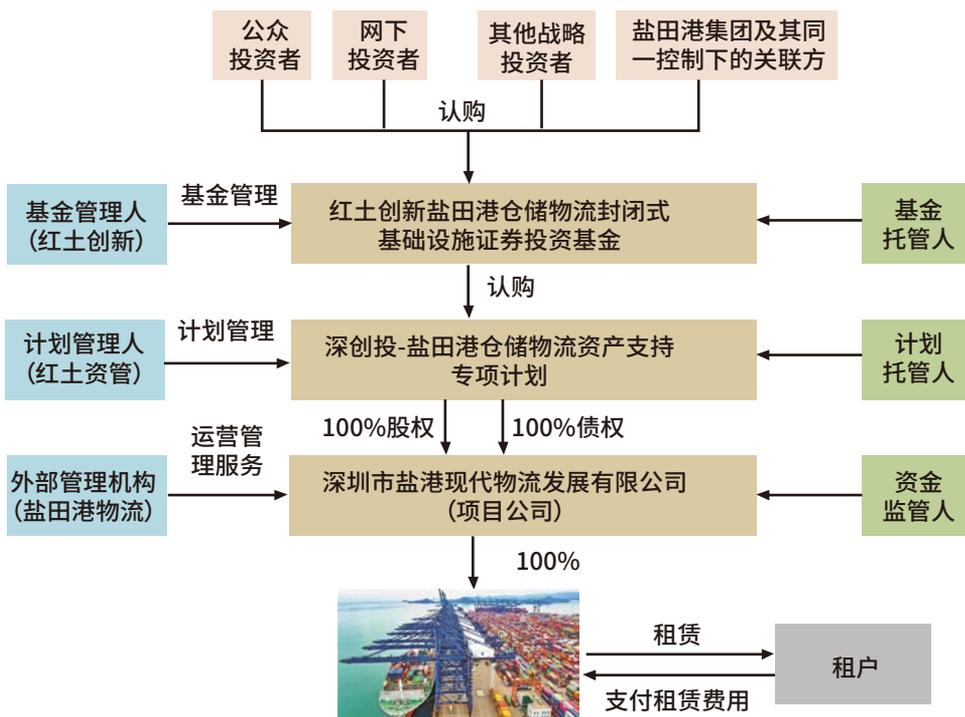
仓储物流REITs交易机制设计

仓储物流REITs与其他资产类型的基础设施REITs无显著差异,均是采取“证券投资基金+专项计划”的交易架构,证券投资基金持有专项计划全部份额,通过专项计划持有项目公司全部股权,并间接持有底层仓储物流项目。普洛斯REITs和盐田港REITs均构造了“股+债”的投资结构来实现部分税收筹划,债务利息可以进行税前抵扣(股东借款金额与股权投资比例不超过2:1时),以减少税费支出。

在普洛斯REITs中,专项计划在成为各项目公司股东后,将使用部分募集资金向各项目公司发放股东借款,并委托上海普洛斯作为外部管理机构进行运营管理,交易结构如下图所示:



在盐田港REITs中,专项计划将使用募集资金收购SPV股权,并向原始权益人购买其对于SPV的债权。在收购完成后的6个月内,项目公司将反向吸收合并SPV。反向吸收合并完成后,SPV注销,计划管理人(代表专项计划)直接持有项目公司100%的股权,盐田港物流作为外部管理机构对底层项目进行运营管理。反向吸收合并完成后,盐田港REITs的整体架构如下:



在仓储物流项目的运营管理方面,需关注是否存在相关运营风险,如运营管理机构是否具有相应资质、是否存在承租人私自建设改造的情况⁷、基础设施项目是否投保了足额保险⁸等。通常运营管理仓储物流项目无需具备特殊资质,如普洛斯REITs项目的《招募说明书》中披露:运营管理机构运营方式为将仓储物流园物业对外出租用于物流仓储用途,从事前述业务无需取得特别的经营资质;盐田港REITs项目的《招募说明书》中披露:外部管理机构为基础设施项目提供运营管理服务无需取得不动产运营管理资质。基础设施资产不涉及经营资质。但仍不排除存在例外情况,比如仓储物流基础设施项目所在地法规对仓储物流项目的运营管理设有特殊资质的要求。

7.如承租人私自建设改变了项目建筑的主体结构,并且增加了建筑面积的,需要办理相应的规划及施工许可,若承租人及/或项目公司未就目标项目中的加建、改建等工程办理取得其他必要的政府审批文件,则不排除承租人及/或项目公司会因此遭受相应行政处罚的可能。

8.如根据项目公司提供的财务报表,目标项目的价值已经超过了财产一切险项下的保险金额的,建议项目公司根据评估机构的评估结果确认项目公司就目标项目购买的现有财产保险是否充足;如项目公司就目标项目购买的现有保险并不充足,建议项目公司对目标项目补充购买充足的财产保险。

除了以上事项外,在资产筛选和交易机制设计阶段,不仅需要关注仓储物流资产过往的建设开发情况、现在的运营管理情况,还需要关注未来的维修运营改造计划、租户流失风险。部分竣工时间较早的仓储物流园,可能存在基础设施老旧需要大额资金进行维修改造的风险,或未来周边新建物流园可能会对目标项目产生较大冲击,导致租户流失,进而影响现金流情况。



路竞祎
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2157
lujingyi@zhonglun.com



陈瑶
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3538
ellenchan@zhonglun.com



政府和社会资本合作(PPP)项目 开展基础设施REITs的机遇与挑战

周兰萍、陈芳

2020年4月24日,中国证券监督管理委员会(以下简称“**中国证监会**”)、国家发展和改革委员会(以下简称“**国家发改委**”)联合发布《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》(证监发〔2020〕40号,以下简称“**40号文**”),标志着中国境内基础设施领域公募REITs(以下简称“**基础设施REITs**”)试点工作的正式起步,随后国家发改委、中国证监会、沪深证券交易所、中国证券业协会、中国证券投资基金业协会(以下简称“**基金业协会**”)等各类监管机构相继颁布部门规章和规范性文件、业务规则和业务指南等,初步建立了我国基础设施REITs的主要规则体系。对此,业内多数专家都认为,基础设施REITs试点的开展将对我国基础设施投融资体制带来重大变革,包括对于近年来被广泛适用并有大量项目即将步入稳定运营阶段的PPP模式。本文将结合我国相关政策规定和案例实践,探讨基础设施领域REITs试点对我国PPP行业可能带来的机遇和挑战。

PART 001

关于PPP项目发行基础设施REITs的政策规定和实践案例

自40号文正式发布以来,为进一步做好基础设施REITs试点工作,规范试点项目的发行条件,中国证监会、国家发改委和基金业协会都陆续出台了一系列指引文件,支持引导符合标准的基础设施项目开展基础设施REITs试点,其中也包括了自2014年来就在我国大力推广的PPP项目。

根据财政部PPP中心发布的数据,截至2021年11月末,全国PPP综合信息平台管理库累计入库项目10,209个、投资额16.1万亿元;截止2021年7月,累计签约落地项目7,463个、投资额12.3万亿元;累计开工建设项目4,546个、投资额7.0万亿元。目前大量PPP项目逐步建设完工并进入稳定运营期,因此在PPP项目领域探索通过REITs开展权益融资,对于有效盘活存量资产、形成投资良性循环无疑具有非常重要的现实意义。

2021年6月,首批试点的9单基础设施REITs已顺利发行上市交易。从首批已上市发行的基础设施REITs产品的基本情况来看,9只产品中有4只的底层资产涉及PPP项目(特许经营属于广义的PPP模式¹),且其中富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金的底层资产之一,即为合肥市十五里河污水处理厂PPP项目,说明以PPP模式(包括特许经营)实施的基础设施项目未来发行基础设施REITs存在较大的发展空间和可行性。

从《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》(发改办投资〔2020〕586号)和《国家发展改革委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)等规定的基础设施REITs试点项目的申报要求来看,PPP项目除了需要满足一般基础设施项目所需符合的区域、行业、资产规模和发起人等参与要求,结合PPP项目的特点和相关监管要求,还需满足以下特殊要求,具体包括:

1. 根据国家发展改革委关于印发《传统基础设施领域实施政府和社会资本合作项目工作导则》的通知(发改投资〔2016〕2231号),政府和社会资本合作(PPP)模式主要包括特许经营和政府购买服务两类。新建项目优先采用建设—运营—移交(BOT)、建设—拥有一运营—移交(BOOT)、设计—建设—融资—运营—移交(DBFOT)、建设—拥有一运营(BOO)等方式。

序号	条件	具体要求
1	项目权属清晰、资产范围明确	发起人(原始权益人)依法合规直接或间接拥有项目所有权、 特许经营权或经营收益权 。项目公司依法持有拟发行基础设施REITs的底层资产。
2	土地使用依法合规	对项目公司拥有土地使用权的PPP(含特许经营)类项目 ,发起人(原始权益人)和基金管理人应就土地使用权作出包含以下内容的承诺:项目估值中不含项目使用土地的土地使用权市场价值,基金存续期间不转移项目涉及土地的使用权(政府相关部门另有要求的除外),基金清算时或特许经营权等相关权利到期时将按照特许经营权等协议约定以及政府相关部门的要求处理相关土地使用权。
3	项目具有可转让性	对PPP(含特许经营)类项目,PPP(含特许经营)协议签署机构、行业主管部门 应对项目以100%股权转让方式发行基础设施REITs无异议。
4	项目成熟稳定	收入来源以使用者付费(包括按照穿透原则实质为使用者支付费用)为主 。收入来源含地方政府补贴的,需在依法依规签订的PPP合同或特许经营协议中有明确约定。项目运营稳健、正常,未出现暂停运营等重大问题或重大合同纠纷。
5	项目其他合规性要求	2015年6月以前采用BOT、TOT、股权投资等模式实施的特许经营类项目 ,应符合当时国家关于特许经营管理相关规定。 2015年6月以后批复实施的特许经营类项目 ,应符合《基础设施和公用事业特许经营管理办法》(国家发展改革委等6部委第25号令)有关规定。 2015年6月以后批复实施的非特许经营类PPP项目 ,应符合国家关于规范有序推广PPP模式的规定,已批复PPP项目实施方案,通过公开招标等竞争方式确定社会资本方,并依照法定程序规范签订PPP合同。

PART 002

PPP项目发行基础设施REITs的难点

基础设施REITs试点的开展对于我国基础设施投融资体制改革将带来深远意义,而PPP与REITs相结合也被业内看作是解决PPP项目融资难、完善社会资本交易与退出机制、发展PPP二级市场、增强PPP流动性等的重要创新举措之一。但是,结合当前我国基础

设施REITs的发行要求,对于多数PPP项目而言,若在短期内开展REITs发行工作的,可能会面临以下难点或影响因素:

1、项目实际情况难以满足发行要求的基本条件

根据当前基础设施REITs试点项目的申报要求,除不动产评估净值、净现金流分派率、发起人扩募能力等硬性财务指标之外,还要求项目运营时间原则上不低于3年,且近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正。但是,考虑到国内多数PPP项目是在2016年以后才大规模落地,在近两年开始陆续进入运营期,且由于PPP项目在回报机制上的特殊性(例如前期投入大、合作周期长、运营期初收入不足以及财务成本较高等),可能导致多数PPP项目无法在短时间内实现总体盈利或经营性净现金流为正。

另外,基础设施REITs还对PPP项目提出了若干特殊条件,其中就包括项目收入来源以使用者付费(包括按照穿透原则实质为使用者支付费用)为主。收入来源含地方政府补贴的,需在依法依规签订的PPP合同或特许经营协议中有明确约定。而根据财政部PPP项目库的统计数据,截止2021年7月,管理库累计使用者付费类项目605个,仅占管理库项目总数的6.0%,且所属行业多数为高速公路、污水处理、垃圾焚烧等交通和市政基础设施,这也可能导致符合发行条件的项目数量受到限制。

2、基础设施REITs收购PPP项目公司的股权存在现实障碍

根据中国证监会《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称“《**公募REITs指引**》”)的规定,要求基金通过基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权,必然会涉及项目公司原股东转让项目公司股权的问题。而在PPP项目中,一方面通常都会设置股权锁定期的安排,限制社会资本方股东转让项目公司股权的行为;另一方面,如果社会资本方股东为国有企业的,其持有的项目公司股权属于国有产权,转让该部分股权需要按照国有产权交易的相关规定履行内外部决策审批、审计评估、进场交易等一系列法定程序,这些都会对开展基础设施REITs形成制约。

3、基础设施REITs涉及实质运营责任主体的变更,地方政府可能存在顾虑

在基础设施REITs的交易结构下,项目运营管理的责任从原来中标的社会资本变成

原始权益人基金份额战略配售比例的相关要求也可能影响到社会资本方股东发行基础设施REITs的积极性。

了基金管理人。虽然基金管理人可以通过设立专门的子公司或委托第三方管理机构负责基础设施项目的日常运营维护,但是地方政府仍然会心存顾虑。对此,通常发起人会通过认购超过51%基金发售比例或者由基金管理人委托发起人或运营管理机构负责运营维护的方式确保基础设施项目运营管理的责任主体不发生实质性变化,以消除地方政府的顾虑。但是,在该种安排下,社会资本方实际仍承担了项目的管理控制和风险,并未能实现完全的项目退出,与其发行基础设施REITs的初衷不尽相符。

4、对于原始权益人参与基础设施基金份额的战略配售存在明确要求

根据《公募REITs指引》的规定,基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方应当参与基础设施基金份额战略配售,战略配售比例合计不得低于本次基金份额发售数量的20%,其中基金份额发售总量的20%持有期自上市之日起不少于60个月,超过20%部分持有期自上市之日起不少于36个月,基金份额持有期间不允许质押。而且,首批9只已上市基础设施REITs中,特别是4只底层资产为特许经营权的基金,原始权益人参与的基金份额战略配售比例都很高,最低的首钢绿能也有40%,其他3只都在50%以上。因此,原始权益人基金份额战略配售比例的相关要求也可能影响到社会资本方股东发行基础设施REITs的积极性。

5、对于通过基础设施REITs发行实现的回收资金用途存在限制

根据当前基础设施REITs试点项目的申报要求,鼓励发起人将通过基础设施REITs发行实现的回收资金继续用于基础设施补短板项目建设,且90%(含)以上的净回收资金(指扣除用于偿还相关债务、缴纳税费、按规则参与战略配售等的资金后的回收资金)应当用于在建项目或前期工作成熟的新项目。以富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金为例,明确首创股份通过本次基础设施REITs发行盘活资产,实现的回收资金将全部以资本

金形式用于深圳、安徽等地共9个城镇水务、水环境综合治理等环保产业项目投资。因此，该项规定也可能会降低部分社会资本方股东，特别是财务投资人开展基础设施REITs工作的积极性。

PART 003

PPP项目发行基础设施REITs的操作建议

.....

为保障PPP项目基础设施REITs的成功发行，扫除上述实践中的难点和痛点，建议优先从以下方面开展工作，提前进行谋划布局：

1、提前规划基础设施REITs底层资产范围

根据当前基础设施REITs试点项目的申报要求，PPP项目的收入来源应以使用者付费(包括按照穿透原则实质为使用者支付费用)为主，而酒店、商场、写字楼等商业地产项目不属于试点范围，且项目土地用途原则上应为非商业、非住宅用地。因此，社会资本首先需结合PPP项目合作范围内的资产性质、土地用途等因素，提前对基础设施REITs的底层资产范围进行规划。原则上，纯政府付费类项目、以政府补助为主的准经营性项目，或者不符合PPP相关监管政策要求，将酒店、商场等子项目纳入合作范围的项目都不宜作为底层资产。

2、提前与政府方和国资主管部门沟通项目权益转让的安排

针对PPP项目合同中关于股权锁定期限制社会资本方股东转让项目公司股权的约定，社会资本应做好与政府方及其出资代表就有关项目经营权益和项目公司股权转让、以及与国资委就国有资产交易流程相关事宜的沟通工作，并就转让股权后项目公司的治理结构提前进行安排。特别应当注意，由于股权转让后政府方出资代表将无法再基于股东身份对项目公司的经营管理行使一票否决权等权利，可以考虑通过加强政府外部监管措施、完善项目绩效考核机制等方式确保政府方继续对PPP项目运营进行必要的监督管理，以确保公共服务和产品的稳定，消除政府方顾虑。

3、选择优质的运营管理主体确保项目能够实现长期稳定收益

为确保PPP项目进入运营期后能够实现长期稳定收益,且实现在近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正,PPP项目的社会资本在项目进入运营期前就应开始择优选取项目后续运营管理主体,并通过相关机制安排(如设置绩效考核、出台运营管理标准等)督促该等运营管理主体做好项目运营工作,确保PPP项目能够实现长期稳定收益,以达到发行基础设施REITs的财务指标。而在REITs发行成功、项目运营管理等责任转移至基金管理人后,对于一些专业性较强、管理要求较高的PPP项目(如轨道交通、污水和垃圾处理等),也建议由基金管理人委托第三方专业机构,包括原来的中标社会资本进行运营管理。

4、选择符合资格要求的发起人(原始权益人)

由于根据当前基础设施REITs试点项目的申报要求,发起人(原始权益人)需具有较强的扩募能力,以控股或相对控股方式持有、按有关规定可发行基础设施REITs的各类资产规模(如高速公路通车里程、园区建筑面积、污水处理规模等)原则上不低于拟首次发行基础设施REITs资产规模的2倍。考虑到目前市场上参与PPP项目的社会资本并非全部都是主业从事基础设施建设运营的企业,且多数项目采用了联合体方式组合了施工投资人和财务投资人,因此,为符合关于发起人(原始权益人)的申报要求,社会资本或联合体内部也应考虑提前对发起人主体作出谋划和调整。

5、持续关注特许经营和PPP项目监管要求

无论是国家发改委关于基础设施REITs试点项目的申报条件还是《公募REITs指引》等相关规定,均强调了要以项目合规性作为REITs发行的前提要件,并提出要严格开展项目合规性审查,要求试点项目应符合相关政策要求并已依法依规取得固定资产投资管理相关手续。考虑到2014年以来,国务院及各部分已出台了包括财办金〔2017〕92号、财金〔2019〕10号和发改投资规〔2019〕1098号等在内的一系列PPP规范政策,对于拟开展基础设施REITs发行的项目应持续关注相关合规性要求,必要时可提前委托专业机构进场,对底层项目进行全面的合规性评估,并依据评估结果整改到位,以保障后续基础设施REITs发行工作的有序开展。

结语

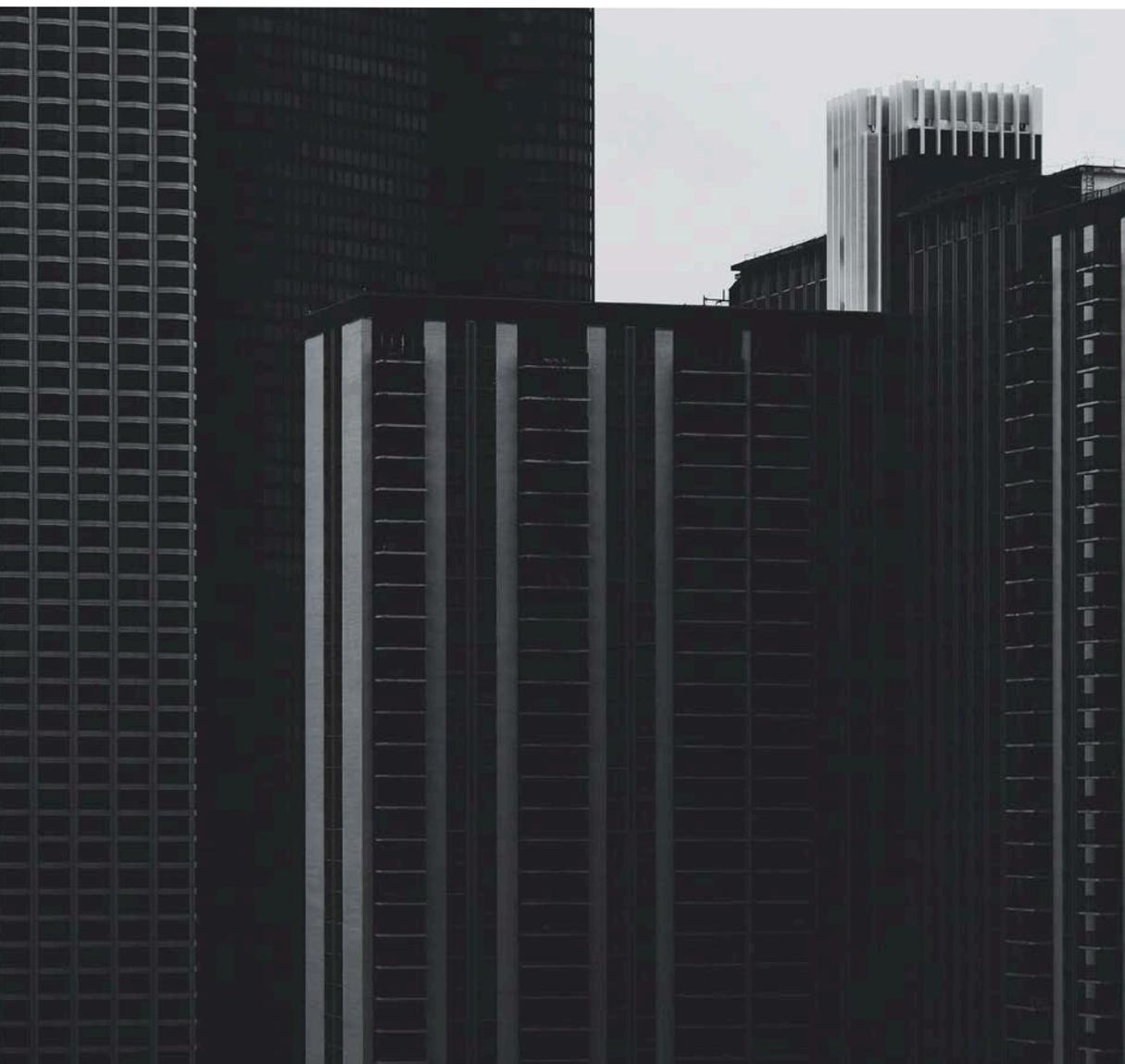
我国基础设施领域REITs政策体系的建立是我国基础设施领域深化投融资改革的一次重大突破,各试点项目的成功申报也标志着基础设施REITs已迈开关键性的一大步,对有效盘活PPP存量资产、形成PPP投资良性循环具有深远意义。希望结合本文所阐述的实操要点,帮助更多具备条件的PPP项目扫清操作障碍并成功实现基础设施REITs产品的上市交易,并期望通过更多项目的实践促进我国基础设施REITs获得更加长远的稳健发展。



周兰萍
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3766
laurazhou@zhonglun.com



陈芳
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3599
catherinechen@zhonglun.com



保障性租赁住房公募 REITs核心问题探讨

孟宪石、袁丽

2021年是我国基础设施公募REITs的发行元年,首批REITs产品表现突出,投资者认购热情高涨。2021年也是保障性租赁住房元年,2022年1月11日,在国务院新闻办公室举行的《“十四五”公共服务规划》新闻发布会上,住建部住房保障司负责人潘伟表示,“十四五”期间,40个重点城市初步计划新增650万套(间),预计可帮助1,300万新市民、青年人等群体缓解住房困难。中信证券研报预计“十四五”期间保障性住房建设投资或达人民币2.34万亿元。

2021年6月29日,国家发改委发布《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),将各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目纳入基础设施公募REITs试点项目。与此同时,地方出台的保障性租赁住房相关政策文件中,纷纷明确支持符合条件的保障性租赁住房项目申报基础设施领域REITs试点。因此,可以预期,随着各地保障性租赁住房项目加速开展,即将与开疆拓土的REITs相遇,公募REITs有望迎来新一波扩容。

2015年1月以来,国家特别重视加快培育和发展住房租赁市场,并于同年12月提出建立“购租并举”的住房制度。2017年10月,党的十九大报告提出建立“租购并举”的住房制度,把“租”摆在了前面,更加突出了对住房租赁的重视,并预示着我国房地产市场的发展方向和住房租赁市场的发展前景。

此后,国家层面先后出台了加快培育和发展住房租赁市场的一系列支持政策。加快培育和发展住房租赁市场,不仅方向未改变,而且力度越来越大,只是同时加强“规范”和“监管”。目前,支持政策尚未出尽,相信还会有新的更大力度、更有针对性的支持政策出台。



图1 中国住房租赁支持政策发展历程

而保障性租赁住房作为整个租赁住房市场中兼具市场化和保障性功能的一类特殊资产,还发挥着重要的社会功能,有着其独特的法律和市场定位,也是目前中央及各级地方政府均给予大力政策扶植和税收优惠的项目。

PART 001

保障性租赁住房公募REITs推出的政策背景

(一) 国家大力支持保障性租赁住房发展

随着我国城镇化进程的不断加快,人口净流入的大中城市住房租赁市场需求旺盛、发展潜力大,但租赁房源总量不足、市场秩序不规范、政策支持体系不完善,城镇居民特别是新市民住房问题亟待解决。为加快培育和发展住房租赁市场,党中央、国务院及各部委相继出台住房租赁支持政策,鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务,鼓励住房租赁消费,我国住房租赁市场迎来了租赁式公寓机构化运营爆发的时期。

近年来城镇户籍困难群众住房条件已经得到有效改善,但新市民、青年人等群体住房困难问题仍然比较突出。为进一步解决新市民、青年人等群体住房困难问题,突出住房的民生属性,2021年6月24日,国务院办公厅发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》(国办发〔2021〕22号),要求扩大保障性租赁住房供给,缓解住房租赁市场结构性供给不足,并明确提出加强对保障性租赁住房的支持政策,包括完善土地支持政策、简化审批流程、给予中央补助资金支持、降低税费负担、加强金融支持等。

在加大对保障性租赁住房发展支持力度的背景下,2022年1月30日,中国人民银行、中国银保监会联合发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》(银发〔2022〕30号),正式明确银行业金融机构向持有保障性租赁住房项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理,并要求银行业金融机构要加大对保障性租赁住房的支持力度。2022年2月,中国银保监会、住房和城乡建设部联合发布《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》(银保监规〔2022〕5号),要求国家开发银行、商业银行、保险机构、信托公司等主体,充分发挥优势、立足自身业务特点,加大保障性租赁住房金融支持力度。上述政策进一步释放了加大金融支持保障性租赁住房发展的积极信号,有利于推动保障性租赁住房的更快更好发展。

(二) 保障性租赁住房纳入REITs试点范围

2020年4月24日,中国证监会、国家发改委联合发布《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》(证监发〔2020〕40号),标志着境内基础设施

领域不动产投资信托基金(REITs)试点正式起步。

此后,国家层面陆续发布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》(发改办投资〔2020〕586号)、《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(中国证券监督管理委员会公告〔2020〕54号)、《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目库的通知》(发改办投资〔2021〕35号)等一系列政策文件,规范基础设施领域不动产投资信托基金试点工作。2021年1月29日,上海证券交易所、深圳证券交易所关于基础设施领域公募REITs的配套规则(即《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)》和《深圳证券交易所关于发布公开募集基础设施证券投资基金配套业务规则的通知》)也正式出台,具体产品审核、交易及持续监管规则相应落地。

值得注意的是,在公募REITs试点工作前期,试点项目聚焦于基础设施领域,包括仓储物流、收费公路等交通设施,水电气热等市政工程,城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目,信息网络等新型基础设施,以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等。保障性租赁住房项目并未明确在试点项目范围。

然而,直到2021年6月29日,国家发改委发布《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),其中扩大了试点行业的范围,并且明确将保障性租赁住房作为单独一类行业纳入到基础设施REITs项目。同时,还特别强调“酒店、商场、写字楼等商业地产项目不属于试点范围”,项目土地用途原则上应为非商业、非住宅用地,租赁住房用地以及为保障项目正常运转而无法分割的办公用房、员工宿舍等少数配套设施用地除外。

至此,保障性租赁住房公募REITs在国家政策层面得到了正式认可,中国保障性租赁住房公募REITs有望实质落地。

PART 002

境外租赁住房REITs发展实践

在中国以外的境外市场并未严格区分普通租赁住房和保障性租赁住房,而且租赁住房作为整体是境外REITs的一项重要基础资产类别,并且在整体REITs发行规模中占据

有相当的比重。

(一)境外租赁住房REITs概览¹

放眼全球，推行租赁住房REITs的国家或地区主要有美国、日本和欧洲（以英国为主）。由2020年的市值可见，美国和日本的租赁住房REITs所占整体市场份额相对较大，均达到或超过10%，紧随其后的英国则为5%。

国家	租赁住房REITs市场份额占比	租赁住房REITs数量
美国	12%	21支
日本	10%	5支
英国	5%	8支

资料来源：Bloomberg、ICCRA整理分析

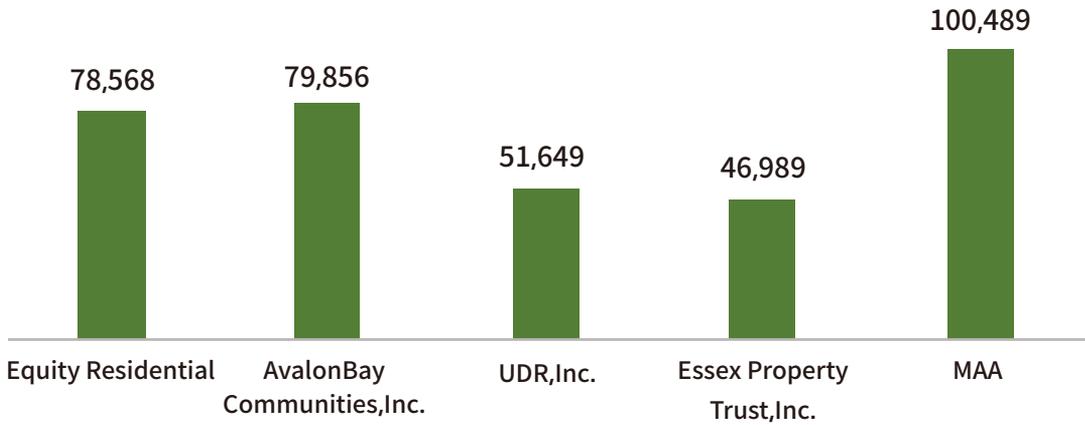
表1 2020年全球租赁住房REITs概况

从资产规模、资产种类、资产分布、市场集中度四个维度切入，可以大致把握全球住房租赁REITs目前的发展概况：

1.资产规模

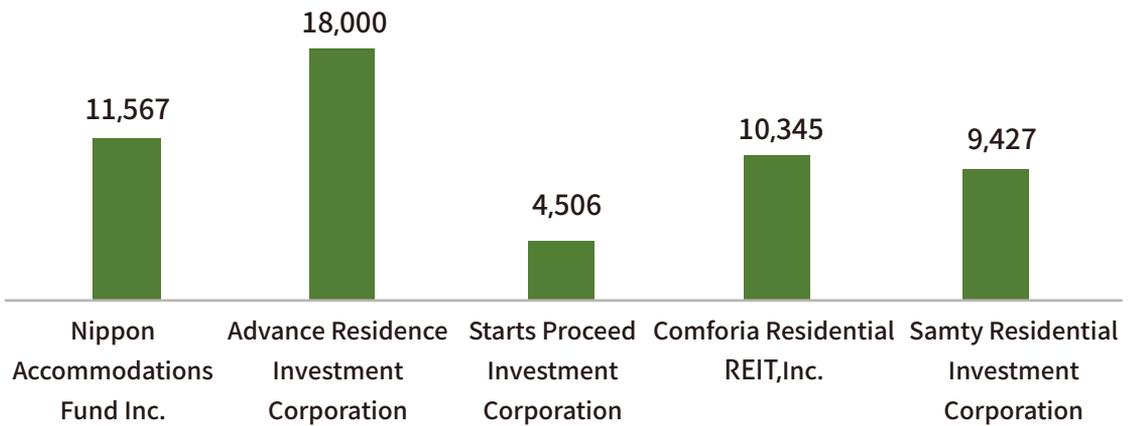
据统计数据，全球范围内单支租赁住房REITs房间规模位居第一的是美国。全美Top5租赁住房REITs的房间规模单支均超过4万间，其中规模最大的应数MAA，其房间规模高达10万间。仅次于美国，日本单支租赁住房REITs的平均规模在1万间左右，其中规模最大的为Advance Residence Investment Corporation，为1.8万间。英国租赁住房REITs的房间规模则远不及前两者，普遍在5,000间以下。

1.资料来源：《全球租赁住房REITs发展及估值逻辑报告》，ICCRA。



数据来源: Nareit, 各品牌年报, ICCRA统计分析

图2 美国Top5租赁住房REITs规模(间)



数据来源: 各品牌年报, ICCRA统计分析

图3 日本5支租赁住房REITs规模(间)

2. 资产种类

美国的21支租赁住房REITs以租赁式公寓为主,但也散见其他的资产种类。具体来说,该21支租赁住房REITs分别为3支预制房(Manufactured Homes) REITs、2支租赁式别墅(Single-family) REITs、1支学生公寓REIT,以及15支租赁式公寓REITs。

日本5支租赁住房REITs中,除Nippon Accommodations Fund Inc.的物业包含少部分学生公寓外,其余均为租赁式公寓。

相比前两者,英国的租赁住房REITs资产种类则体现出了明显的多元化特征。英国的8支租赁住房REITs包括老年公寓、学生公寓、租赁式公寓等。值得注意的是,英国租赁住房REITs中学生公寓占比达56.6%,在三个国家中比例最高。

3. 资产分布

美国的21支租赁住房REITs中,有94.6%将资产布局聚焦于本土市场,日本资产分布的本土化色彩更为浓厚,其租赁住房REITs的底层资产均分布在本国境内;相比之下,英国的租赁住房REITs则跨国程度较高,除本土资产外,其部分REITs(如Phoenix Spree Deutschland Limited)还大量布局于德国。

4. 市场集中度

美国市场中,仅Top5租赁住房REITs的市值总占比即超过85%,这些规模较大的租赁住房REITs在市场中产生了一定的垄断效果,而日本和英国租赁住房REITs的市值占比则较为分散,目前尚未出现具有压倒性优势的市场竞争者。

(二) 基于国际视角剖析租赁住房REITs的投资价值²

1. 基于收益率视角

美国住房租赁行业对新建项目、改造类项目一视同仁,均提出了标准化产品要求;同时,行业内部也采取严格的分级定档措施。这两种机制共同助力了住房租赁REITs开发成本的降低。参考NaREITs提供的2018年-2020年相关数据可知,近年来,美国REITs市场中租赁住房类型的投资回报收益率较办公、购物中心、酒店类型更为可观,长期居于前述业态之上。

2. 资料来源:《2022年我国租赁住房REITs市场建设及趋势展望》, ICCRA。

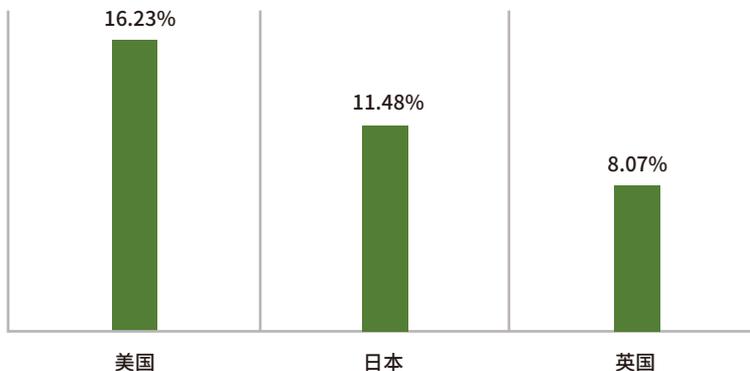
排序	2018年		2019年		2020年	
1	医疗养老	7.58%	工业物流	38.71%	数据中心	21.00%
2	基础设施	6.99%	数据中心	44.21%	S&P500	18.40%
3	长租公寓	3.70%	基础设施	41.95%	个人仓储	12.91%
4	个人仓储	2.94%	S&P500	31.49%	工业物流	12.17%
5	工业物流	-2.51%	办公	31.42%	基础设施	7.25%
6	S&P500	-4.38%	长租公寓	26.32%	REITs指数	-8.00%
7	REITs指数	-4.62%	REITs指数	26.00%	医疗养老	-9.86%
8	酒店及度假村	-12.82%	购物中心	25.03%	长租公寓	-15.34%
9	数据中心	-14.11%	医疗养老	21.20%	办公	-18.44%
10	办公	-14.50%	酒店及度假村	15.65%	酒店及度假村	-23.60%
11	购物中心	-14.55%	个人仓储	13.70%	购物中心	-27.64%

数据来源: NaREITs, ICCRA整理

表2: 美国不同类型REITs的投资回报收益率

2. 基于股价变动视角

美国和日本租赁住房REITs股价的年复合增速(CAGR)在过去的3年中业已超过10%, 英国相对稍慢, 尚不足10%, 但也达到8%。



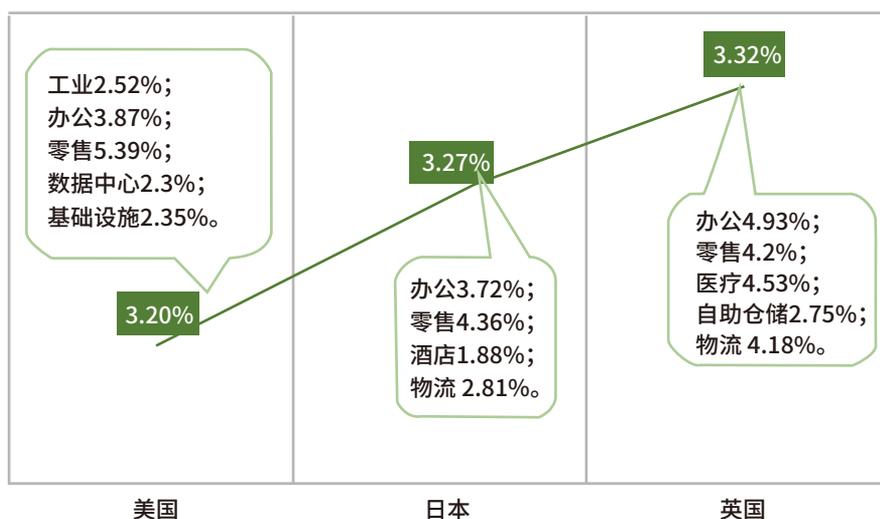
数据来源: Bloomberg, ICCRA整理分析

图4 全球主要国家租赁住房REITs股价复合增加率(2018-2021)

CAGR的高低与租赁住房REITs底层资产的发展状况息息相关。以美国股价增速最快的一支住房租赁REITs——MAA为例。截至2020年底，MAA的房间数量已达100,489间，这也使其成为目前美国规模最大的租赁住房REITs。回溯其近年来的发展历程，不难发现，自2015年至2020年，MAA每年翻新的公寓超过8000间，在此基础上，翻新后公寓平均租金上涨幅度得以达到8.8%。同时，得益于旧有物业翻新改造实现的利润上涨，MAA的1年期回报率达到44.9%，也位居前列。借着上述各方面齐头并进的发展合力，MAA的3年CAGR最终高达26.26%。

3. 基于派息率视角

综合美、日、英三国的租赁住房REITs派息率数据来看，三国的派息率数值差异不大，且均低于所有业态REITs的平均派息率。正是因为对应的股息支付率波动较小，故租赁住房REITs产品在该方面相对更易受到投资人的青睐。

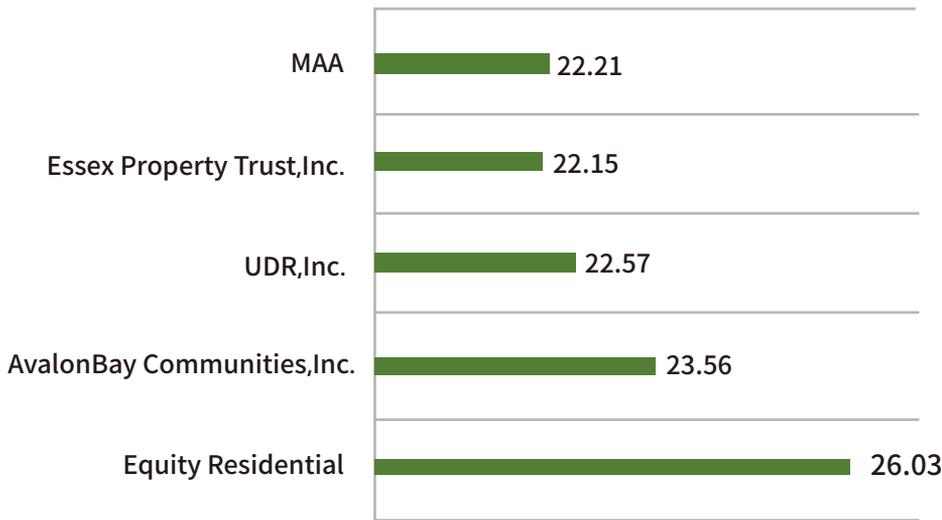


数据来源：Bloomberg、ICCRA整理分析

图5 全球主要国家租赁住房REITs派息率(2020年)

4. 基于估值视角

基于现金流贴现法(P/FFO)从估值水平视角观察，2015-2020年间美国租赁住房REITs的估值水平始终维持在19-23之间，2020年该数据为22.1；同时，横向比较美国TOP5租赁住房REITs的P/FFO估值，不难发现各产品的数值基本维持在同一水平。这些数据展现出了较为成熟的市场发展现状，也可推知相关投资者普遍具有较高的市场认知度。

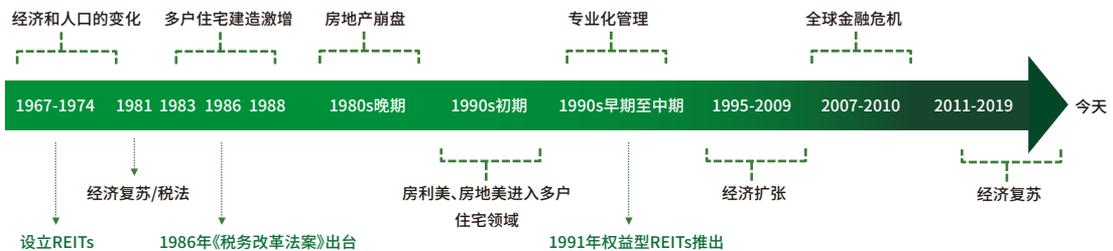


数据来源: Nareit, ICCRA整理分析

图6 美国TOP5租赁住房REITs估值表现(2020年)

(三)REITs对住房租赁行业发展的国际经验

从全球租赁住房REITs市场来看,REITs的设立和发行成为推动各国住房租赁行业发展的中坚力量。以美国为例,美国住房租赁行业经历了前后80年的不断发展,其中,REITs的推出成为行业发展的关键节点,尤其是在1991年,美国推出了权益型REITs,加速推动了行业的发展和进步,也成为机构化规模扩张的助推器。根据美国多家庭租赁住房委员会(NMHC)的统计显示,美国TOP10的住房租赁机构中有5家为REITs企业,如MAA、EQR、Avalon Bay,而这些企业大规模的扩张都集中在权益型REITs推出后的时期。



资料来源: ICCRA

图7 美国住房租赁行业发展情况

根据境外的实践经验, REITs对于推动一国住房租赁行业的发展具有重要意义。首先, 发展租赁住房REITs, 可以盘活租赁住房企业的存量资产, 通过经营现金流证券化的方式使企业获得融资, 为企业提供有效的退出渠道。其次, 发展租赁住房REITs, 可以带动增量投资, 企业运用退出所获融资可以进行进一步的规划与投资, 形成住房租赁行业的资金链条闭环, 实现投融资良性内循环。再次, 租赁住房REITs作为权益型的成熟资产持有平台, 为企业提供了可持续发展的“开发、运营、盘活”的新模式, 提高了住房租赁行业的直接融资比例, 可以有效降低行业的杠杆率和金融风险。最后, 租赁住房REITs的发展和壮大, 也有利于推动住房租赁市场的专业化、机构化、规模化发展, 解决目前住房租赁市场存在的供给结构失衡问题, 提升整体的租赁服务水平。

PART 003

中国租赁住房REITs发展现状

由于中国公募REITs试点工作起步较晚, 且初期集中于限定的基础设施领域, 迄今为止, 中国租赁住房领域尚未发行过公募REITs产品, 但是之前中国的租赁住房市场已经在ABS产品、类REITs产品形态上做过很多尝试, 并且已经积累相当的经验。

(一)租赁住房类REITs产品发行情况

租赁住房在ABS、类REITs市场已发行多单产品, 对于稳定住房租赁市场、探索住房租赁在资本市场的发展有积极作用。截至2019年底, 中国市场相继推出了30只租赁住房类REITs产品。租赁住房类REITs产品是以私募方式发行的非标准化REITs产品, 现以“专项计划+私募基金+项目公司”模式持有底层资产(租赁住房)产权, 未来可以根据公募REITs的产品架构实施最终搭建, 是对推出公募REITs的有益探索, 为公募REITs的推出积累了经验。³

3. 资料来源:《中国REITs市场》, 蔡建春、刘俏、张峥、周芊等著。

表3 租赁住房类REITs产品发行情况

产品全称	发起/原始权益人	发行时间	发行规模 (亿元)	交易场所
中联前海开源-华侨城租赁住房一号第一期资产支持专项计划	深圳华侨城股份有限公司	2019年9月	21.50	深圳证券交易所
中山证券-佳兆业城中佳画住房租赁1期资产支持专项计划	创享家租赁服务(深圳)有限公司、深圳市佳兆业城中佳画发展有限公司	2019年8月	2.34	深圳证券交易所
中山证券-东兴企融-朗诗寓长租公寓一期资产支持专项计划	朗诗集团股份有限公司	2019年7月	3.51	上海证券交易所
国君-广州人才租赁第一期资产支持专项计划	广州开发区人才工作集团有限公司	2019年4月	5.04	上海证券交易所
中联前海开源-华发租赁住房一号第一期资产支持专项计划	珠海华发实业股份有限公司	2019年3月	15.48	上海证券交易所
海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划	海南省发展控股有限公司	2019年3月	8.70	深圳证券交易所
平安汇通-平安不动产朗诗租赁住房1期资产支持专项计划	平安不动产有限公司	2019年3月	10.68	上海证券交易所
中信建投-远洋地产长租公寓1号第一期资产支持专项计划	北京远盛丰房地产开发有限公司	2019年1月	3.08	深圳证券交易所
国开-上海地产第一期公共租赁住房资产支持专项计划	上海市申江两岸开发建设投资(集团)有限公司	2019年1月	18.00	上海证券交易所
中联前海开源-恒大租赁住房一号第一期资产支持专项计划	恒大地产集团有限公司	2018年12月	11.80	上海证券交易所
华能信托-开源一世茂住房租赁资产支持专项计划-第一期	上海世茂佘山汇盈置业有限公司	2018年12月	2.00	上海证券交易所

产品全称	发起/原始权益人	发行时间	发行规模 (亿元)	交易场所
世茂-华能-开源住房租赁信托受益权第二期资产支持专项计划	上海薇捷企业管理有限公司	2018年12月	5.00	上海证券交易所
长江资管-武汉地产公租房资产支持专项计划	武汉城市发展投资有限公司	2018年11月	8.91	上海证券交易所
深创投安居集团人才租赁住房第一期资产支持专项计划	深圳市人才安居集团有限公司	2018年11月	31.00	深圳证券交易所
中信证券-阳光城长租公寓1号资产支持专项计划	福州开发区君凯经济发展有限公司	2018年9月	12.10	深圳证券交易所
中信证券-泰禾集团慕盛长租公寓1号资产支持专项计划	慕盛(北京)公寓管理有限公司	2018年9月	8.11	深圳证券交易所
中联前海开源-越秀租赁住房一号第一期资产支持专项计划	广州越秀集团有限公司	2018年8月	4.97	深圳证券交易所
华夏资本-优铖-景瑞三全公寓资产支持专项计划	中油资产管理有限公司	2018年7月	7.20	深圳证券交易所
中信证券-自如2号第3期房租分期信托受益权资产支持专项计划	北京自如众诚友融信息科技有限公司	2018年7月	3.00	上海证券交易所
世茂-华能-开源住房租赁信托受益权资产支持专项计划	上海薇捷企业管理有限公司	2018年7月	5.00	上海证券交易所
高和晨曦-中信证券-领昱1号资产支持专项计划	上海领昱公寓管理有限公司	2018年6月	2.50	上海证券交易所
中信证券-自如2号第2期房租分期信托受益权资产支持专项计划	北京自如众诚友融信息科技有限公司	2018年5月	3.00	上海证券交易所
中联前海开源-碧桂园租赁住房一号第一期资产支持专项计划	碧桂园控股有限公司	2018年4月	17.17	深圳证券交易所

产品全称	发起/原始权益人	发行时间	发行规模 (亿元)	交易场所
中信证券-自如2号第1期房租分期信托受益权资产支持专项计划	北京自如众诚友融信息科技有限公司	2018年3月	2.60	上海证券交易所
中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产支持专项计划	保利发展控股集团股份有限公司	2018年3月	17.17	上海证券交易所
招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划	深圳市招商置地投资有限公司	2018年2月	20.00	深圳证券交易所
新派公寓权益型房托资产支持专项计划	洋部落(北京)企业管理咨询有限公司	2017年11月	2.70	深圳证券交易所
中信证券·自如1号房租分期信托受益权资产支持专项计划	北京自如众诚友融信息科技有限公司	2017年8月	5.00	上海证券交易所
魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	魔方(南京)企业管理咨询有限公司	2017年1月	3.50	上海证券交易所
天津市房地产信托集团有限公司2012年度第一期资产支持票据	天津市房地产信托集团有限公司	2012年8月	20.00	银行间交易商协会

资料来源:《中国REITs市场建设》

(二)公募REITs产品发行情况

2020年4月,中国证监会、国家发改委提出推进基础设施领域REITs试点工作,随后,党中央、国务院及各部委相继出台政策以做好基础设施领域REITs试点项目申报工作。2021年4月23日至5月6日,沪深交易所受理10只公募REITs产品的注册申请;2021年5月17日,沪深交易所首批9只公募REITs产品获证监会注册;2021年5月26日至5月27日,首批9只公募REITs产品陆续发布发售公告,确认认购价格;2021年5月31日,首批公募REITs产品开闸发售。2021年11月29日,第二批公募REITs也启动了面向公众投资者的发售。

自2021年5月31日首批公募REITs产品开闸发售迄今,我国公募REITs市场已运行七个月。截至目前,共11个项目发行上市,涵盖产业园区、高速公路、污水处理、仓储物流、生物质能源等重点基础设施领域。

表4 公募REITs产品发行概览

基金简称	原始权益人	项目公司	底层资产	基金管理人
华安张江光大REIT	-上海光全投资中心(有限合伙) -光控安石(北京)投资管理有限公司	上海中京电子标签集成技术有限公司	产业园: 张江光大产业园	华安基金管理有限公司
浙商沪杭甬REIT	-浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 -杭州市交通投资集团有限公司 -杭州市临安区交通投资有限公司 -杭州余杭交通集团有限公司	浙江杭徽高速公路有限公司	高速公路: 沪杭甬高速浙江段	浙江浙商证券资产管理有限公司
富国首创水务REIT	北京首创股份有限公司	-深圳首创水务有限责任公司 -合肥十五里河首创水务有限责任公司	污水处理: 合肥、深圳污水净化项目	富国基金管理有限公司
东吴苏园产业REIT	-苏州工业园区科技发展有限公司 -苏州工业园区建屋产业园开发有限公司 -苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司	-苏州工业园区科智商业管理有限公司 -苏州工业园区艾派科项目管理有限公司	产业园: 国际科技园五期B区	东吴基金管理有限公司
中金普洛斯REIT	普洛斯中国控股有限公司	-昆山普淀仓储有限公司 -苏州普洛斯望亭物流园开发有限公司 -普洛斯(广州)保税仓储有限公司 -广州普洛斯仓储设施管理有限公司 -佛山市顺德区普顺物流园开发有限公司 -北京普洛斯空港物流发展有限公司	仓储物流: 普洛斯物流园	中金基金管理有限公司
博时蛇口产业园REIT	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	-深圳市万融大厦管理有限公司 -深圳市万海大厦管理有限公司	产业园: 万融大厦、万海大厦	博时基金管理有限公司

基金简称	原始权益人	项目公司	底层资产	基金管理人
平安广州广河REIT	广州交通投资集团有限公司	广州交投广河高速公路有限公司	高速公路： 广河高速广州段	平安基金管理有限公司
红土盐田港REIT	深圳市盐田港集团有限公司	深圳市盐港现代物流发展有限公司	仓储物流： 深圳盐田区物流中心	红土创新基金管理有限公司
中航首钢绿能REIT	首钢环境产业有限公司	北京首钢生物质能源科技有限公司	生物质能源： 首钢鲁家山生物质能源项目	中航基金管理有限公司
建信中关村产业园REIT	北京中关村软件园发展有限责任公司	北京中发展壹号科技服务有限责任公司	产业园： 互创中心5号楼、协同中心4号楼和孵化加速期	建信基金管理有限责任公司
华夏越秀高速REIT	越秀(中国)交通基建投资有限公司	湖北汉孝高速公路建设经营有限公司	高速公路： 汉孝高速	华夏基金管理有限公司

资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所

(三)保障性租赁住房公募REITs产品展望

保障性租赁住房与市场上普通租赁住房不同，旨在解决新市民、青年人等群体的住房问题，属于“政策性租赁住房”，由政府给予土地、财税、金融等政策支持。保障性租赁住房REITs是以保障性租赁住房项目为基础资产的不动产投资信托基金。发展保障性租赁住房REITs，可以盘活存量资产，带动增量投资，形成保障性租赁住房行业的资金链条闭环，从而实现投融资良性内循环。

在我国租赁住房类REITs产品的积极探索之上，保障性租赁住房公募REITs产品未来可采取“证券投资基金+ABS”的整体交易框架，具体如下：

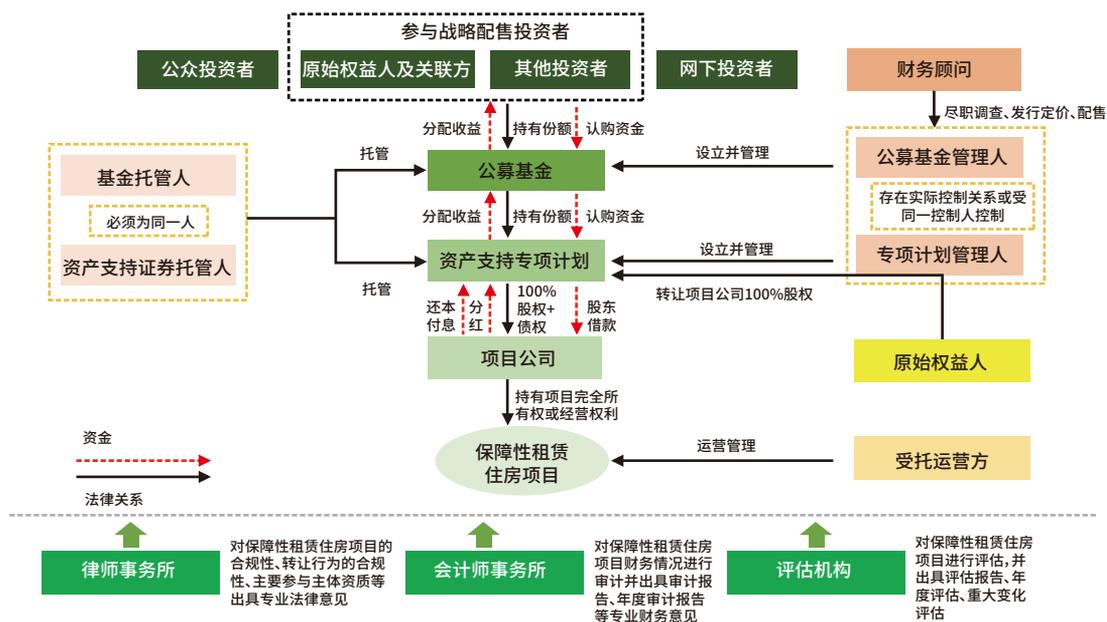


图8 保障性租赁住房公募REITs整体交易框架

2021年是我国基础设施公募REITs的发行元年，目前上市的公募REITs中，涵盖范围有生态环保基础设施、交通基础设施、园区基础设施以及仓储物流基础设施。随着保障性租赁住房纳入基础设施REITs项目，地方出台的保障性租赁住房相关政策文件中，纷纷明确支持符合条件的保障性租赁住房项目申报基础设施领域REITs试点。

根据公开新闻报道，目前，已有多地开展保障性租赁住房公募REITs工作，多家企业正在积极准备公募REITs申报。以重庆为例，重庆市公共住房开发建设投资有限公司基础设施公募REITs项目已完成招标工作，该项目预计规模为75亿元至100亿元，底层资产为空港乐园和民心佳园公租房，规模共计48,180套（间），2021年2-5月的租金收入合计10,112万元；深圳市人才安居集团也在积极准备公募REITs申报；广州人才工作集团有限公司就“广州香雪国际公寓”作为基础资产，积极准备发行保障性租赁住房公募REITs；南京市举行“保障性租赁住房项目集中交付暨新项目集中开工、公募REITs集中签约”活动，期间集中签约了3个保租房公募REITs合作框架协议，预计发行金额35亿元-40亿元……此外，还有一些全国性布局的企业如华润有巢，以及地方性深耕的企业如上海城投集团，均具备了相当可观的保障性租赁住房规模，这些企业都将作为保障性租赁住房公募REITs的生力军。

PART 004

中国保障性租赁住房REITs的痛点问题

(一) “保障性租赁住房”的范围问题

在我们确定是否适用保障性租赁住房的相关政策，特别是要判断是否属于“发改投资〔2021〕958号”文中所述的保障性租赁住房的试点范围时，首先就面临一个资格认定的问题，即到底哪些项目属于保障性租赁住房项目，这一问题也是实践操作过程中困扰项目发起人的问题之一，因为对于“保障性租赁住房”目前我们国家并没有一个统一的明确的定义标准，并且各个地方还有其自身的一些特色的规定。

在国家层面，根据国务院办公厅于2021年6月24日发布的《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22号），其中虽然约定了要明确对象标准，但是仅从定性方面对于“保障性租赁住房”做出了原则性的规定，即是指“主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，以建筑面积不超过70平方米的小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金，准入和退出的具体条件、小户型的具体面积由城市人民政府按照保基本的原则合理确定”，并将具体的一些标准下放给了市一级的人民政府。

在地方层面，各地针对保障性租赁住房的认定标准也出台了各自的政策，主要从建筑面积、租金水平等方面予以限定，简要列举如下：

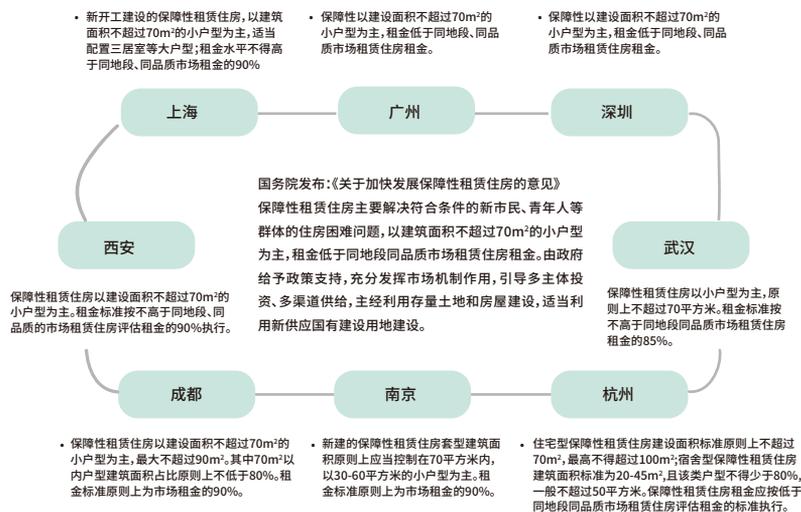


图9 部分热点城市保障性租赁住房认定标准汇总

租金低于同地段同品质市场租赁住房租金，
租金每年涨幅不高于同地段同品质市场租赁住房租金同期涨幅，且不超过5%。

目前，综合各地已经出台的保障性租赁住房认定政策，大致可以从以下三个方面进行判断：

(1) 资产属性，主要涵盖五大来源：租赁住房用地（含非居住存量建设用地转型为租赁住房用地）上建设的租赁住房；集体经营性建设用地上建设的租赁住房；非居住建设用地上配套建设的租赁住房；按照当地非居住存量房屋改建租赁住房的相关规定合规纳管的改建租赁住房；居住用地上配建的租赁住房和建设的其他租赁住房。

(2) 户型面积：以中小户型为主，70平方米以下户型住房建筑面积占项目住房建筑面积的比例，应不低于70%。

(3) 租金标准：租金低于同地段同品质市场租赁住房租金的90%（大部分城市要求标准）。

需要特别提出的是，近日，为明确和规范保障性租赁住房项目认定规则，2022年2月15日，广州市住房和城乡建设局率先发布《广州市保障性租赁住房项目认定办法（征求意见稿）》，在2月16日至3月17日面向社会公开征求意见，对保障性租赁住房认定条件予以明确。

具体看，广州市政府对于保障性租赁住房项目从各个方面都提出了严格的要求：

(1) 保障性租赁住房项目以建筑面积不超过70平方米的小户型为主。

(2) 租金低于同地段同品质市场租赁住房租金，租金每年涨幅不高于同地段同品质市场租赁住房租金同期涨幅，且不超过5%。

(3) 出租对象主要为在广州工作或生活的新市民、青年人等住房困难群体。

(4) 保障性租赁住房项目应为集中式租赁住房，房源规模原则上不少于10套（间）。

(5) 保障性租赁住房项目运营期限不得超过经批准的土地使用年限和租赁合同年限，具体标准为：1.新供应国有建设用地新建项目的房源，自持年限内原则上不得退出保障性租赁住房管理；2.企事业单位自有存量土地新建、产业园区配套用地新建和集体经营性建设用地新建项目的房源，运营期限原则上不少于10年；3.存量房屋改建（含居住和非

居住)项目运营期限原则上不少于8年;4.城中村住房等存量房源整租运营、通过城市有机更新项目配置中小户型住房和其他途径筹集项目运营期限原则上不少于5年。

(6)保障性租赁住房不得分割登记、分割转让、分割抵押,不得上市销售或变相销售。

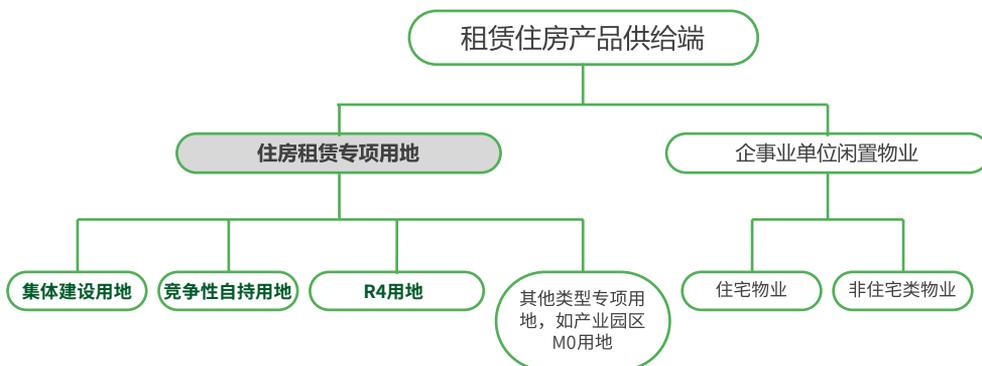
对于不符合标准的,拒绝整改或限期整改后仍达不到标准的保障性租赁住房项目;或运营期限未达到规定年限,因破产清算、征收拆迁等其他原因确需退出的保障性租赁住房项目,广州住房城乡建设部门将撤销项目认定书。

可以预见,随着保障性租赁住房项目的不断推进,其他重点城市或将跟进出台类似认定办法,明确对于保障性租赁住房项目的认定标准。

(二)“保障性租赁住房”的土地权属问题

根据“发改投资〔2021〕958号”文,其附件对于“在基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报要求”做出了详细规定,其中包括但不限于:(1)基础设施项目权属清晰、资产范围明确,发起人(原始权益人)依法合规直接或间接拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权。项目公司依法持有拟发行基础设施REITs的底层资产;(2)土地使用依法合规……等。

但是,从下图中我们可以看出,实际上目前我们可以用来作为租赁住房项目的用地,可以拥有多个来源,是非常复杂的供地状况。按照大类划分可以分为两大类,即(A)住房租赁专项用地,其中包括有集体建设用地、竞争性自持用地、R4用地、产业园M0用地,和(B)企事业单位闲置物业用地,其中又可以分为住宅物业和非住宅类物业。



资料来源:公开信息、ICRA整理

图10 我国租赁住房资产和土地类型

(1) 集体建设用地

国土资源部和住建部于2017年8月21日印发了《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等13个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。2020年，试点城市增加至18个（成都、福州、南昌、青岛、海口、贵阳）。

集体土地租赁住房项目的陆续开工建设和入市运营，对稳定一线城市住房租赁市场，推进城乡统筹发展，促进集体土地优化配置和节约集约利用，将发挥积极作用。这项改革也是一次多方受益的尝试：对于村集体而言，可以获得长期稳定收益、享受经营分红；对于企业而言，可以通过项目追求长期经营可持续发展；对于租户而言，在一线城市租房又增添了新的选项。同时，从2018年开始，多个城市提出了未来3-5年的租赁住房建设计划，未来租赁住房建设规模将显著提升。

(2) 竞争性自持用地

房价不断上涨，新增面积少，尤其是在一线城市或者强二线城市的热门土地，在土地出让时要求自持是必然趋势，但是各地的自持比例和要求又不尽相同⁴：

(i) 上海15%自持——2016年5月，上海出台土地招投标政策要求，开发商新开项目必须持有15%的房源进行经营；

(ii) 北京100%自持——2016年11月，北京市住建委就《本市“限房价、竞地价”项目自持商品住房租赁管理有关问题的通知》公开征求意见，提出自持商品住房应全部用于对外租赁，不得销售，持有年限拟为70年；

(iii) 热点二线城市竞报自持——杭州、南京、佛山、宁波在某些地块出让的出让条例里，一般是设最高限价，超过最高限价后竞报自持比例或配建养老公寓、保障房比例等，城市范围有扩大的趋势。

过去开发商最不愿意介入就是运营业务，因为周期长、毛利低。这意味着传统的高周转、高杠杆、快速去化的开发模式必须进行调整，才能在将来土拍时占得一席之地。

(3) R4专项用地

R4专项用地指的是专门用于租赁住房建设的国有用地，尤其以上海比较突出，构成了上海租赁住房的主要土地供给方式。根据仲量联行发布的《中国长租公寓市场白皮书》

4. 资料来源：《我国租赁式社区发展现状及趋势解读》，ICCRA。

统计,截至2021年年中,上海共计出让137幅R4用地,可供建设17.6万套长租公寓,是现有存量的2.5倍。在目前已出让的R4用地中,90%以上的地块竞得人为国有企业,其中上海地产、张江集团、上海城投等持有R4地块数量最多。在已出让的137幅R4地块中,有5个地块项目合计约5,000套租赁住宅已竣工并开始运营,预计其余将在未来几年陆续推向市场。

从已出让的R4用地中可以看出,外环以外的未来新建长租公寓套数占总新建套数的60.2%,是未来供应的主要方向;其次为内中环间(22.4%)和中外环间(16.1%)。此外,未来项目将向大型租赁社区方向发展,尤其是外环外的未来项目平均单体体量高达1463套。

(4)企事业单位闲置物业用地

2020年,地方政策的主要发力点是增加其他非住宅类型的房地产进入租赁市场,允许闲置和利用效率低的办公楼和商铺改造成为租赁住房。相比于市场的需求,我国非住宅类的地产物业显得供给过剩。例如,在一线城市,许多办公楼都面临着空置率过高的问题,一线以下的城市则更显严峻。而另一方面,住宅进入租赁市场也面临着供给不足、收益率低的问题。而且,较少的供给来源使得长租市场在量价上很容易受到住房交易市场的影响。因此,允许非住宅进入住房租赁市场可以盘活运作效率较低的非住宅不动产,而且在稳定租金方面也能发挥更大的作用,避免供应的变化引起租金的剧烈变动。

(三)“保障性租赁住房”的收益率问题

根据“发改投资〔2021〕958号”文的规定,要符合“在基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报要求”,其中对于基础设施的收益率还有一个刚性的要求,即要求基础设施项目成熟度必须符合以下指标:

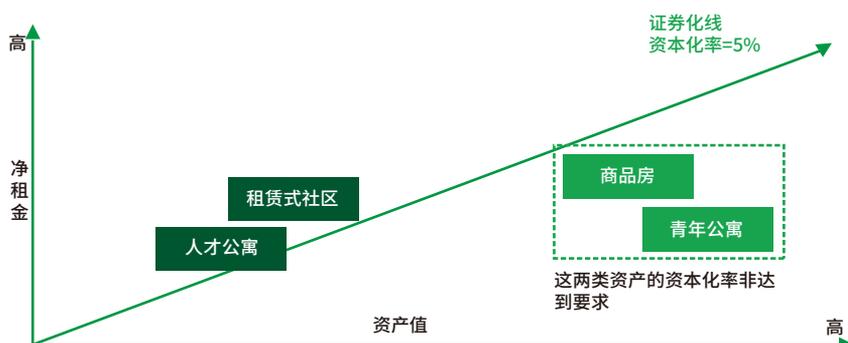
(1)项目运营时间原则上不低于3年。对已能够实现长期稳定收益的项目,可适当降低运营年限要求。

(2)项目现金流投资回报良好,近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正。

(3)项目收益持续稳定且来源合理分散,直接或穿透后来源于多个现金流提供方。因商业模式或者经营业态等原因,现金流提供方较少的,重要现金流提供方应当资质优良,财务情况稳健。

(4)预计未来3年净现金流分派率(预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值)原则上不低于4%。

可见要作为公募REITs的合格的基础资产，项目本身的回报率也是至关重要的，否则根本不具备发行条件。但是，根据目前中国现有的租赁住房的种类进行测算，我们会发现通常我们认为更加盈利的商品房、青年公寓产品反而资本化率更低，相反，能够符合资本化率要求的反而是人才公寓、租赁式社区等保障性租赁住房产品。



资料来源：ICCRA

图11 不同租赁住房种类的资本化率测算

通过分析我们也不难理解其中背后的原因，因为在重资产模式下，企业租赁住房项目的收益率表现如下⁵：

$$\text{重资产模式下的收益率} = \frac{\text{租金收入} + \text{非租金收入} - \text{运营成本}}{\text{土地成本} + \text{建设/改造成本}}$$

根据以上计算公式可知，分母、分子两个部分都会影响重资产模式下企业的收益率，具体分析如下：

(1) 分母部分——开发成本

即项目开发成本，包括土地成本和建设/改造成本两部分，其中对租赁住房投资融资影响更为深远的是土地成本。从全球发达经济体来看，通过合理让渡地价的方式降低供地阶段获取土地的成本是国际通行做法。目前，我国中央和地方已经就住房租赁专项用地的合理让渡地价进行了相当程度的探索和实践，其中最为显著的就是上海的R4用地。此外，由于保障性租赁住房具有的“民生性”“保障性”色彩，各地政府均对保障性租赁住房出台特殊优惠政策，其拿地成本相比普通租赁住房而言更低。按照以往项目的测算，住宅用地（R4）的楼面地价通常与市场拿地价格持平或下浮30-60%；集体用地折算后的楼

5. 资料来源：《2022年我国租赁住房REITs市场建设及趋势展望》，ICCRA。

面地价通常与市场拿地价格相比可以下浮50%以上甚至更多。

(2) 分子部分——运营利润

即项目运营利润，一般以租金收入加上非租金收入再减去运营成本的方式计算。运营利润主要受资产布局、产品类型及标准化程度、运营管理水平等因素的影响。

首先，从资产布局角度看，租住需求最高的区域往往是核心城市、核心区域，如果企业的资产集中布局在这些区域，将有利于提高整体收益率水平。放眼全球，以日本估值最高的Advance Residence Investment Corporation为例，其在东京核心23区布局的资产对其整体净利润(NOI)的贡献度达到68.91%。在一定程度上，保障性租赁住房项目相对比较吃亏，其往往不会布局在城市的最核心地带，分布以非城市核心区、城市待发展区域为主，相对处于近郊区或城市边缘地带，对于公司整体的收益率水平贡献度不高。

其次，从产品类型及标准化程度角度看，国际上的住房租赁产品类型大致包括青年公寓、租赁式社区、宿舍型公寓、高端服务式公寓、学生公寓等，不同类型产品的租金坪效和运营成本均有所不同，进而反映在收益率上。而产品标准化程度与收益率呈正相关，产品标准化程度越高，收益率也会更高。

最后，从运营管理水平角度看，运营管理能力(以EBITDA作为量化指标)与收益率水平呈正相关，相关系数高达0.92。一般而言，运营管理能力可从多个维度进行衡量，包括毛利润率(GOP)、续约率、租户满意度等，同时，研发经费的投入、新技术的应用也将对运营管理能力产生重要影响。

通过上面分析我们也不难看出，目前我国的保障性租赁住房项目的资本化率之所以能够高于市场平均水平，并且基本满足公募REITs试点办法中所要求的收益率水平，主要还是缘于拿地成本低，大幅降低了分母的数额，但是未来的发展重心更应该放在提高分子的比重上，例如通过选址更核心的位置、增强产品的标准化程度，同时聘请高水平的项目运营管理方来提高运营收益，从而间接提高资本化率。

(四) “保障性租赁住房”的税务优惠问题

同公募REITs试点下其他类型的基础资产相比而言，保障性租赁住房还有一个突出的特点，就是国家和各级政府层面都给予了保障性租赁住房一系列的特殊的优惠政策，包括但不限于土地政策、金融政策、税务优惠政策等等，对于降低保障性租赁住房项目的前期投入成本以及后期运营成本都发挥了重要的作用，正是因为这些政策，才使得保障

性租赁住房的公募REITs项目在商业上成为可能。

2021年6月24日,国务院办公厅从国家层面发布了《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》,其中分六大方面详细阐述了给予保障性租赁住房的政策支持和优惠政策。随后浙江省、广东省、重庆市等省(直辖市)一级政府也纷纷出台了各自的地方性关于加快发展保障性租赁住房的实施意见。通过对比,简单归纳为以下几个方面:

(1) 土地支持政策:针对6种建设方式分别明确了土地支持政策,对于“住改租”“非改租”“非居住土地新建”可维持原供地方式,不补缴土地价款,原土地使用年限不变,探索利用集体经营性用地建设保障性租赁住房;将产业园区中工业项目配套建设行政办公及生活服务设施的用地面积占项目总用地面积的比例上限由7%提高到15%;对出让的国有建设用地,可出让、租赁或划拨等方式供应,享受分期缴纳出让价款等支持。

(2) 资金支持。支持符合条件的项目申报中央预算内投资专项资金,用于新建、改建保障性租赁住房及其配套基础设施建设。统筹使用中央财政资金,对符合规定的保障性租赁住房建设任务予以补助。市、区县财政可对符合条件的保障性租赁住房项目给予奖补。

(3) 金融支持。建立健全与金融机构的对接机制,支持银行业金融机构以市场化方式向保障性租赁住房自持主体提供长期低息贷款。支持向改建、改造存量房屋形成非自有产权保障性租赁住房的住房租赁企业提供贷款。完善与保障性租赁住房相适应的贷款统计,在实施房地产信贷管理时予以差别化对待,保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。支持银行业金融机构发行金融债券,募集资金用于保障性租赁住房贷款投放。支持企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债券融资工具等公司信用类债券,用于保障性租赁住房建设运营。企业持有运营的保障性租赁住房具有持续稳定现金流的,可将物业抵押作为信用增进,发行住房租赁担保债券。支持商业保险资金按照市场化原则参与保障性租赁住房建设。以及开展保障性租赁住房基础设施REITs(不动产投资信托基金)试点,鼓励银行、资产管理公司、政府产业基金、企业年金参与租赁住房基础设施REITs产品的战略配售和投资。

(4) 在税收支持政策方面,2021年7月,财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部发布《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》(财政部、税务总局、住房和城乡建设部公告2021年第24号),明确了对住房租赁企业的税收支持,涉及增值税、房产税两大税种。住房租赁企业中的增值税一般纳税人向个人出租住房取得的全部出租收入,可以选择适用

简易计税方法,按照5%的征收率减按1.5%计算缴纳增值税,或适用一般计税方法计算缴纳增值税;住房租赁企业中的增值税小规模纳税人向个人出租住房,按照5%的征收率减按1.5%计算缴纳增值税;住房租赁企业向个人出租住房适用上述简易计税方法并进行预缴的,减按1.5%预征率预缴增值税。对企事业单位、社会团体以及其他组织向个人、专业化规模化住房租赁企业出租住房的,减按4%的税率征收房产税。

(5)在水电气热价格优惠政策方面,供水、供电、供气、供热部门对取得保障性租赁住房项目认定书的项目,在项目运营期内水电气热收费价格按照居民标准执行。

总结和展望

预计2022年将是保障性租赁住房公募REITs大幕拉开的元年,公募REITs将推动我国住房租赁行业发展进入新纪元。

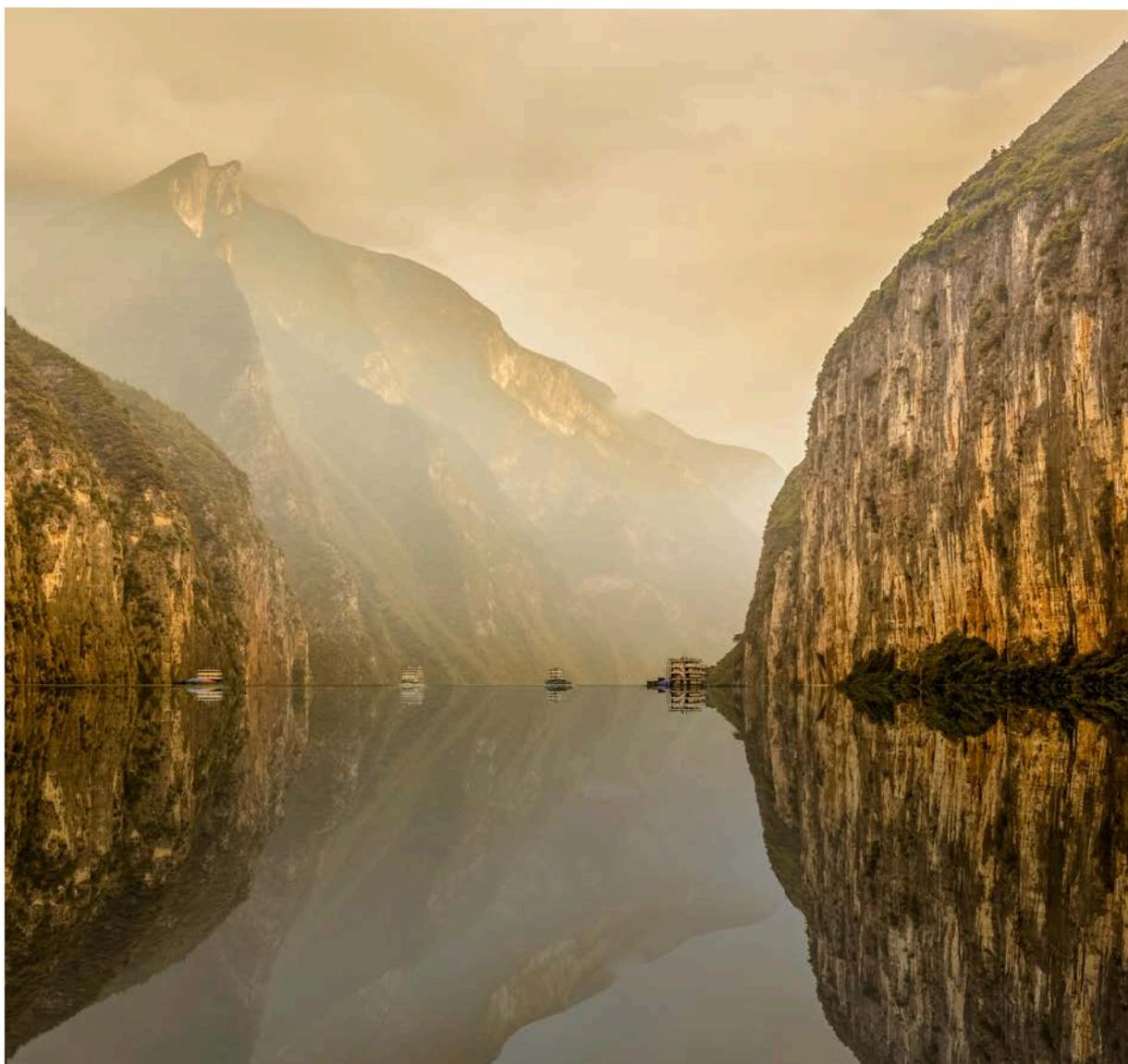
首先,通过公募REITs将运营成熟的重资产打包进行上市,盘活存量资产,实现“轻重资产”分离,使住房租赁企业更加专注于提升资产运营管理能力。

其次,REITs还是一个主动管理工具,通过公开市场产品发行,信息披露要求明确、透明,能够帮助提升运营管理效率;同时,为了提高REITs的收益率,会迫使住房租赁企业更加专注于运营能力的提升。

再次,作为一种主动管理型工具,由于公募REITs每年收益分配比例不低于年度可供分配利润的90%,实际上是以全新的REITs租金分红逻辑改变传统房地产的高周转销售逻辑,从而避免房地产价格和租金过快上涨预期,这也是REITs被认为是房地产市场长期健康发展稳定器的主要原因。最后,REITs的扩募机制也将为租赁住房市场带来更多的机遇和想象空间。



孟宪石
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2159
mengxianshi@zhonglun.com



清洁能源基础设施公募REITs项目的重点法律问题解析

马会军、贾勇、周洁娴、陈奇

2020年4月,中国证监会和国家发改委联合发布《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》(发改办投资〔2020〕586号,以下简称“**586号文**”),标志着中国版公募REITs正式启动。全球REITs市场来看,基础设施与持有型不动产是REITs的两大类主要基础资产,我国公募REITs从基础设施领域开始试点,体现了决策层推动国家重大战略实施、促进基础设施高质量发展、服务实体经济的战略意图。

2021年6月,国家发改委发布《国家发展改革委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**”)将试点基础设施范围进一步扩大,新增了能源基础设施行业作为试点,包括风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目以及特高压输电项目,增量配电网、微电网、充电基础设施项目,分布式冷热电项目。

2022年1月,国家发改委、国家能源局发布《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》(发改能源〔2022〕206号),提出“推动清洁能源相关基础设施项目开展市场化投融资,研究将清洁能源项目纳入基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点范围。”2022年2月,深交所正式受理鹏华深圳能源清洁能源封闭式基础设施证券投资基金注册申请。该项目底层资产为位于粤港澳大湾区核心城市深圳市大鹏新区的深圳能源东部电厂(一期)项目,是目前粤港澳大湾区核心城市深圳市装机容量最大、设备最先进、效率最高的两座天然气发电厂之一。项目募集资金用于“碳中和”及其他清洁能源基础设施项目,拟将回收资金全部用于新建光伏电厂、风力电厂、垃圾发电、燃机电厂的建设资金投入。

本文拟基于现行法律法规与监管政策对清洁能源基础设施公募REITs申报与发行过程中涉及的重点法律问题予以解析。

PART 001

清洁能源与双碳战略

2020年9月,国家主席习近平在联合国大会上发表重要讲话时表示:“中国将提高国家自主贡献力度,采取更加有力的政策和措施,二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,争取在2060年前实现碳中和。”为达到双碳目标,我国加速推进能源结构转型,需要电力结构由以煤为主体向以清洁能源为主体转型。

双碳目标承诺,无疑将为国内清洁能源产业注入长期发展动力,清洁能源将成为一个确定性强、长期的、广泛的产业机遇,呈现出多样化的产业发展机会。我国对清洁能源发展高度重视,投资额连续多年位居全球第一,水电、风电、光伏发电装机容量稳居全球首位。

在这样的宏观背景下,通过优质的清洁能源基础设施资产发行公募REITs上市,企业可以通过权益性融资方式,盘活存量资产,降低资产负债率,提前回收现金流,募集资金支撑主业发展,投资于新的清洁能源项目,形成“项目开发——REITs处置退出——新项目再开发”的良性循环模式。因此,清洁能源企业对于通过发行公募REITs产品拓展项目退出渠道、拓宽投资资金来源具有浓厚兴趣与强烈动力。

PART 002

清洁能源基础设施公募REITs项目的主要法律问题

2021年6月21日,我国首批9只基础设施公募REITs上市,从底层资产属性层面,9只公募REITs可分为永续的产权类项目和有期限的特许经营权项目两种,其中产权类REITs共5只,特许经营权类REITs共4只。从风险收益层面,公募REITs介于债券与股票之间,特许经营收费权类项目偏债,而产权类项目则偏股。清洁能源项目现金流主要为能源销售收入,上网电价因受行业政策影响基本保持不变,比较接近于收费权公募REITs,是比较有确定性的资产,因资产成长性弱,预计投资者对其现金分派率要求较高。¹

清洁能源基础公募REITs项目主要涉及如下法律问题:

1.高金山、顾磊,碳中和背景下风电公募REITs探索实践[J],现代金融导刊,2021(11)。

1.基础设施项目合法合规性

清洁能源REITs的底层资产主要包括项目建设用地使用权、房屋建筑物和重要生产设备所有权、能源收费权。由于REITs的存续期间比传统资产证券化项目长，独立运营要求更高，因此对项目运营阶段的合规性审查有更高的要求。

律师应当就基础设施项目合法合规性发表法律意见，一般而言，能源基础设施项目合法合规性审查包括但不限于如下事项：

项目阶段	合规性审查关注点
项目取得	土地使用权的取得是否合法合规，土地使用权出让价款是否已足额缴付，土地使用权性质是否符合监管要求
前期阶段	固定资产投资立项审批、可研批复等
建设阶段	规划许可手续、施工许可手续、环评、节能审查等
验收阶段	专项验收手续(包括规划、环评、消防、节能、人防等)、工程竣工验收手续、机组启动验收等
产权确权	不动产是否取得了不动产权证书，公共配套设施是否可以合法长期使用，生产设备的取得是否合法合规等
运营阶段	业务资质许可、排污许可、收费许可协议、天然气采购等主要原材料供应、并网发电等运营协议、设施设备运营寿命、保险情况等

水电站需具备前期工作中的征地、移民、环保和水保等手续和立项报批程序，因历史原因部分规模较小的水电站较可能存在征地等手续并不完善的情况，须重点关注。

风电项目需大面积用地，且用地性质普遍复杂，土地产权是需要重点关注的问题。用地问题主要集中在集体土地租赁、国有土地租赁出让划拨、林地占用、草地占用、农用地占用等方面，需要具体分析。

光伏电站因项目不同，用地要求重点也有区别。如大型光伏地面电站，渔光互补、农光互补、林光互补光伏项目等，需要考虑土地的性质、用途、规划、权属等情况。集中式地面电站需要大量土地，许多项目是租赁而来，并不持有产权，须对所租赁土地的权属和用途、批准流程、租赁是否纠纷等进行充分核查，确保符合合规要求。

2. 电费收费权来源合法性

电力上网收费权是清洁能源基础设施REITs的底层现金流来源,收费权的合法形成有赖于以下两个条件:(1)电力主管部门核发的业务资质行政许可²;(2)企业开展售电业务基于电力购销协议有权取得的即期或远期的电费收入。

项目承办律师应当关注审核电力企业是否具备合法有效的电力业务许可证,及电力业务许可证有效期问题。

另外,电力企业应与供电公司(即购电人)签订《机组并网协议》《并网调度协议》《购售电合同》等一揽子协议,项目承办律师应对机组并网售电流程中与基础设施项目经营有关的全部协议进行审查,并应当在中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统进行查询,并要求相关方出具书面承诺函,确保收费权上不存在质押、查封、冻结等权利限制。

3. 基础设施项目转让行为合法性

就基础设施项目转让合法性问题,笔者认为应当重点关注如下四个方面:

第一, 国有资产转让的合法性。

根据586号文的要求,涉及国有资产转让的项目,应符合国有资产管理相关规定,PPP项目的股权转让,应获得合作政府方的同意。对基础设施项目的转让是否获得了合法有效的授权、对基础设施项目的转让是否获得了外部有权机构审批属于项目基金管理人、资产支持证券管理人、财务顾问、承办律师的尽职调查重点关注事项。项目原始权益人属于《企业国有资产交易监督管理办法》(国务院国有资产监督管理委员会、财政部令第32号)第四条规定主体的,原始权益人转让项目公司的股权属于《企业国有资产交易监督管理办法》中规定的国有产权转让行为,按照规定应履行企业国有产权转让的相关程序。

基础设施REITs发行重组过程中涉及的国有资产转让,是否需要履行必要的进场交易程序?若必须通过进场交易程序转让国有基础设施资产,理论上讲,发起人可能面临第三方摘牌竞得基础设施资产、设立公募REITs失败的风险,另外,若公募REITs募集资金低于挂牌价,也可能导致公募REITs发行失败。在目前已发行成功的公募REITs试点项目中,已有部分涉及国有资产转让的项目取得了相关国资监管机构的复函,同意在公募REITs

2. 根据《电力业务许可证管理规定》,发电企业在取得电力业务许可证(发电类),具备参与电力销售的主体资格后,方可正式开展电力上网销售行为。

项目中的国有资产转让,无需另行履行进场交易程序。笔者基于已有项目经验与对现有法律法规的理解,倾向于认为,从凝聚市场共识角度考虑,以协议转让方式进行公募REITs中涉及的国有资产转让,更符合原始权益人的交易目的。³并且,公募REITs产品是通过证券交易所公开发行的金融产品,项目所涉国有资产按照《基础设施基金指引》等证券监管制度要求,遵循等价有偿和公平公正的原则公开规范发行,按照市场化方式通过公开询价确定积极份额认购价格,进而确定基础设施资产交易价格,可以有效防止国有资产流失,实现国有资产保值增值。基于上述,国有产权转让事项无需另行履行国有资产公开交易程序具有法规支持与合理性。

已发行的REITs项目中,北京、深圳、广州等地国资委,均异曲同工指出,公募REITs是通过证券交易所公开发行的金融产品,执行证监会公布的REITs基金指引(试行)等证券监管制度,遵循等价有偿和公开、公平、公正的原则公开规范发行,无需另行履行国有资产进场交易程序,或豁免国资进场交易程序。⁴

第二,项目用地转让的合法性。

项目用地出让合同、所在地土地资源主管机关对于基础设施项目的项目用地通常设定了转让限制条款,因此,原始权益人就发起设立REITs项目涉及的项目土地资产间接转让安排,应当与属地土地资源主管机关沟通,并争取获取其对于项目申报REITs项目表明支持或者无异议态度书面支持文件,规避因REITs产品发行间接转让项目用地使用权而产生的违约法律风险。

第三,债权人对原始权益人资产转让行为的限制。

原始权益人对外签署的融资法律文件通常对其重大资产处置行为设定了转让限制条款,因此,项目承办律师应当关注该等限制性条款,对限制性条款的内涵与外延进行界定,并就该等转让限制条款的解释与应对提供合理化建议与合规性意见,规避因REITs产品发行触发融资合同限制性条款而产生的违约法律风险。

第四,原始权益人的内部决策程序。

基础设施转让的内部决策程序层面,原始权益人应按照公司章程进行内部决议,如需所属集团审批,还应取得集团审批手续。

3.刘柏荣、许苇、路竞伟、胡继东、张志杰、陈河源,我国基础设施公募REITs项目实务过程中的核心问题探讨,中伦视界,2020。

4.刘坤阳、周鑫、梁舒雯,公募REITs涉及的国有资产交易核心问题研究[J],产权导刊,2021(10)。

清洁能源基础设施REITs底层资产的合法、稳定运营具有其独特要求，因此，律师需要对清洁能源基础设施REITs底层资产的运营相关风险事项进行调查与识别，按照REITs产品规则进行审查与提示。

4.与项目运营相关的风险事项

清洁能源基础设施REITs底层资产的合法、稳定运营具有其独特要求，因此，律师需要对清洁能源基础设施REITs底层资产的运营相关风险事项进行调查与识别，按照REITs产品规则进行审查与提示，该等风险事项通常包括：

(1)基础设施运营寿命

以电力清洁能源项目为例，清洁能源项目底层资产的核心来自电费收费权，项目存续的关键取决于发电机组的运营寿命，若运营寿命短于评估设定期限或因机组延寿发生大额支出，将严重影响REITs产品的运作。如果法律尽职调查过程中发现该等因素，则应当对于该等潜在风险事项予以披露。

以深圳东部电厂REITs项目为例，该项目申报文件披露，该厂天然气机组为三菱重工燃气轮机，于2007年投产，相关证照登记明确了三台机组设计寿命为30年，按照机组正常设计寿命到期日为2037年。参考亚临界煤电机组延寿的相关规定，以及同类电厂同类发电机组的延寿稳定性案例，在评估时将机组寿命延寿10年，至2047年。若机组因未通过延寿审批无法达到预期的延寿期限，或为实现延寿发生超预期的大额资本性支出，可能对基金的运作产生不利影响。

(2)基础设施原材料供应

与产业园区、高速公路等底层资产不同，清洁能源基础设施机组作为生产型设备，其正常稳定运营依赖于持续稳定合格的原材料供应，而大宗原材料的供应随市场供求关系与国际形势波动趋势明显。

以深圳东部电厂REITs项目为例，该项目申报文件披露，该厂液化天然气通过大鹏天然气与BHP BILLITON石油(西北大陆架)有限公司、英国石油发展(澳大利亚)有限公司等国际知名供应商签署液化天然气销售与购买协议获得，如果出现不可预见的事件导致供应商履约情况无法保障天然气供应，可能会导致无法获得足够的天然气，影响发电业务。

(3)运营成本波动

项目运营所需大宗原材料价格波动也将极大程度影响底层资产的运营情况,若出现大宗原材料现货价格波动,同时电价未能联动调整,将影响底层资产收入。

以深圳东部电厂REITs项目为例,该项目的天然气采购价格及数量根据天然气长协约定执行,该合同有效期至2031年,天然气价格锚定日本原油综合指数JCC (Japan Crude Cocktail),以美元结算,价格区间锁定。因此,在长协期间内东部电厂天然气供应量及供应价格长期相对稳定,不受大宗商品价格周期影响。由于天然气长协所约定的供应天然气以美元计价,人民币对美元汇率的浮动可能增加成本波动的风险。

(4)上网电价调整

清洁能源上网电价存在政策上的不确定性。我国新能源分布禀赋决定仍须特高压实现跨省跨区输送;在煤电受碳排放影响的情况下,水电、核电、生物质、垃圾发电等清洁能源项目长期仍具有利用小时和收益保障;我国仍处于城镇化快速提升阶段,北方地区热电联产等集中供暖仍具有发展空间;风光发电项目虽然市场化交易比重会持续增大,但保障性小时确保稳定收益;调节性电源是新型电力系统的核心,抽蓄已明确两部制电价,并将长期承担灵活性调节主体作用。因此,从长周期看,城镇基础供热、清洁能源项目、调节型电源、特高压等长期具有相对稳定的现金流收益,满足REITs底层基础资产要求。⁵

(5)政府补贴问题

部分清洁能源基础设施存在不同程度依赖政府补贴的情况,政府补贴的发放进度以及未来可能的补贴减少,均可能对项目现金流的独立性、稳定性造成影响。基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合“现金流来源合理分散,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”的要求,项目经办律师对于项目存在的政府补贴问题也要给予关注。

5.臧宁宁,推进REITs在能源电力中的应用分析[J],清华金融评论,2021(10)。

结语

《2022年度政府工作报告》阐明了能源基础设施投资的重要性：“积极扩大有效投资。围绕国家重大战略部署和十四五规划，适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。”在双碳目标的庄严承诺驱使下，在经济处于新常态与转型期的宏观形势下，通过REITs金融工具推动能源基础设施建设与能源结构转型彰显了REITs的导向价值与积极作用。

随着清洁能源的技术进步，以及国家对双碳目标的推进，十四五规划初期风电、光伏发电将逐步全面实现平价，到2030年碳达峰目标实现时，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上，相当于目前国内总装机容量的一半以上，清洁能源REITs产品储备规模可观，发展前景值得期待。



马会军
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2030
mahuijun@zhonglun.com



贾勇
非权益合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2129
jiayong@zhonglun.com



环保领域基础设施通过公募 REITs退出机会的法律分析

魏轶东

随着环保领域基础设施建设壮大发展,我国已在环保领域沉淀大量优质的基础设施项目。但环保领域基础设施长期面临投入资金大,回收周期长等发展瓶颈。随着公募REITs产品的推出,环保领域基础设施项目可以借助公募REITs实现提前退出及循环投资。目前,环保领域基础设施通过公募REITs退出已有明确的政策支持及成功先例。

PART 001

环保领域基础设施的发展瓶颈

环保领域基础设施属于重资产行业,如生物质发电、污水处理等基础设施,其项目选址、立项、规划、建设的周期较长,前期需要投入大量的资金,回收周期长,社会资本缺乏能够迅速回收资金的方式。目前环保领域基础设施项目多采用PPP或特许经营模式,退出机制主要是到期移交或政府回购。如拟通过转让基础设施项目或特许经营权的方式退出,又受限于持有期限、受让主体的要求、政府部门审批或备案程序等诸多约束,社会资本难以实现提前退出。

受限于提前退出机制的缺乏,环保企业的社会资本方无法进一步发挥其自身在基础设施项目建设方面的优势。环保领域基础设施项目的社会资本方在基础设施项目建设过程中可能更依赖于自身在相应环保领域的基础设施建设或资金方面的优势,而不是对相应环保领域基础设施项目长期的运营和管理。如社会资本方能够在基础设施项目平稳运营后实现退出,其能够进一步发挥自身在基础设施项目建设方面的优势,回笼资金,投资建设新的环保项目。

PART 002

环保领域基础设施是公募REITs重点支持领域

从公募REITs试点项目推行、首批公募REITs试点项目申报、首批公募REITs项目发行再到公募REITs项目扩容,环保领域一直是公募REITs相关政策及法规重点支持的领域。

中国证监会、国家发改委于2020年4月24日联合发布的《中国证监会、国家发展改革委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》(证监发〔2020〕40号)中已明确聚焦重点行业,“优先支持水电气热等市政工程,城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。”此后,国家发改委于2020年7月31日发布《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》(发改办投资〔2020〕586号),进一步明确“城镇污水垃圾处理及资源化利用、固废危废医废处理、大宗固体废弃物综合利用项目”等环保项目属于优先支持的试点项目。

作为优先支持的试点项目，多家环保企业参与发改委公募REITs试点项目申报，且在首批已发行9单公募REITs项目中，已有首钢绿能生物质发电项目及首创水务污水处理项目2单环保类项目。

在市场的踊跃参与下，公募REITs扩容在即。国家发改委于2021年6月29日发布《国家发展改革委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”)，除延续前述文件继续明确，试点行业包括“生态环保基础设施。包括城镇污水垃圾处理及资源化利用环境基础设施、固废危废医废处理环境基础设施、大宗固体废弃物综合利用基础设施项目”外，958号文还扩大了试点行业范围，新增“能源基础设施。包括风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目，特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目，分布式冷热电项目”。

环保领域基础设施通过公募REITs实现提前退出，已有明确的政策及法规支持并已有成功实现退出的先例。

PART 003

环保领域基础设施通过公募REITs退出的优势

作为公募REITs重点支持的领域，环保领域基础设施发展公募REITs，通过公募REITs实现提前退出亦有其自身优势。

1、能够满足试点项目要求

(1) 聚集优质的底层资产

环保领域拥有大量的基础设施项目可以满足公募REITs对于底层资产的要求。根据958号文的规定，基础设施项目应成熟稳定，并满足基础设施项目权属清晰、资产范围明确，发起人(原始权益人)依法合规直接或间接拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权等条件。环保类基础设施项目，如污水处理、生物发电等需要取得政府审批许可，项目建设及投入运营亦需要政府相关部门的支持。此外，环保领域基础设施项目多采用PPP或特许经营模式，原始权益人将与政府方签订特许经营协议等形式明确获取特许经营权。相较而言，基于政府方对环保领域基础设施项目的审批及环保领域基础设施项目的技术

及商业门槛,环保领域基础设施拥有一定的合规优势。政府审批手续、特许经营协议及相应产权证书等赋予原始权益人对基础设施项目完全的所有权或特许经营权,环保领域基础设施项目能够满足基础设施项目权属清晰、资产范围明确、原始权益人依法合规直接或间接拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权等合规要求。

(2)具有相应的可转让性

公募REITs底层的可转让性是监管部门关注的重点。958号文已明确,相关规定或协议对项目公司名下的土地使用权、项目公司股权、特许经营权、经营收益权、建筑物及构筑物转让或相关资产处置存在任何限定条件、特殊规定约定的,相关有权部门或协议签署机构应对项目以100%股权转让方式发行基础设施REITs无异议,确保项目转让符合相关要求或相关限定具备解除条件;对PPP(含特许经营)类项目,无论设定限制与否,PPP(含特许经营)协议签署机构、行业主管部门应对项目以100%股权转让方式发行公募REITs无异议。

尽管政府方在与社会资本方订立特许经营协议时,基于保障环保项目的稳定运营、保护公共利益的考虑,对社会资本方转让项目公司的股权或特许经营权设定了相关限制条件,如转让项目公司股权或特许经营权须经政府方的批准等。但在国家大力推行公募REITs产品的背景下,首批已发行公募REITs项目中,地方政府对于环保领域开展公募REITs项目均有沟通出具无异议函的空间。如首创水务项目中,深圳首创与项目实施机构深圳市水务局于2009年2月10日签署的《特许经营协议》约定,在特许经营期内,未经政府批准,项目公司及其投资人无权转让项目建设权或受让权等限制条件;深圳市水务局于2020年10月16日出具《关于福永等水质净化厂实施REITs项目有关事宜的函》,原则同意北京首创股份有限公司(以下简称“**首创股份**”)在确保相关水质净化厂实际控制权不发生转移的前提下将所持深圳首创股权开展本次发行交易结构下的股权转让。

(3)现金流来源合理分散

除上述对于底层资产的合规及可转让性要求外,公募REITs还要求项目成熟稳定,并明确项目收益持续稳定且来源合理分散,直接或穿透后来源于多个现金流提供方。环保领域基础设施项目,如生物质发电项目或污水处理项目,穿透来看,实际为使用者付费,能够产生稳定的现金流。实践中,政府为支持环保领域基础设施项目的建设,可能给予部分政府补贴。基础设施项目的收入来源含地方政府补贴的,需在依法依规签订的PPP合



同或特许经营协议中有明确约定,且不应依赖第三方补贴等非经常性收入。

2、原运营管理人员持续运营

环保领域基础设施项目发行公募REITs后,基金管理人可以自行运营管理或委托外部运营管理机构运营管理基础设施项目,外部运营管理机构通常为基础设施项目原始权益人或其关联方。届时,可将原运营管理人员剥离至外部运营管理机构或基金管理人下设的专门部门,由其继续运营管理基础设施项目,确保环保项目能够平稳运营。如首钢绿能项目中,基金管理人已与北京首钢生态科技有限公司(以下简称“**首钢生态**”)签署运营管理服务协议,由首钢生态作为运营管理机构运营基础设施项目。首钢生态为发起人(原始权益人)首钢环境产业有限公司的全资子公司,运营人员从原项目公司剥离到首钢生态,由原运营人员继续运营管理基础设施项目。在首创水务项目中,运营管理机构则直接由原始权益人首创股份担任。

3、通过公募REITs募集资金及后续扩募实现循环投资

环保企业可以通过公募REITs回收资金继续用于环保项目建设。首钢绿能项目的回

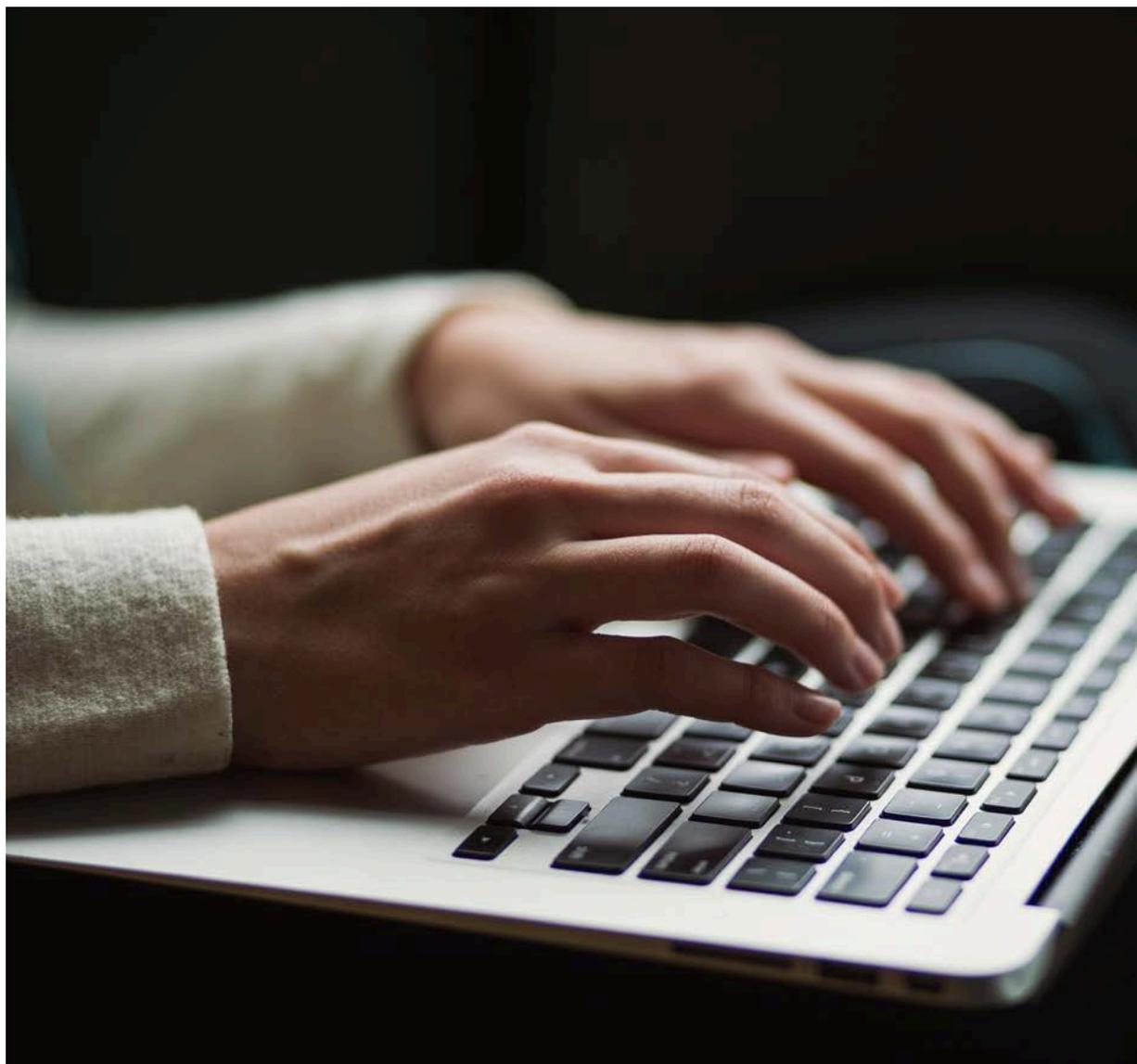
收资金将主要用于北京首钢新能源发电项目(生活垃圾二期)项目、永清县生活垃圾焚烧发电厂项目(一期);首创水务项目中,原始权益人首创股份通过该次公募REITs发行盘活资产,实现的回收资金将全部以资本金形式用于深圳、安徽等地共9个城镇水务、水环境综合治理等环保产业项目投资。

环保企业也可以通过后续扩募新建环保项目。958号文已明确要求,发起人(原始权益人)需具有较强扩募能力,以控股或相对控股方式持有、按有关规定可发行公募REITs的各类资产规模(如高速公路通车里程、园区建筑面积、污水处理规模等)原则上不低于拟首次发行公募REITs资产规模的2倍。首钢绿能项目招募说明书披露,首钢绿能项目目前后续拟扩募项目主要包括北京首钢新能源发电项目(生活垃圾二期),基金管理人将寻找更多合适标的装入该基金。

通过公募REITs退出之方式的灵活性也将为环保领域基础设施项目退出提供便利。基于目前公募REITs通常的交易架构,环保企业可选择在底层转让项目公司股权或特许经营权等,或是转让持有的基金份额等方式实现退出。同时,发行公募REITs实现环保企业的提前退出,还能够满足权益投资者的投资需求,盘活环保类的存量资产,加快环保类基础设施资金的周转效率,为环保类基础设施建设提供更丰富的资金来源。



魏轶东
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2193
weiyidong@zhonglun.com



中国互联网数据中心(IDC) 基础设施公募REITs的 法律重点问题讨论

许菁、胡继东、陈泓成

自2020年4月国家发展和改革委员会(以下简称“**国家发改委**”)和中国证券监督管理委员会(以下简称“**中国证监会**”)联合推出基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点以来,已有两批、11单公募REITs试点项目成功发行。其中,《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》(发改办投资〔2020〕586号,以下简称“**586号文**”)、《国家发展改革委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**”)等多份试点政策文件将互联网数据中心(Internet Data Center,以下简称“**IDC**”)等新型基础设施列为试点行业范围,公募REITs能够为IDC行业打造涵盖投资、持有、运营、退出的完整产业链“闭环”提供一个很好的解决方案。在国际上,全球最为领先的几家超大型数据中心企业已转换为以REITs方式进行运作的模式,这是未来IDC行业的一个重要创新发展方向。

相比于传统基础设施、房地产项目, IDC作为一种增值电信业务和高耗能行业具有明显的特殊性,伴随着国家“双碳”战略目标的强力推行,也将不断迎来节能等方面的严格监管与技术革新。本文将对IDC公募REITs项目的法律重点问题进行探讨,在梳理国内节能监管新趋势的基础上,重点聚焦于IDC项目在建设阶段的相关合规手续特别关注要点、运营阶段的资质牌照、PUE节能监管、金融IDC外包服务等法律重点问题,并对项目资产重组阶段所涉及的资产可转让性、IDC牌照、IDC服务协议改造以及委托运营方案等突出难点问题进行分析。

PART 001

IDC的发展概况与绿色节能监管新趋势

从2012年工业和信息化部(以下简称“工信部”)出台的《关于鼓励和引导民间资本进一步进入电信业的实施意见》提出支持民间资本投资IDC和ISP业务,到2020年3月份中共中央政治局常委会指出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度,IDC行业受到了中央和地方相关主管部门的高度关注与鼓励支持,处在一个快速发展、不断革新的阶段。相关专业机构分析,“2019年中国数据中心保有量约为7万个,总面积约为2650万平方米;预计到2020年底,中国数据中心保有量将超过7.5万个”¹。近两年席卷全球的新冠肺炎疫情推动了数字经济、线上经济、人工智能的快速发展,国家愈加重视IDC、5G等新基建与数据产业的规范发展,北京市更是明确提出“数据中心是重要的数据智能基础设施,是本市建设全球数字经济标杆城市的重要支撑”²。

当然,IDC又是能源消耗和二氧化碳排放大户,当前我国已明确提出了“2030年碳达峰、2060年碳中和”的“双碳”国家战略目标³,绿色节能的监管要求不断加强将会成为IDC行业未来一段时间内最突出的监管新趋势之一。对于REITs试点而言,也可能意味着入池IDC项目在绿色节能方面的筛选标准与审核关注度会相应提高。本文将以来年来国家和京沪等地方相关主管部门所出台的最新监管规定为例,就IDC绿色节能监管的新趋势简要分析如下:

1、京沪等一线大城市陆续出台IDC的“限建令”

北京市政府早在2018年9月26日公布的《北京市新增产业的禁止和限制目录(2018年版)》即规定,“北京市全市范围内禁止新建和扩建互联网数据服务、信息处理和存储支持服务中的数据中心(PUE1.4以下的云计算数据中心除外),北京市中心城区和城市副中心一律禁止新建和扩建”,此后《北京市数据中心统筹发展实施方案(2021-2023年)》进一步将数据中心在全市划分为“功能保障区域、改造升级区域、适度发展区域、协调发展区

1.见中商产业研究院:《2020-2025年中国互联网数据中心(IDC)行业深度调查及投融资战略报告》。

2.见“《关于进一步加强数据中心项目节能审查的若干规定》解读”,来源:北京市发展和改革委员会网站:http://fgw.beijing.gov.cn/fgw-zw/gk/zcjd/202107/t20210727_2449516.htm

3.2020年9月,习近平主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上首次宣布,中国将提高国家自主贡献力度,采取更加有力的政策和措施,二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值,努力争取2060年前实现碳中和。

域”进行区域统筹、差异化发展。上海市经济和信息化委员会在2019年6月4日印发《上海市互联网数据中心建设导则(2019版)》将全市在空间上划分为“适建区、禁止区、限制区”，“禁止区”(即上海市中环以内区域)不得新建IDC项目。广东省于2020年9月1日起实施的《广东省5G基站和数据中心总体布局规划(2021—2025年)》规定，“广州、深圳原则上只可新建中型及以下的数据中心，省内新建的超大型、大型、中型数据中心原则上布局至9个数据中心集聚区。”

2、鼓励绿色IDC建设，不断从严加强PUE值要求，对于WUE等其他监管指标要求更加全面

PUE(Power Usage Effectiveness, 电能利用效率)指数据中心年度总耗电与数据中心中IT设备年度总耗电的比值，PUE值越接近1，表明电能利用效率越高，是IDC节能监管的核心指标。国家和地方相关主管部门对于PUE值要求呈现逐渐从严、京沪等地要求严于国家要求等新趋势。例如，2019年国家工信部、机关事务管理局、能源局三部门联合提出“到2022年新建大型、超大型数据中心PUE值达到1.4以下”；而国家发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局联合研究制定的《贯彻落实碳达峰碳中和目标要求推动数据中心和5G等新型基础设施绿色高质量发展实施方案》要求“全国新建大型、超大型数据中心平均电能利用效率降到1.3以下，国家枢纽节点进一步降到1.25以下”，并明确提出对于超出PUE值上限的IDC项目视情况采取差别电价、整改、关停腾退等措施。关于PUE监管要求相关分析详见下文第二部分，此处不展开赘述。另，以《北京市数据中心统筹发展实施方案(2021-2023年)》为例，要求新建或改造后数据中心应全面支持IPv6，并在规模、PUE(能源效率)、WUE(水使用效率)、单机架功率、经济贡献、每年每机架直接产生及支撑业务带动的综合税收等指标上提出了更加全面的要求。

3、北京等地将优先支持计算型、算力型IDC发展，严控存储型IDC发展

以北京市为例，北京市发展和改革委员会(以下简称“北京市发改委”)2021年发布《关于进一步加强数据中心项目节能审查的若干规定》提出，**应优先满足计算型数据中心合理用能，新建或改扩建数据中心应主要为计算型，严格控制数据存储功能的机柜功率比例不高于机柜总功率的20%，且《北京市数据中心统筹发展实施方案(2021-2023年)》**

规定将“逐步关闭及腾退其它老旧落后的自用型数据中心、存储型数据中心、容灾备份中心(不包括运营商通信机房),新建一批**计算型数据中心和人工智能算力中心**及边缘计算中心,打造世界领先的高端数据中心发展集群。”

PART 002

关于IDC项目建设阶段的合规关注要点

.....

IDC作为新型基础设施建设的代表行业之一,属于一种兼具基础设施土建工程、IT设备设施及增值电信业务许可牌照的复合型新型产业,具有信息化、对物理空间环境要求标准更高、持牌经营、产业附加值与专业化程度更高等显著的行业特点。对此,结合国家发改委、中国证监会等主管部门的REITs试点政策要求及其对相关项目的审核关注要点,本文就IDC项目在建设阶段相关合规手续的特别关注要点简析如下:

1、立项手续

就IDC项目的立项手续而言,建议同时关注国家、所属地方的地方性投资项目目录以及属地配套制度,具体判断相关IDC项目立项手续及变更手续(如适用)的合规性。总体上,我国目前对于固定资产投资项目立项手续实行分类监管,区分为审批制、核准制、备案制三种类型。以北京市为例,虽然数据中心项目不属于2004年《政府核准的投资项目目录》以内的企业投资项目,但由于北京市发改委于2005年8月31日才实施的作为地方性配套政策的《北京市企业投资项目备案管理试行办法》中规定,在本市行政区域内,不使用政府投资、在《北京市政府核准的投资项目目录细则》以外的国内企业投资建设项目的立项实行备案制。因此,对于2005年8月31日以前的数据中心项目,虽然可能不属于《政府核准的投资项目目录》的范围,但仍可能实行核准制,之后的数据中心项目,则实行备案制。另外,如果初始立项手续所载明的投资规模、投资主体、项目性质等情况发生实质变更的,需办理相关变更手续。

2、节能评估与审查手续

IDC项目具有高能耗的特点,节能评估与审查手续(以下或称“能评手续”)与立项批

实践中，国家及地方发改委作为节能评估与审查手续的主管机关，根据固定资产投资项目的立项主管层级、项目能耗总量、建筑总面积等情况，实行国家、省、市、区县不同级别的分级主管。

复、开工建设、竣工验收、投产使用密切相关，属于“586号文”等文件特别强调的合规性手续，建议特别关注和高度重视。实践中，国家及地方发改委作为节能评估与审查手续的主管机关，根据固定资产投资项目的立项主管层级、项目能耗总量、建筑总面积等情况，实行国家、省、市、区县不同级别的分级主管。**对于IDC项目而言，若一些立项时间比较早的IDC项目未办理节能评估与审查手续的，建议区分如下情形进一步核实处理：**

第一，需要追溯到国家、所属地方关于能评制度建立实施的最早时间，进一步判断相关项目未办理节能评估与审查手续，是否系由于当时尚未出台相关制度的原因，从而具有相应的合理解释空间；

第二，若按当时规定应当办理而未办理、未获得通过或未及时补办通过的，根据《固定资产投资项目节能评估和审查暂行办法》（已废止）第四条第2款⁴以及《北京市发展和改革委员会关于印发进一步加强数据中心项目节能审查若干规定的通知》第十二条⁵等规定，可能存在被责令停止生产、使用，限期改造，责令关闭（不能改造的）等严重法律后果，则建议提前与监管部门进行充分的沟通确认是否会构成REITs项目推进的实质性瑕疵。

3、用地手续

就IDC项目而言，除需遵守用地相关的预审、选址、征迁、用地审批、出让或划拨、登记和权证办理等一般性合规要求外，土地相关的转让限制、审批要求等特殊问题是国家发

4.《固定资产投资项目节能评估和审查暂行办法》（2010年11月1日起实施，已废止）第四条第2款：未按本办法规定进行节能审查，或节能审查未通过的固定资产投资项目，项目审批、核准机关不得审批、核准，建设单位不得开工建设，已经建成的不得投入生产、使用。

5.《北京市发展和改革委员会关于印发进一步加强数据中心项目节能审查若干规定的通知》第十二条：根据《关于优化营商环境调整完善北京市固定资产投资项目节能审查的意见》（京发改规〔2017〕4号）要求，对未按照相关法律法规进行节能审查或节能审查未获通过，擅自开工建设或擅自投入生产、使用的固定资产投资项目，由市区发展改革部门责令停止建设或停止生产、使用，限期改造。不能改造或逾期不改造的生产性项目，由市区发展改革部门报请本级人民政府责令关闭，并依法追究有关责任人的责任。

以拆分项目、提供虚假材料等不正当手段通过节能审查的固定资产投资项目，由市区发展改革部门撤销项目的节能审查意见。

对未落实节能审查意见要求的固定资产投资项目，市区发展改革部门责令建设单位限期整改。不能改正或者逾期不改正的，市区发展改革部门按照法律法规有关规定进行处罚。

改委重点关注的核心事项之一，建议特别关注和重视。IDC项目用地一般为工业用地，也有个别地方利用邮电设施用地的情形。由于工业用地的出让价格往往相对便宜，也有部分项目采用了协议转让而非“招拍挂”方式取得相关土地使用权。对此，目前北上广深一线城市及部分二线城市较多对于工业用地的土地使用权、地上房屋所有权，甚至对于项目公司股权的转让设置了相关限制，主要包括：第一，设置了较为严格的受让方资质条件；第二，设置了相关政府职能部门事先审核审批流程。以北京市亦庄经开区为例，亦庄经开区管委会于2019年发布了《北京经济技术开发区已建成产业项目转让审核主体和审核标准》，专门明确了北京经济技术开发区已建成研发、工业项目转让的受让人资质条件（如在北京经济技术开发区内注册、纳税、入统的企业或专业园、公共服务平台、孵化器运营机构、北京经济技术开发区属国有平台公司，近3年内无不良信用记录，签署入园协议等）、审核主体（经开区营商合作局、经开区开发建设局）、审核标准。

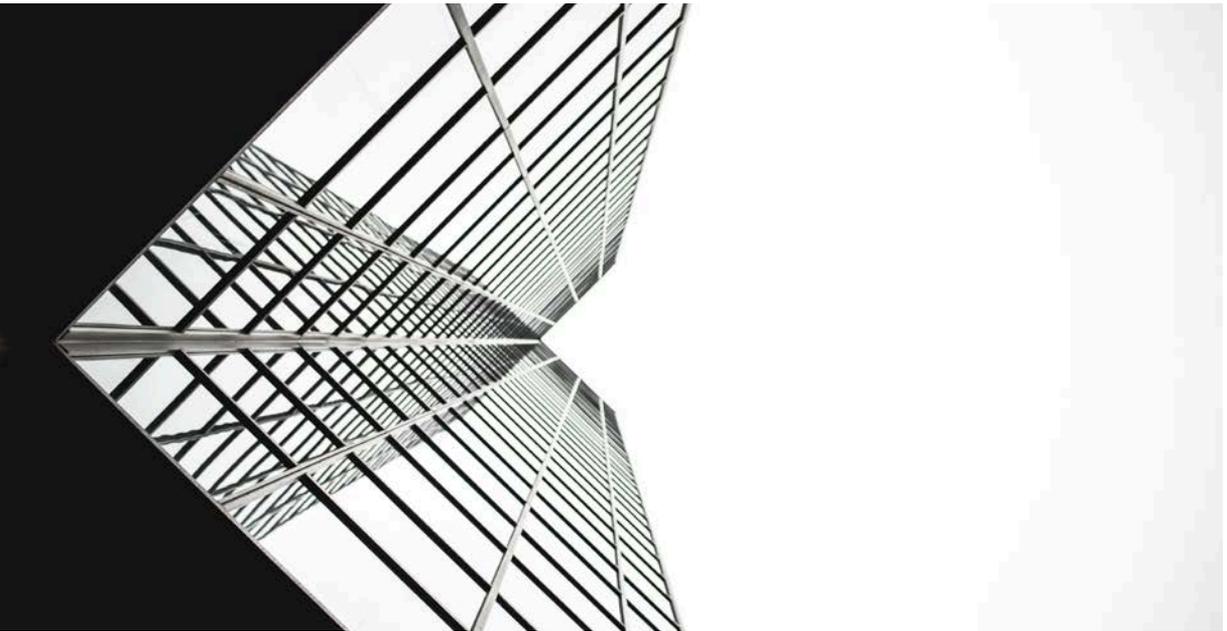
就IDC项目而言，一方面，若涉及工业用地的，建议特别关注和重视当地主管部门是否就工业用地、地上房屋转让存在限制性的规定，并建议预先与园区管委会等有主管权限的地方主管部门就公募REITs可能涉及的资产重组（如需）、项目公司股权转让行为是否也需要办理相关事先批准或备案等手续进行充分沟通确认；**另一方面，若相关建设用地使用权系采用协议转让方式取得的**，应当按照“958号文”要求，尽早取得原土地出让合同签署机构（或按现行规定承担相应职责的机构）应对项目以100%股权转让方式发行基础设施REITs的无异议函。

4、规划手续

结合IDC行业的特点，就规划手续而言，建议特别关注拟入池项目是否可能存在如下两种情形：

(1) 在初始建设投产阶段，是否涉及IDC土建工程系由工业厂房等其他类型建筑物改造而成的情形：由于工业厂房、商业、数据中心等属于不同的建筑物类型，若IDC项目系改建的，则应当履行立项手续、用地、规划等前置性手续的变更程序，同时就改建完成后的IDC项目重新履行竣工验收以及消防、环评、能评等专项竣工验收手续。

(2) 在项目运营阶段，是否涉及将IDC园区内的综合配套、办公等非IDC功能建筑装修改造为机房场地进行运营的情形：该等情形也属于对于用地、工程规划的变更，需要履



行相关的用地、规划等变更手续以及消防等相关验收手续。

5、竣工验收手续

对于IDC行业而言，建议特别关注如下两个特别的验收手续：

(1) 关于节能验收：根据《固定资产投资项目节能审查办法》及相关规定，未经节能审查部门的节能验收或验收未通过的，相关项目不可正式投入使用。

(2) 关于机房测评：根据工信部《IDC/ISP业务申请常见问题解答》，承担IDC业务的系统和机房须在开始运营之前通过工信部指定评测机构的技术评测，否则构成违规经营。无论是单独申请IDC业务，还是同时申请IDC业务和ISP业务，申请者均需通过“ICP/IP/域名备案系统”“IDC/ISP接入资源管理平台”“IDC/ISP信息安全管理系统”，及“IDC机房运行安全”的评测。自2019年起，IDC机房测评及其他系统评测不再作为IDC牌照申请的前置条件，但需要在开通业务前完成上述技术评测(包括IDC机房测评)，测评合格的，应在“工信部政务服务行政许可业务受理系统”中备案；否则，根据工信部《关于清理规范互联网网络接入服务市场的通知》(工信部信管函〔2017〕32号)的规定，如果IDC牌照公司存在未进行机房运行安全评测即开始运营的，属于违规经营，依法可能会被要求整改、列入企业不良信用记录、经营许可证到期时依法不予续期等。

PART 003

关于IDC项目运营阶段的合规关注要点

1、IDC业务属于需持牌经营的增值电信业务

根据工信部发布的《电信业务分类目录(2019年修订版)》，IDC业务属于增值电信业务，应当依法取得与业务相匹配的增值电信业务经营许可证，具体包含：**B11互联网数据中心业务(IDC业务)**、**B14互联网接入服务业务(ISP业务)**这两大类，其中，B11项下还包含**互联网资源协作服务业务(IRCS业务)**。

B11互联网数据中心业务(IDC业务)	指利用相应的机房设施，以外包出租的方式为用户的服务器等互联网或其他网络相关设备提供放置、代理维护、系统配置及管理服务，以及提供数据库系统或服务器等设备的出租及其存储空间的出租、通信线路和出口带宽的代理租用和其他应用服务。
互联网资源协作服务业务(IRCS业务)	指利用架设在数据中心之上的设备和资源，通过互联网或其他网络以随时获取、按需使用、随时扩展、协作共享等方式，为用户提供的数据存储、互联网应用开发环境、互联网应用部署和运行管理等服务。 (注：IRCS业务属于“B11互联网数据中心业务”项下的一种特殊业务类型，运营商若需经营IRCS业务，则需要作单独的特别申请：若运营商仅申请了IDC基础牌照而未申请IRCS业务的，其IDC牌照将以括号方式注明不含IRCS业务；若运营商同时申请了IDC基础牌照+IRCS业务的，其IDC牌照仅载明业务种类为IDC，即未注明排除IRCS业务即视为取得了该项业务牌照。)
B14互联网接入服务业务(ISP业务)	指利用接入服务器和相应的软硬件资源建立业务节点，并利用公用通信基础设施将业务节点与互联网骨干网相连接，为各类用户提供接入互联网的服务。用户可以利用公用通信网或其他接入手段连接到其业务节点，并通过该节点接入互联网。

除业务类型的区别外,根据业务地域范围的区别,IDC牌照可区分为跨地区牌照、省内牌照:

跨地区IDC牌照	对于运营两个及两个以上数据中心机房且机房分布在两个及两个以上省、自治区、直辖市的,属于业务覆盖范围在两个及两个以上省、自治区、直辖市的,须经工信部审批。
省内IDC牌照	对于运营的IDC机房均分布在同一省、自治区、直辖市的,属于业务覆盖范围在一个省、自治区、直辖市行政区域内的,须经省电信管理机构批准。

就IDC公募REITs项目而言,若涉及底层资产的重组过程,例如将机房、场地或者IT设施设备从原先持牌公司剥离,可能会涉及到轻资产公司继续持牌应满足哪些合规性要求,重资产公司对外出租IT设施设备的持牌要求等。对于该问题,将在下文中作专题展开分析。

2、IDC项目需要持续遵守PUE等绿色节能监管要求

工信部、国家发改委以及相关地方主管机关对于IDC的PUE值限额等绿色节能监管要求,呈现不断从严加强的趋势,且北京等地也出台了更为细化和严格的要求。对此,本文将国家、北京等地PUE值的监管要求举例简要列表如下:

《关于数据中心建设布局的指导意见》(工信部联合多个委于2013年初发布)		
	如下IDC项目在供电等方面给予重点支持	PUE值上限
1	新建数据中心	1.5以下
2	整合、改造和升级的已建数据中心	降低到2.0以下
《加强绿色数据中心建设的指导意见》(工信部等三部委于2019年初发布)		
	IDC项目	PUE值上限
1	到2022年,数据中心平均能耗基本达到国际先进水平	/
2	新建大型、超大型数据中心的电能使用效率	1.4以下
3	高能耗老旧设备	基本淘汰

《北京市新增产业的禁止和限制目录(2018年版)》		
	IDC项目	PUE值上限
1	北京市全市范围内新建和扩建互联网数据服务、信息处理和存储支持服务中的数据中心	PUE1.4以下
2	北京市中心城区和城市副中心一律禁止新建和扩建	1.4以下
《贯彻落实碳达峰碳中和目标要求推动数据中心和5G等新型基础设施绿色高质量发展实施方案》		
	IDC项目	PUE值上限
1	全国新建大型、超大型数据中心平均电能利用效率	降到1.3以下
2	国家枢纽节点	降到1.25以下
3	逐步对电能利用效率超过1.5的数据中心进行节能降碳改造	/
《北京市数据中心统筹发展实施方案(2021-2023年)》		
	IDC项目	PUE值上限
1	年均PUE高于2.0或平均单机架功率低于2.5千瓦或平均上架率低于30%的功能落后的备份存储类数据中心	逐步关闭
2	加快对年均PUE高于1.8或平均单机架功率低于3千瓦的数据中心进行改造	改造后计算型IDC的PUE不应高于1.3
3	改造后的边缘计算中心	PUE不应高于1.6, 机架数不多于100
4	未按规定完成改造的数据中心	逐步腾退
《北京市发展和改革委员会关于印发进一步加强数据中心项目节能审查若干规定的通知》(2021年7月27日起实施)		
	(一)新建和改扩建的IDC项目	PUE值上限
1	年能源消费量小于1万吨标准煤	不应高于1.3
2	年能源消费量大于等于1万吨标准煤且小于2万吨标准煤	不应高于1.25
3	年能源消费量大于等于2万吨标准煤且小于3万吨标准煤	不应高于1.2
4	年能源消费量大于等于3万吨标准煤	不应高于1.15

另外,北京市发改委等11部门于2021年10月29日发布《北京市进一步强化节能实施方案》,强调“加强石化、水泥、数据中心等高耗能行业用能管理”,提出对于IDC采取**逐一登记造册、逐年报送**(形成规模、上架率、能耗水平等底数清单,每年年底前报送监管部门)、**在线电耗监测**(实时电耗数据接入北京市节能监测服务平台进行实监测)、**差别电价和阶梯电价、超标项目限期整改与责令关停**(分类设定数据迁移过渡期、责令限期改造、不能改造或逾期不改造的责令关停)等严格监管措施。

基于以上,就IDC公募REITs项目而言,建议:第一,审查IDC项目的能耗总量、PUE值、IDC项目公司营业范围所需载明的PUE限额等是否符合国家以及地方绿色节能监管要求;第二,入池项目筛选时,PUE值不达标、存在被整改、关停、腾退等风险的项目不宜入池;第三,在REITs的评估、现金流预测以及交易机制设计等方面,需预先对于存续期内的节能减排改造等资本化支出作出充分考虑和明确安排,以满足未来逐渐从严的PUE等节能监管要求。

3、IDC行业对网络及数据的安全要求极高

(1)IDC项目从选址、建设到运营,都需要关注其在网络及数据安全方面的法律合规性。**第一,关于审慎选址:**《数据中心设计规范》(GB50174-2017)、《计算机场地安全要求》(GB/T9361-2011)均对选址提出了要求,例如应避免火灾危险程度高的地区;应避免低洼、潮湿、落雷、重盐害区域和地震频繁的地方等。**第二,关于机房建设:**应满足《通信机楼消防安全监督管理办法》和《通信网络供电系统运行安全监督管理办法》的规定。**第三,关于运营:**根据《网络安全法》《电信业务经营许可管理办法》等规定,在数据中心的运营中,应设立网络与信息安全管理机构和专职网络与信息安全管理人,建立网络与信息安全保障、网络安全防护、违法信息监测处置、新业务安全评估、网络安全监测预警、突发事件应急处置、用户信息安全保护等制度,并具备相应的技术保障措施。同时应当履行对重要系统和数据库进行容灾备份等安全保护义务。

4、金融机构数据中心外包服务的合规性特别要求

除电信行业主管部门的要求外,IDC项目还需要进一步关注其所服务客户所属行业的相关监管要求。例如,若IDC项目的下游客户为金融机构时,还需要遵守银保监会等金融主管部门关于数据外包服务商关于**机房产权或使用权**(应自持或租期不低于5年的机

国家发改委在相关REITs试点申报项目的审核阶段，对于可能涉及的土地使用权、建筑物、股权、特许收益权等资产的可转让性进行了高度关注。

房)、设备与数据等各方面安全性、关于运维服务转包及分包的限制等特殊要求。

PART 004

关于IDC项目相关资产的可转让性

.....

国家发改委在相关REITs试点申报项目的审核阶段，对于可能涉及的土地使用权、建筑物、股权、特许收益权等资产的可转让性进行了高度关注，“958号文”再次专门对此提出了最新要求，“如相关规定或协议对项目公司名下的土地使用权、项目公司股权、特许经营权、经营收益权、建筑物及构筑物转让或相关资产处置存在任何限定条件、特殊规定约定的”，需要取得相关主管部门的同意或无异议函以及相关当事人的同意。这项要求非常重要，涉及以下几个细节和要点建议关注：

1、所关注的资产范围：包括了土地使用权、项目公司股权、特许经营权、经营收益权、建筑物及构筑物等多个方面，涵盖了与基础设施项目相关的各资产层级。

2、穿透式监管思路：需要特别注意的是，国家发改委对于资产转让限制实行审慎地穿透式监管思路，即无论公募REITs项目设立阶段是否实际涉到底层不动产（如土地使用权、房屋等建筑物所有权）的直接重组与权属变更，只要项目本身涉及到转让或处分限制情形，或者涉及划拨用地、协议出让土地的，均需要取得相关有权主管部门关于同意以公司100%股权转让方式发行REITs的无异议函。

3、需要全面核查涉及限制性的各个方面：

(1) 法律法规要求：需重点关注全国与地方性的各层级法律、法规及其他规范性文件中，对于所涉及资产转让的限制性规定。对于IDC项目而言，需要重点关注与工业用地转让相关的限制性规定。

(2) 各类项目手续文件:需重点关注项目立项手续文件、土地出让合同/划拨决定、特许经营权协议。对于IDC项目而言,尤其需关注立项备案文件中是否有出租、出售处置等转让限制,工业用地土地出让合同中是否存在相关资产转让限制等情况。

(3) 各类合同约定限制:需全面关注包括银行贷款合同、租赁合同、IDC技术服务合同中是否存在关于资产重组(公司分立、物业或股权转让)等需要履行相关事先通知、事先同意等程序的约定;如存在,则需要取得相关当事人的同意。

(4) 园区管委会等政府主管部门实践中的限制性要求:对于划拨用地、工业用地、产业园区用地、保税区项目等,建议需要与园区管委会等对应主管部门进行充分的访谈与沟通,了解实践主管要求;尤其是需要特别关注,即使相关法律法规或项目文件中没有明确批准性要求的情况下,主管部门在实践中是否仍存在公司股权转让应当履行相关批准程序的具体主管要求。

4、IDC运营企业重组构成“经营主体变更”情形时,需事先取得电信主管部门的批准

在IDC公募REITs项目中,需特别关注,若发生合并或者分立、股东变化等导致资产重组时,若构成电信行业主管要求的“经营主体变更”的,应当事先取得电信主管部门批准。对此,根据《电信业务经营许可管理办法》第二十八条⁶、工信部信息通信管理局于2021年2月18日发布的《电信业务经营许可变更申请填报指南》第二条第5款⁷、第五条第3款⁸、第五条第11款⁹以及工信部信息通信管理局于2019年8月1日更新发布的《电信业务经营许可审批服务指南(完整版)》之《附录五:常见问题解答》之第十九条¹⁰等规定,如下两种情

6.《电信业务经营许可管理办法》第二十八条:电信业务经营者或者其授权经营电信业务的公司,遇有因合并或者分立、股东变化等导致经营主体需要变更的情形,或者业务范围需要变化的,应当自公司作出决定之日起30日内向原发证机关提出申请。电信业务经营者变更经营主体、股东的,应当符合本办法第五条、第六条、第九条第三款的有关规定。

7.《电信业务经营许可变更申请填报指南》第二条第5款:根据以上《电信业务经营许可管理办法》第28条规定“适用经营主体变更”的情形为:(1)公司合并或分立的情形。原持证主体可以将全部或部分业务变更给新主体,新主体应符合申请经营条件。(2)跨地区证持有者存在企业性质变更的情形(含外商投资企业外资股东比例增加或引入其他外资股东)。

8.《电信业务经营许可变更申请填报指南》第五条第3款:什么情况可以变更经营主体?答:两种情况下可申请经营主体变更。一是持证公司合并、分立;二是公司股东变化导致公司性质变化以及外商投资企业外资股东比例增加或引入其他外资股东。

9.《电信业务经营许可变更申请填报指南》第五条第11款:取得许可证的企业股东发生变化时,应如何处理?答:股东变更不涉及外资的(按穿透原则追溯各级股东不涉及外资),可直接去工商履行变更程序,然后在30日内登录工信部政务服务平台,进入电信业务经营许可系统的“企业信息维护”栏目,自行更新信息即可。股东变更涉及外资的(含直接、间接股东含有外资的情况),应按照《外商投资电信企业管理规定》履行相关法定程序。

10.工信部信息通信管理局于2019年8月1日更新发布的《电信业务经营许可审批服务指南(完整版)》之《附录五:常见问题解答》之第十九条:什么情况可以变更经营主体?答:两种情况下可申请经营主体变更。一是公司遇有合并或者分立时;二是公司性质由内资变外资,或由外资变内资时。

况需申请经营主体变更：一是持证公司合并、分立；二是公司股东变化导致“企业性质”与内资、外资相关性质变更的（包括外资变内资、内资变外资），构成“经营主体变更”情形，应根据《外商投资电信企业管理规定》向原发证机关申请批准后实施；若股东变更不涉及外资的，可直接办理工商变更程序，并在30日内登录电信业务经营许可综合管理信息（TSM）系统进行企业信息的更新即可。同时，经咨询工信部负责电信业务经营许可的相关工作人员，其工作人员回复认为，若公司股东变化不涉及外资进入，只是普通的股东变化，只需登录电信业务经营许可综合管理信息（TSM）系统的“企业信息维护”栏目自行更新信息，无需事先申请电信主管部门的批准。

PART 005

资产重组可能涉及的IDC牌照问题

.....

1、关于资产剥离的安排，需要考虑IT设施设备持有主体的持牌问题

根据中国信息通信研究院于2013年5月8日发布的《IDC/ISP业务申请常见问题解答》，对不需要持牌的房地产出租业务、需要持牌的IDC业务这二者进行了明确区分：（1）出租土建、供电、消防、监控、制冷、安全防范等属于房地产出租范畴，不需要IDC牌照；（2）若涉及出租IT设施（数据库系统、机架、服务器、存储等）或通信线路和出口带宽的代理出租，属于电信业务（互联网数据中心业务）的范畴（即B11类业务），需要取得IDC牌照。

对此，在公募REITs项目中，若涉及以资产出资、公司分立或其他不同方式进行底层资产重组时，需要考虑IT设施设备持有主体的持牌问题，即如果将IT设备连同土建、非IT设备一并装入重资产公司名下的，那么重资产公司在后续将该IT设施设备出租予IDC牌照公司时，重资产公司也需要继续保留或新办理相应的IDC基础牌照。

2、原持有IDC牌照的重资产公司进行分立时，需向电信主管部门办理相应经营主体变更、注册资本变更等手续

（1）若因公司分立导致电信业务的经营主体变更，即将全部或部分电信业务变更给新主体经营，根据《电信业务经营许可管理办法》需向电信主管部门办理牌照的变更申请，获得批准后方可进行变更；当然，若仅仅是公司分立，但不涉及电信业务经营主体的变更，即仍由原持有IDC牌照的公司继续作为电信业务经营主体的，则不需要向电信主管

对此，在公募REITs项目的底层资产重组环节，原IDC持牌公司将全部机房及IT设备设施等资产剥离至新设立公司的，需要与新资产公司或相关方构建关于机房、场地的租赁安排，以满足其IDC的继续持牌要求。

部门办理变更申请。

(2) 因公司分立导致注册资本发生变更的，需在办理工商变更登记手续之后30日内，办理电信业务许可证变更手续。

3、若将机房及全部设施设备剥离出原IDC持牌公司的，原IDC持牌公司需要与新资产公司或相关方构建关于机房、场地的租赁安排，以满足其IDC的继续持牌要求

持有IDC牌照的公司应当满足自持或者租用机房和场地的要求。根据《电信业务经营许可管理办法》第四条规定，电信业务的经营主体应当“**有必要的场地、设施及技术方**案”；同时，根据《关于进一步规范因特网数据中心（IDC）业务和因特网接入服务（ISP）业务市场准入工作的实施方案》第三项第（一）条第2款规定，前述要求具体系指“申请经营IDC业务的企业，**应利用自有或租用的机房和场地，以外包出租的方式为用户的服务器等互联网相关设备提供放置、代理维护、系统配置及管理服务，以及提供数据库系统或服务器等设备的出租以及存储空间的出租、通信线路和出口带宽的代理租用和其他应用服务**”。对此，在公募REITs项目的底层资产重组环节，原IDC持牌公司将全部机房及IT设备设施等资产剥离至新设立公司的，其可能无法继续满足“自有或租用的机房和场地”的要求从而存在“空壳持牌”“违法持证”的合规性风险。对此，原IDC持牌公司需要与新资产公司或相关方构建关于机房、场地的租赁安排，以满足其IDC的继续持牌要求；当然，具体租赁安排的构建可能需要进一步综合税务、电信主管部门要求明确租赁标的物的类型、范围等安排。

PART 006

资产重组可能涉及的既有IDC服务协议改造问题

在IDC业务中,下游客户,尤其是金融机构客户,对于机房、场地和设施设备的产权人及其稳定性比较关心。因此,在公募REITs中,若涉及将IDC项下的机房、设施设备以出资或者公司分立等方式进行剥离等底层资产重组安排的,一般需要关注如下问题:

1、重组之前,需关注既有IDC服务协议中是否存在对于资产转让、公司分立、项目公司股权转让等资产重组安排的限制性约定:对此,建议项目组预先对每一户下游客户的既有服务协议条款进行梳理,如存在前述任一限制性约定的,提早与下游客户的沟通,取得其事先的同意,以避免承担违约责任的风险。

2、重组之后,需关注是否以及如何对与下游客户之间IDC既有服务协议进行改造的问题:以公司分立模式为例,根据《民法典》第六十七条第二款¹¹、《公司法》第一百七十六条¹²等规定,公司分立后,对于分立之前的债务、分立前已签订的合同,除债权人和债务人另有约定的以外,由分立的法人或者其他组织对合同的权利和义务共同享有连带债权,共同承担连带债务。为避免公募REITs项下的重资产公司在分立之后仍被下游客户就服务合同项下的相关义务、责任主张连带责任的风险,建议可探讨采取如下解决方案:

(1) 在逐一、仔细梳理与下游客户的既有服务合同基础上,争取与下游客户签署补充协议或取得下游客户出具书面同意,确认不对服务合同项下的义务、责任向公募REITs项下重资产公司主张连带责任。需要指出的是,与商业地产项下的租赁合同,出租人的主要义务为提供可供出租的物业,权利义务比较简单不同。在IDC服务协议项下,涉及场地、服务、牌照等问题,运营方承担更多的主动管理、服务的职责和职能,重资产公司承担连带责任的义务和职责也将更复杂,可能会对重资产公司的运营带来不利影响。因此,建议争取取得客户对豁免连带责任义务的同意。

11.《民法典》第六十七条第二款:法人分立的,其权利和义务由分立后的法人享有连带债权,承担连带债务,但是债权人和债务人另有约定的除外。

12.《公司法》第一百七十六条:公司分立前的债务由分立后的公司承担连带责任。但是,公司在分立前与债权人就债务清偿达成的书面协议另有约定的除外。

(2)若确有个别客户无法出具放弃主张连带责任的意思表示,需预先与监管部门及时沟通可容忍的比例范围,并在轻、重资产公司二者之间就内部责任分担的协议作出明确的安排,即由轻资产公司承担IDC服务协议项下的全部责任和义务,若客户要求重资产公司承担连带责任义务,相关费用可向轻资产公司追偿。当然,该等内部安排需要进一步征求会计师对于资产“出表”的影响。

PART 007

IDC公募REITs项目的委托运营方案及突出问题

针对IDC项目需持牌运营等特点,从公募REITs的角度,比较理想和简化的资产重组和REITs方案是:发起机构直接将持有IDC基础设施、IT设备及IDC牌照的项目公司100%股权转移到公募REITs项下,由项目公司直接继续对外签约并独立自主运营。该方案整体操作流程简化,不涉及新办理牌照、人员转移、既有IDC服务协议换签、引入外部委托运营机构等一系列复杂操作。当然,实践中,可能由于税务筹划、IDC牌照保留等诉求,发起人可能更愿意接受轻、重资产分离的重组方案,即原项目公司分立为重资产公司和轻资产公司,重资产公司持有IDC项目的不动产及设备设施一并被装入到公募REITs项目中,轻资产公司主要保留牌照、人员并负责IDC项目的具体运营。那么,如何构建轻、重资产公司之间的法律关系是公募REITs项下IDC项目运营中的突出问题。下面就租赁模式、委托运营模式及其可能面临相应的法律问题介绍如下:

1、租赁模式:重资产公司也需要相应IDC牌照

如前面介绍,根据电信业务相关监管要求,若重资产公司向持有IDC牌照的轻资产公司出租IT设施设备的,属于《电信业务分类目录(2015年版)》项下B11类IDC业务,也应办理相应IDC牌照。对此,若采用该等操作模式,对于公募REITs试点而言,需要充分考虑重资产公司办理新的IDC牌照的资质条件满足情况、办理难度,尤其是需要考虑办理时限(按规定为满足办理条件后电信主管部门在60日内作出审批决定)对于公募REITs试点项目推进周期的影响。

2、委托运营模式:若下游客户为金融机构的,能否满足金融机构数据外包相关监管要求,存在不确定性

根据《中国银监会办公厅关于开展银行业金融机构信息科技非驻场集中式外包监管评估工作的通知》附件一之规定,金融机构的机房运营类外包服务商应当满足“机房应具有自有产权或长期租赁机房场地5年(含)以上且剩余租赁期限不低于4年(含),机房出租方应为其所出租机房的所有权人,房屋所有权权属清晰、完整且不存在法律争议,不存在将机房关键基础设施的运维服务转包或分包的情况”等监管要求。因此,若轻、重资产公司之间为委托经营或授权经营关系,而相关协议未体现机房租赁相关安排,可能无法满足金融机构机房运营类外包服务商的要求,从而影响与下游金融机构客户之间的沟通、履约,甚至引发相应违约责任风险。

除此以外,实践中,为实现原始权益人能够继续保留原项目公司主要人员并为公募REITs提供相对实质性运营管理服务从而收取运营管理报酬、避免对原公司收入产生较大波动等商业诉求,在不进行公司分立的情况下,也可视项目情况探讨其他的委托运营模式。例如“人员兼职模式”,即持有机房场地及IT设施设备的重资产公司100%股权装入公募REITs时,原重资产公司的主要人员剥离至一个轻资产公司(作为运营管理机构),并可以在REITs存续期间按照约定的规则将项目公司既有客户的业务合同换签至运营管理机构,以最终实现整租模式为目标。从总体可行性上来说,按我国现行劳动法的规定,是允许同一员工与两个公司之间分别存在劳动关系的,其中一份可以为兼职关系。该种模式的突出难点问题是,如何确定哪些人员是属于必须保留在项目公司进行单方任职的人员?一般需要综合考虑包括但不限于《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(以下简称“《公募REITs指引》”)关于公募基金管理人应当对项目公司享有完全控制权的特定人员要求、保持公司独立性的人员要求、IDC行业特征惯例和项目运营需要的重要/关键人员范围等方面的内容。

综上所述,IDC项目的委托运营方案构建,除需遵守《公募REITs指引》关于委托运营的基本规定外,还需要具体结合每一个项目的实际商业诉求、税筹、行业特殊监管要求等进行综合探讨。

结语

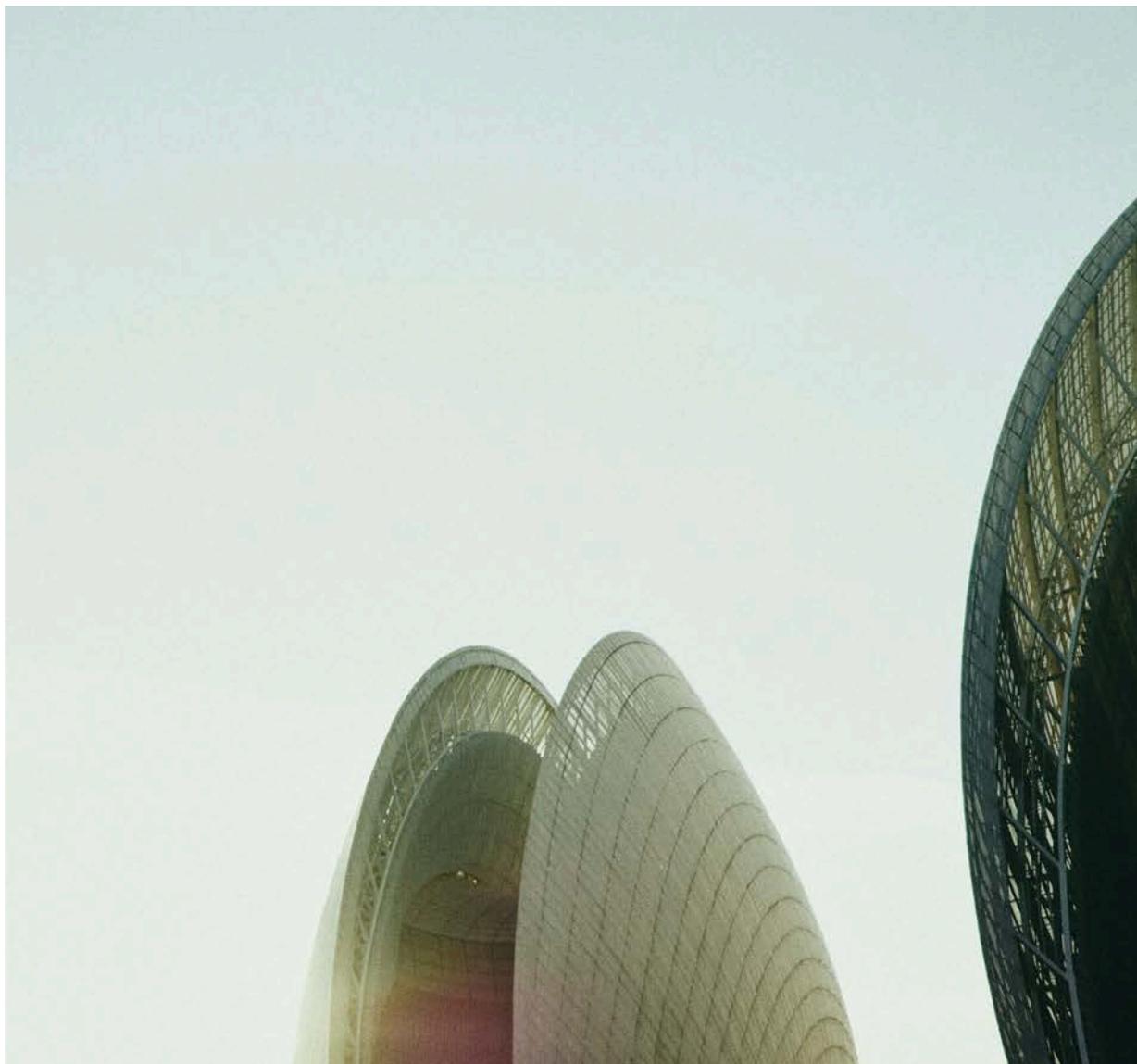
中国版公募REITs历经十几年的探讨、论证,各种条件、环境和时机逐渐成熟,终于正式落地,相关试点工作稳步推进。中国版公募REITs对于IDC行业也是一件意义重大的投融资机制创新。伴随着国家“双碳”战略目标的推行,对于IDC公募REITs试点项目的推进,建议充分关注项目的合规性,选择优质项目作为备选项目;充分考虑IDC资产自身所具有的绿色节能、持牌经营、安全性等特殊要求,对于总体交易架构、治理结构、资产重组、运营管理等环节可能涉及的问题,形成比较合适的解决方案。



许苇
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2235
weixu@zhonglun.com



胡继东
非权益合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2214
hujidong@zhonglun.com



REITs项目的基础设施合规性 瑕疵补救方案的法律实证分析

王霁虹、汤宏伟、董永豪

2020年4月24日,证监会与国家发展改革委发布《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》,开启了中国基础设施REITs的第一步。但截至2021年底,被称作“资产上市(IPO)”的基础设施公募REITs项目并没有达到市场的预期,仅有15家向交易所完成了公募REITs项目的申报,其中11家完成发行(上海证券交易所6家、深圳证券交易所5家)。

笔者团队长期深耕于基础设施投融资领域的全过程,且正为多个拟申报公募REITs试点的项目提供法律服务,对该市场具有较深的理解。持有基础设施项目的企业通常为重资产企业,而REITs作为盘活存量资产、化解存量债务的有效工具,对该类企业有非常大的吸引力。并且REITs产品长期、持续、稳定的收益和公开市场的高度流通性在目前的“低利率”时代,也吸引着大量稳健型的投资者。但鉴于很多REITs项目的基础设施都是从固定资产投资项目演变而来,由于诸多历史原因,该等项目或多或少都会在项目基本建设程序和资产权属方面存在一些完备性、规范性方面的瑕疵问题,成为申报公募REITs项目的法律障碍。如何消除此类障碍,有效补救REITs项目的基础设施的合规性瑕疵,既能符合法律法规的规定,满足监管部门的要求,保障公众投资者的利益,又能推动那些“瑕不掩瑜”的优质基础资产进入资本市场,是整个REITs项目申报和发行环节最需要优先解决的问题。“他山之石,可以攻玉”,笔者以已发行的11家REITs产品为样本,就其中的标的基础设施合规性瑕疵事项及补救方案进行梳理和归纳,并结合自身服务REITs项目的实践经验和理解,总结如下,呈正同仁。

PART 001

已上市发行的REITs项目的基础设施常见的合规性瑕疵事项及补救方案

经初步梳理, 11家上市发行的REITs产品中, 标的基础设施涵盖的合规性瑕疵事项主要包括: 未取得土地使用权的问题, 未办理房屋所有权权属登记的问题, 未取得规划许可的问题, 未进行节能评估和审查的问题, 未进行水土保持、环保、消防等专项验收的问题, 土地实际用途与规划用途不一致的问题, 房屋租赁合同未备案的问题, 以及项目存在的行政处罚问题等。

1. 未取得土地使用权的问题

目前已上市发行的REITs项目中, 存在此类问题的项目全部为特许经营项目或PPP项目。由于此类项目转入REITs的底层资产实质上是特许经营权或经营收益权, 而非项目所有权, 因此, 国家发改委也并未要求此类项目一定要取得土地使用权。国家发改委于2021年7月2日发布的《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”)对PPP(含特许经营)类项目中项目公司拥有土地使用权的项目和未拥有土地使用权的项目分别提出了两种不同的“土地使用依法依规”的要求¹, “对项目公司不拥有土地使用权的项目。应说明土地使用权持有人取得土地使用权的具体方式、出让(转让)方和取得时间等相关情况, 土地使用权持有人与项目公司之间的关系, 以及说明项目公司使用土地的具体方式、使用成本、使用期限和剩余使用年限, 分析使用成本的合理性, 并提供相关证明材料。”

因此, 严格地讲, PPP(含特许经营)类项目中项目公司未取得土地使用权, 但只要能够证明项目公司在特许经营期限内能够合法地使用项目用地, 即可以符合监管机构的审核要求。如已上市发行的富国首创水务REIT的深圳项目用地, 其土地使用权归深圳市水务局所有, 由深圳市水务局根据《特许经营协议》的约定无偿交予深圳首创水务有限责任

1.《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)对项目公司拥有土地使用权的PPP(含特许经营)类项目“土地使用依法依规”的要求是: 发起人(原始权益人)和基金管理人应就土地使用权作出包含以下内容的承诺: 项目估值中不含项目使用土地的土地使用权市场价值, 基金存续期间不转移项目涉及土地的使用权(政府相关部门另有要求的除外), 基金清算时或特许经营权等相关权利到期时将按照特许经营权等协议约定以及政府相关部门的要求处理相关土地使用权。

公司(“深圳首创”)使用,深圳首创根据《特许经营协议》使用项目用地依法合规。广河高速REIT与此类似,但又有所不同,虽然同为特许经营类项目,但原特许权人广州市高速公路有限公司(“市高公司”)是拟取得土地使用权(已取得建设用地批复)而尚未取得,土地使用权的权利人在物权的法律意义上尚未明确。为补救此项瑕疵,由原始权益人广州交通投资集团有限公司与市高公司出具《承诺函》承诺,“市高公司未取得单独的用地批准书、划拨决定书等用地文件不影响市高公司就广河高速(广州段)项目享有的特许经营权及项目占用范围内土地的使用权,市高公司尚未就上述事宜收到相关行政处罚或监管措施。”此外,广州市规划和自然资源局出具函件证明,“对新设广州交投广河高速公路有限公司(“广河项目公司”)在特许经营期内合法使用广河高速划拨土地无异议,未办理土地使用权证书不影响广河项目公司对广河高速项目享有的收费公路权益。”上述补救方案,尤其是主管部门出具的证明函件,达到了确保广河项目公司在特许经营期限内能够合法使用项目用地的目的,最终该补救方案得到审核机构的认可。

2.未办理房屋所有权权属登记的问题

REITs基础资产中,尤其是在房屋建筑物作为自用的生产经营配套设施的项目中,存在部分房屋建筑物未办理权属登记的情况非常常见,也有部分已上市发行的REITs项目存在此类问题,其采用的补救方案也基本一致。

首先,通过法律分析论证,证明权利人作为土地使用权人通过合法建设的方式取得地上房屋建筑物的所有权。其背后的法律依据是《民法典》第三百五十二条,该条规定,“建设用地使用权人建造的建筑物、构筑物及其附属设施的所有权属于建设用地使用权人,但是有相反证据证明的除外。”同时,本条所述的“建造”结合《民法典》第二百三十一条²的规定,应理解为“合法建造”。但如何确定“合法建造”的标准,法律法规并未明确,各REITs项目中法律分析论证的尺度也存在差别。有些以房屋建筑物完成竣工验收为理据,有些以取得主管机关审批同意的设计文件、取得投资建设的相关批准文件为理据。笔者理解,严格意义上,“合法建造”的标准是指房屋建筑物已基本可以满足办理权属登记的

2.《民法典》第二百三十一条:因合法建造、拆除房屋等事实行为设立或者消灭物权的,自事实行为成就时发生法律效力。

REITs基础资产中，尤其是在房屋建筑物作为自用的生产经营配套设施的项目中，存在部分房屋建筑物未办理权属登记的情况非常常见，也有部分已上市发行的REITs项目存在此类问题，其采用的补救方案也基本一致。

法定条件，根据《不动产登记操作规范(试行)》(国土资规〔2016〕6号)9.1.3条³的规定，主要包括取得土地使用权、建设工程规划许可并完成竣工验收。如果从宽理解，“合法建造”的标准也需要至少达到房屋建筑物不会被认定为“违法建筑”而可能被责令拆除的状态。因为拆除房屋的事实行为自行为成就时就发生了消灭物权的效力，房屋建筑物所有权也就不存在了。而根据现有法律法规的规定，被主管机关认定为“违法建筑”而责令拆除的情形主要出现在违反用地规划、用地批准和建设工程规划的法律后果中。由于《民法典》第三百五十二条的适用前提是权利人已经取得建设用地使用权，所以基本不存在违反建设用地规划、用地批准的情况，而违反建设工程规划，包括未取得建设工程规划许可证或者未按照建设工程规划许可证的规定进行建设，根据《城乡规划法》第六十四条⁴的规定可能被主管机关责令限期拆除，当然责令限期拆除仅是本条规定项下行政处罚的或有项之一。因此，对于未取得建设工程规划许可或尚未完成规划核验的房屋建筑物，建议应以取得规划主管部门对房屋建筑物符合工程规划的证明文件，作为论证其满足“合法建造”的标准，即土地使用权人通过合法建造的行为取得地上房屋建筑物的所有权。

其次，指出未办理权属登记的房屋建筑物一直处在合法使用和权利无争议的事实状态。对存在房屋建筑物未办理权属登记的REITs项目，大部分都论证了这一权属瑕疵并未导致任何处罚、被采取任何行政监管措施或被提出异议或权利主张，房屋建筑物不存在任何纠纷或潜在纠纷。

最后，通过原始权益人出具《承诺函》的方式保障公众投资者利益。原始权益人承诺

3.《不动产登记操作规范(试行)》(国土资规〔2016〕6号)9.1.3条：申请国有建设用地使用权及房屋所有权首次登记，提交的材料包括：一、不动产登记申请书；二、申请人身份证明；三、不动产权属证书或者土地权属来源材料；四、建设工程符合规划的材料；五、房屋已经竣工的材料；六、房地产调查或者测绘报告；七、建筑物区分所有的，确认建筑区划内属于业主共有的道路、绿地、其他公共场所、公用设施和物业服务用房等材料；八、相关税费缴纳凭证；九、法律、行政法规以及《实施细则》规定的其他材料。

4.《城乡规划法》第六十四条：未取得建设工程规划许可证或者未按照建设工程规划许可证的规定进行建设的，由县级以上地方人民政府城乡规划主管部门责令停止建设；尚可采取改正措施消除对规划实施的影响的，限期改正，处建设工程造价百分之五以上百分之十以下的罚款；无法采取改正措施消除影响的，限期拆除，不能拆除的，没收实物或者违法收入，可以并处建设工程造价百分之十以下的罚款。

的内容通常包括将持续积极协助项目公司、基金管理人与相关主管部门沟通协商,尽快补办或在承诺期限内补办房屋所有权证书;以及在公募基金成立后,项目公司如因未办理房屋建筑物权属登记而被相关部门处罚等情形给项目、基金财产带来的损失由原始权益人承担。

笔者提示,目前已上市发行的REITs项目中存在未办理房屋所有权证书问题的项目都不涉及资产重组,而仅在项目公司股权层面进行了股权转让,相关不动产仍在项目公司名下。而对于涉及资产重组的REITs项目,由于需要办理不动产产权(包括土地使用权及地上建筑物所有权)的转移登记,因此,对此类未取得房屋所有权这一权属瑕疵的法律补救方案,将更为复杂。

3.未取得建设用地规划许可和建设工程规划许可的问题

由于我国建设项目规划许可的法律法规存在着变迁,1990年4月1日,《城市规划法》生效并取代了《城市规划条例》,2008年1月1日,《城乡规划法》生效并取代了《城市规划法》。根据958号文的要求,“项目投资管理手续的合法合规性,应以办理时的法律法规、规章制度、国家政策等为判定依据。项目无需办理上述手续的,应说明有关情况,并提供证明材料。”因此,首先需要确定的是REITs项目的基础设施根据建设时适用的法律规定是否需要办理建设用地规划许可和建设工程规划许可。华夏越秀高速REIT项目中,就采用了这种方式,得出了“汉孝高速主线路不涉及城市规划区,不需要办理建设用地规划许可或建设工程规划许可”的结论⁵。但由于城市规划的不断变迁,回溯项目建设时的城市规划以判断项目是否涉及城市规划区,尤其对于穿越多个城市的线状工程而言,工作量极大,且单靠律师或财务顾问对此进行判断也超越了其专业范围,因此,华夏越秀高速REIT通过与规划主管部门访谈了解以及规划主管部门出具函件确认的方式得出了上述结论。其次,对于那些应取得建设用地规划许可和建设工程规划许可而尚未取得的项目而言,最为有效的方式还是取得规划主管部门的认可意见,如富国首创水务REIT采用的即是此

5.相关法律法规为项目建设当时适用的《城市规划法》第三十一条和第三十二条,具体规定如下:

第三十一条 在城市规划区内进行建设需要申请用地的,必须持国家批准建设项目的有关文件,向城市规划行政主管部门申请定点,由城市规划行政主管部门核定其用地位置和界限,提供规划设计条件,核发建设用地规划许可证。建设单位或者个人在取得建设用地规划许可证后,方可向县级以上地方人民政府土地管理部门申请用地,经县级以上人民政府审查批准后,由土地管理部门划拨土地。

第三十二条 在城市规划区内新建、扩建和改建建筑物、构筑物、道路、管线和其他工程设施,必须持有有关批准文件向城市规划行政主管部门提出申请,由城市规划行政主管部门根据城市规划提出的规划设计要求,核发建设工程规划许可证件。建设单位或者个人在取得建设工程规划许可证件和其他有关批准文件后,方可申请办理开工手续。

种处理方式⁶。

4.未进行节能评估和审查的问题

根据《节约能源法》的相关规定,我国针对固定资产投资项目实施节能评估和审查制度,不符合强制性节能标准的项目,建设单位不得开工建设;已经建成的,不得投入生产、使用。在已上市发行的REITs项目中,对于标的基础设施未进行节能评估和审查这一问题的法律分析论证都是基于项目立项时国家尚未建立固定资产投资项目节能评估和审查制度进行的,但对于我国何时确定了节能评估和审查制度,却有不同的分析意见。有的认为是2006年8月6日生效的《国务院关于加强节能工作的决定》开始确定的,有的认为是2010年11月1日生效的《固定资产投资项目节能评估和审查暂行办法》(现已废止)确定的。但其实1998年1月1日生效的《节约能源法》第十二条即规定:“固定资产投资工程项目的可行性研究报告,应当包括合理用能的专题论证。固定资产投资工程项目的建设和设计,应当遵守合理用能标准和节能设计规范。达不到合理用能标准和节能设计规范要求的项目,依法审批的机关不得批准建设;项目建成后,达不到合理用能标准和节能设计规范要求的,不予验收。”事实上,1998年的《节约能源法》已经确定了节能评估和节能验收的制度,但其并没有把节能评估及审查单独作为一项固定资产投资项目的行政许可,而是要求在项目可行性研究报告中对合理用能进行论证即可,直到2010年11月1日《固定资产投资项目节能评估和审查暂行办法》生效后,固定资产投资项目的节能评估及审查才真正意义上成为了一项固定资产投资项目建设前需单独取得的一项行政许可。

5.其他合规性瑕疵问题

已上市发行的REITs项目标的基础设施中,部分还存在着诸如未进行水土保持、环保、消防等专项验收的问题,土地实际用途与规划用途不一致的问题,房屋租赁合同未备案的问题,以及项目存在的行政处罚问题等。此类问题基本上都遵循着以下解决思路:(1)如实披露事实情况及可能的法律后果;(2)对于可以在申报前整改的问题,立即整改,如调整土地实际用途与规划用途保持一致,缴纳行政处罚的罚款等;(3)沟通行政主管机关出

6. 公明水厂缺乏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,系相关土地资产根据《特许经营协议》划转至深圳市水务局的过程中的历史遗留问题造成政府审批程序延误所致,进而影响了建设阶段相关证照的办理。深圳市水务局针对该等事项于2020年8月14日特出具《深圳市水务局关于福永、燕川、公明水质净化厂有关报建手续办理情况的说明函》,说明上述缺失的文件及手续正在办理中。

具说明或证明,以表明对相关瑕疵事项的监管态度;(4)论证、说明相关瑕疵事项未受到行政处罚、被采取监管措施或被要求补办手续;(5)论证、说明相关瑕疵事项不会对基础设施项目运营产生重大不利影响;(6)由原始权益人出具《承诺函》,承诺积极整改或补办相关手续,承诺对因瑕疵事项给项目公司和基金造成的损失承担兜底责任。

PART 002

对REITs项目目标的基础设施合规性瑕疵事项的整体解决建议

.....

1.以适用法律为基本依据,充分核实标的基础设施项目建设时的法律规定及建设手续

很多REITs项目目标的基础设施存续时间较长,往往是多年前,甚至十几年、几十年前已经建成的项目。对于该类项目要系统汇总项目建设时期所适用的法律规定,并以这些法律法规为基本依据,详细梳理、核查标的基础设施项目的各类建设手续。鉴于我国对于建设项目实行了档案管理制度,对于建设时间比较久远的项目,如果发行人未能提供所需要的建设手续资料,可以尝试前往项目所在地的档案馆查找相关资料。

2.结合项目运营现状,充分论证、披露标的基础设施项目合规性瑕疵事项对于项目运营的影响

REITs产品发行完成后,投资者获取投资收益的根本还是标的基础设施项目的运营收益。因此,项目的合规性瑕疵事项不能对项目持续稳定运营产生重大不利影响。若标的基础设施项目的资产权属和建设手续存在一定合规性瑕疵的,需要重点依据法律法规的规定并结合项目运营现状,充分论证、披露该等瑕疵事项对于项目运营可能带来的风险。

3.与政府主管部门深入沟通,争取政府主管部门的支持

标的基础设施项目的建设手续涉及众多政府主管部门的审批或备案,对于存在建设手续瑕疵的建设项目,如能够采取补救措施,补办相关手续,或取得政府主管部门追认的证明文件将是对瑕疵事项不会影响项目正常运营的极大背书,其对于解决瑕疵问题,取得国家发改委、证监会等审核机构的认可也具有关键性的作用。

2021年12月29日,国家发改委发布了《关于加快推进基础设施领域不动产投资信托

基金(REITs)有关工作的通知》(发改办投资〔2021〕1048号),要求各省市发改委要加强与政府主管部门的沟通,帮助REITs项目解决建设手续、产权证书、特许经营授权、国有资产转让等各类问题。笔者相信,在国家发改委协调各地主管政府部门大力推动REITs项目发行的大背景下,将有更多项目可以得到地方政府主管部门更有力的支持,从而解决基础设施项目常见的合规性瑕疵问题。

4.原始权益人承担兜底责任,保证项目公司及公众投资者利益

REITs项目中,原始权益人将通过转让项目权益获得收益,对于REITs项目发行过程的合规性瑕疵问题,若原始权益人能够对项目公司及基金承担或有损失的兜底责任,将会对基金产品产生较强的增信效果,也更容易取得审核部门的认可。

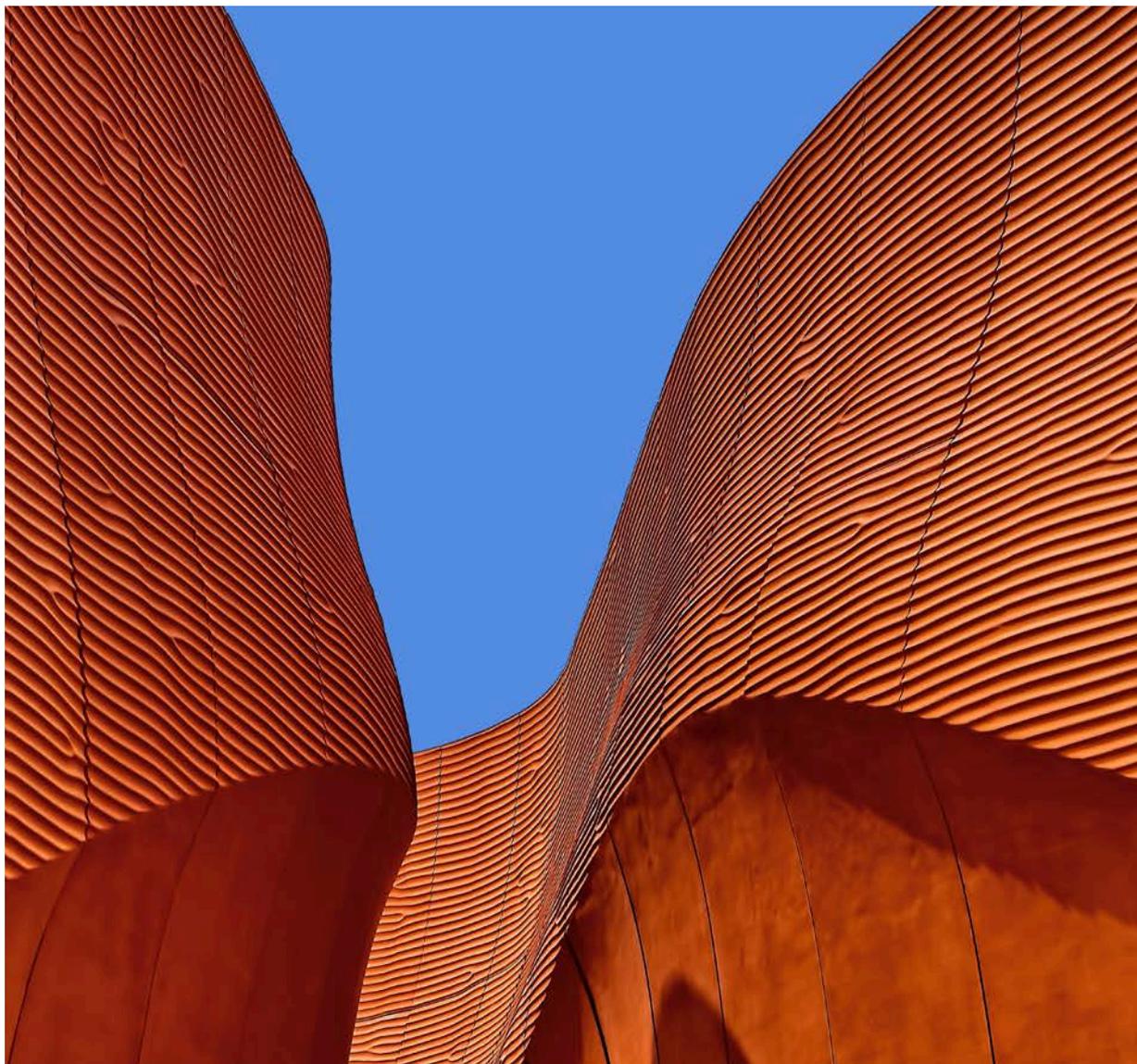
中国版公募REITs刚刚起步,这是在中国现有法律法规和税收政策框架内的创造性设计,初来乍到,势必有许多需要与我们现行法律现状、基础设施现状、资本市场现状等诸多方面进行磨合的地方,道阻且长,但我们相信前方必有光亮。



王霁虹
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2063
wangjihong@zhonglun.com

他山之石:境外REITs项目案例分析

Chapter 03



境外酒店业REITs比较研究

纪超、朱超群

从上世纪60年代以来,REITs(Real Estate Investment Trusts,即不动产投资信托基金)在国际市场已经发展成为一个较为成熟的资产证券化产品,但对国内市场而言还是一个相对新生的事物。自国家发展和改革委员会(“**国家发改委**”)和中国证券监督管理委员会(“**中国证监会**”)于2020年4月24日联合发布了《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》(证监发〔2020〕40号)开始,国家发展改革委、中国证监会、中国证券投资基金业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司等部门及机构陆续推出公募REITs项目的配套指引和规则,标志着我国公募REITs试点工作的正式启动。2021年6月21日,首批9个公募REITs试点项目顺利上市;2021年11月12日,第二批2个公募REITs试点项目获准正式公开发行。

我国基础设施公募REITs采用了“证券投资基金+基础设施资产支持证券”的产品构架,鼓励基础设施项目开展试点,目前支持的项目包括了仓储物流、产业园区、公路、铁路、互联网数据中心、污水处理、垃圾焚烧等资产类别,但明确规定酒店、住宅、商业及办公地产等不动产项目不属于试点范围。然而,从国外市场的发展情况来看,已有40个国家和地区建立起了不动产投资信托制度,REITs已广泛投资于酒店、办公、零售、住宅、健康医疗、工业等行业。国内REITs的市场空间广阔,国外市场中REITs产品在这些行业的成功案例和经验,对我国未来REITs产品的发展具有很好的借鉴意义。

PART 001

美国REITs

REITs最早发源于美国。1960年,美国国会通过不动产投资信托法案(*Real Estate Investment Trust Act*),建立了REITs制度,即允许投资者以购买流通证券的形式投资于商业房地产项目,使得中小型投资者能够参与到大规模的不动产投资中来。同年,美国政府通过国内税收法规(*Internal Revenue Code of 1960*),赋予REITs税收优惠并推动了REITs在美国的发展。1986年的税收改革法案(*Tax Reform Act of 1986*)扩大了REITs的资产管理权限,使其能够直接参与经营和管理房地产,而不是简单地拥有房地产或为其提供融资。1993年,克林顿政府签署法案,允许养老金投资房地产投资信托基金,助推了REITs在美国市场快速发展。1999年的REITs现代化法(*REITs Modernization Act of 1999*)将REITs收入分配比例降低至90%,并允许REITs成立按正常公司标准纳税的子公司,允许REITs进行房地产以外业务的服务。美国税法也经过多次修改和调整,持续的税收优惠为REITs的发展奠定了基础。REITs在满足组织、所有权、分配以及资产和收入等各种要求的情况下,可享受美国联邦所得税优惠待遇。在美国,房地产证券化商品已被投资者视为在股票、债券、现金之外的第四类资产,既可以增加资产配置多样性,又可以分散投资风险。¹

从资产属性来看,美国REITs可分为:(i)权益型REITs(Equity REITs),指拥有和运营收益型不动产项目的投资组合,主要收入来自租金,或买卖不动产项目的交易利润;其通常专注于一种或多种资产类别,例如,工业、办公、酒店、住宅等;(ii)抵押型REITs(Mortgage REITs),指通过购买或提供抵押贷款和抵押担保证券为收益型不动产项目提供融资,并从该等投资的利息中赚取收入的REITs;从流通属性来看,美国REITs可分为:(i)公开非上市REITs(Public Non-listed REITs),指需在美国证券交易委员会注册但在证券交易所交易的REITs;和(ii)私募REITs(Private REITs),指免于在美国证券交易委员会注册且其股票不在证券交易所交易的REITs。²

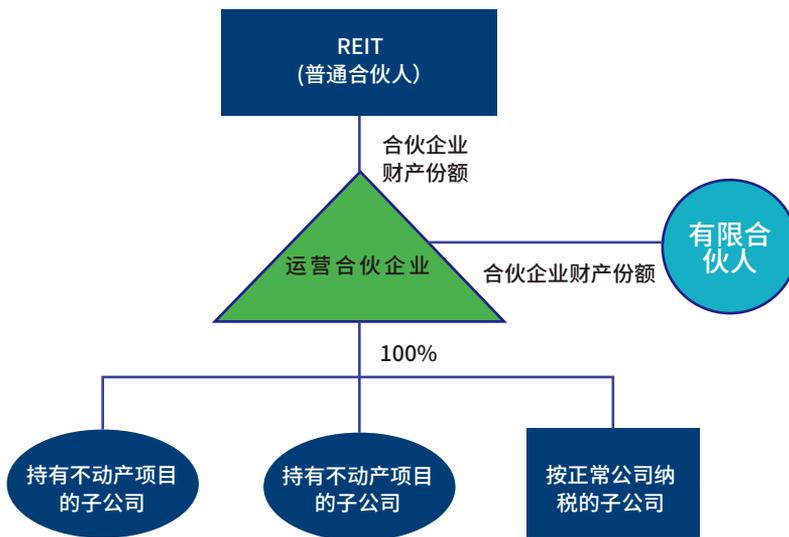
美国法律允许采用股份公司、信托、有限责任公司或者合伙企业的组织形式来设立

1. 美国REITs市场的全景扫描,上海证券交易所研究中心<http://www.galaxyasset.com/articlefilepath/REITs.pdf>.

2. 参见:<https://www.reit.com/what-reit/reit-basics>.

REITs。目前美国市场上公开交易的REITs较多采用股份公司的形式。股份公司型REITs以股份有限公司为载体,具有独立法人资格,可以通过出售公司股份向投资者筹集资金。投资者在投资后成为REITs股东,享有股东的权利,REITs再将收益以股利形式分配给投资者。

公开非上市的权益型REITs比较常见的结构是UPREIT (Umbrella Partnership Real Estate Investment) 结构(见下图)。在该结构中,REITs往往通过一个运营合伙企业持有和运营其所有资产和业务。不动产持有人将其拥有的不动产注入到该运营合伙企业,并获得该合伙企业的财产份额。运营合伙企业财产份额的持有人可以要求合伙企业以现金赎回其财产份额,也可以通过该财产份额换取REITs的股份。在美国税法下,通过运营合伙企业进行的不动产买卖可以推迟或避免缴纳资本利得税,这也是UPREIT成为美国主要REIT运营结构模式的根本原因之一。



(伞形合伙REITs结构)³

3. *Frequently Asked Questions about Real Estate Investment Trusts* by Morrison Foerster LLP, <https://media2.mofo.com/documents/190722-reit-faqs.pdf>.

在美国税法下，通过运营合伙企业进行的不动产买卖可以推迟或避免缴纳资本利得税，这也是UPREIT成为美国主要REIT运营结构模式的根本原因之一。

根据美国法律，REITs需要在组织方式、投资内容、收益来源与收益分配等方面都符合严格的规定，才能享受相关免税待遇。如果不符合该等规定，就只能与普通的股份公司一样缴纳公司所得税。该等限制性规定主要包括：

1)法律形式：

美国境内的任何合法的应纳税经营实体，由董事会或受托人管理；

2)持有人限制：

每年的365天中至少335天(第一年除外)达到不少于100个股东；在任何税务年度的后半年(第一年除外)，5个或更少的股东不能持有超过50%的股份；但对于境外股东没有限制；

3)上市：

不强制要求上市；

4)资产构成：

REITs的全部资产价值的至少75%有不动产资产、现金和现金等价物或政府证券；

5)杠杆率：

暂时无法律或监管上的限制；

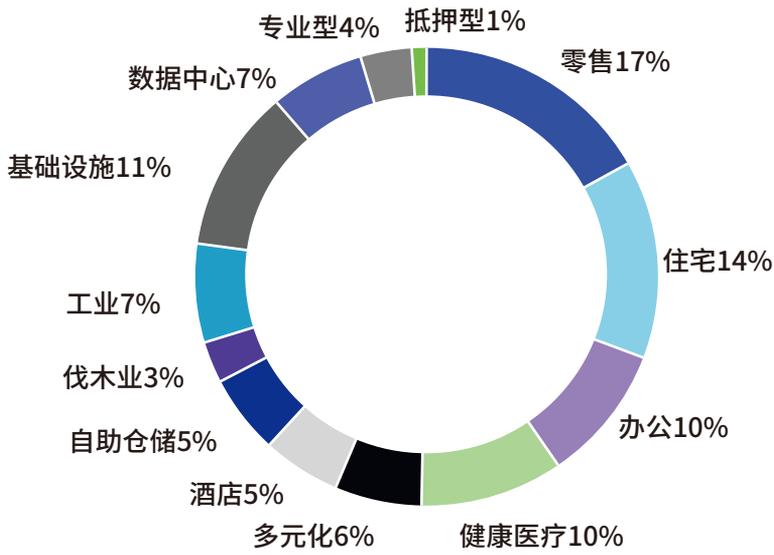
6)收入：

至少75%的收入来自租金、不动产抵押贷款利息或不动产销售收益；

7)利润分配：

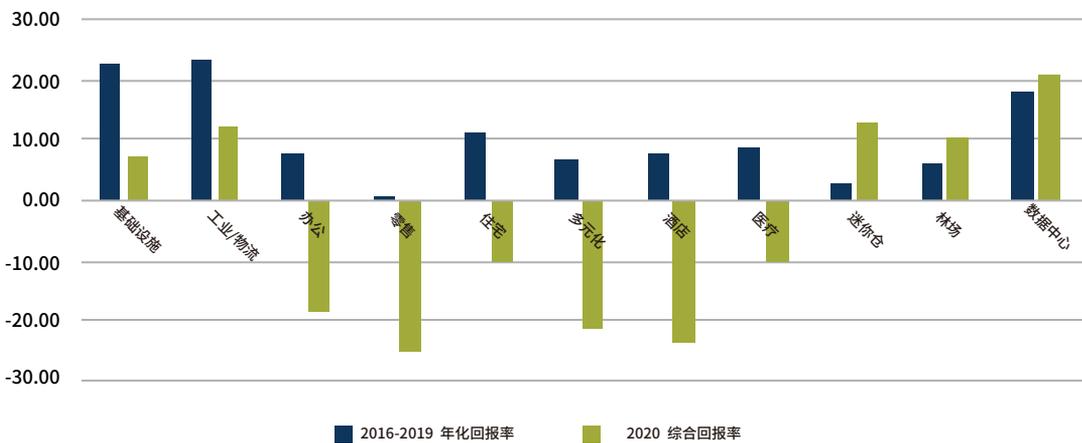
每年应将其应纳税普通收入中的至少90%以股东股息形式分配。

美国REITs投资的基础资产种类丰富，例如工业、办公、零售、住宅、基础设施、数据中心等，从历史回报水平来看，各类型REITs的表现差异较大。通常来说，美国REITs专注于特定的房地产行业，例如酒店、住宅、办公、工业等，但多元化REITs在其投资组合中持有不同类型的房地产的案例也日益增多。



来源: Nareit⁴

美国REITs投资的不同基础资产类别



数据来源: 彭博数据库, 戴德梁行估价及顾问服务部

美国不同类型REITs综合回报率⁵

4. <https://www.reit.com/what-reit/reit-sectors>.

5.《2020亚洲房地产投资信托基金(REITs)研究报告》, 中国房地产业协会&戴德梁行联合发布。

根据Nareit (Nation Association of Real Estate Investment Trusts, 美国房地产投资信托基金协会) 的数据, 截止至2021年7月31日, 共有182支REITs在纽约证券交易所上市, 总市值达13,790亿美元, 各不动产类型REITs的投资业绩如下表所示:

行业	数量	市值 (\$B)	股息收益率	2021年7月份总回报率	2021年总回报率 (YTD)	2020年总回报率
酒店	13	37.5	0.04%	-5.93%	10.33%	-23.6%
办公	20	109.2	3.39%	3.06%	18.66%	-18.44%
工业	13	169.5	2.11%	6.88%	27.26%	12.17%
零售	30	169.6	3.96%	1.75%	35.13%	-25.18%
住宅	20	234.3	2.38%	10.86%	41.46%	-10.69%
伐木业	4	34.5	2.3%	-1.01%	5.77%	10.33%
健康医疗	17	129.9	3.88%	5.12%	19.12%	-9.86%
自助仓储	5	101.6	2.52%	5.54%	43.94%	12.91%
基础设施	4	251.8	1.98%	3.08%	24.67%	7.25%
数据中心	5	136.9	2.15%	2.08%	13.7%	21%
多元化	15	51.6	4.05%	4.16%	23.85%	-21.76%
专业型	10	63.5	4.44%	1.57%	29.98%	-8.24%
抵押型	33	73.6	8.25%	-2.55%	16.32%	-18.77%

来源: Nareit⁶

6. 参见: REIT Industry Fact Sheet, data as of July 31, 2021, https://www.reit.com/sites/default/files/2021-08/MediaFact-Sheet_Jul-2021.pdf.

	FTSE Nareit					Dow Jones Industrial Average
	All REITs	All Equity REITs	S&P 500	Russell 2000	Nasdaq Composite	
2021:YTD	26.05	26.65	17.99	13.29	14.26	15.31
1-Year	34.55	33.50	36.45	51.97	37.53	34.79
3-Year	12.67	13.34	18.16	11.49	25.31	13.72
5-Year	8.07	8.20	17.35	14.28	24.49	16.30
10-Year	10.56	10.64	15.35	12.34	19.53	13.88
15-Year	7.40	7.74	10.86	9.49	13.87	10.64
20-Year	10.43	10.83	8.79	9.36	10.40	8.80
25-Year	10.26	10.75	10.06	9.57	11.00	7.65
30-Year	10.66	11.21	10.65	10.39	11.91	8.50
35-Year	9.28	10.36	11.16	9.83	11.08	8.89
40-Year	10.32	11.65	11.98	10.42	11.18	9.42
1972-2021	9.82	11.84	11.06	-	8.91	7.68

Data in percent; highest return for the period in bold.

Returns in italics are price-only.

来源: Nareit⁷

年度总回报率比较(单位:%)(截至2021年7月31日)

就酒店REITs的经营表现而言,美国酒店REITs拥有和管理着众多酒店和度假不动产项目,为各领域的顾客(从商务出行到个人旅游度假)提供住宿服务。就酒店REITs而言,在经历了COVID-19疫情特别巨大的市场变化之后,随着疫苗接种率的上升和消费者情绪的回暖,其经营情况逐渐显现出了复苏的迹象。根据Nareit数据显示,13支美国酒店REITs 2020年全年总回报率为-23.6%,而从2021年年初至2021年7月31日的总回报率已回升至10.33%。根据PwC美国酒店业指南(PwC Hospitality Directions US)预计,美国酒店2021年度入住率将增加到57.2%;继2020年下降21.3%之后,2021年平均每日房价(ADR)将增加8.0%;到2021年结束,每间可用客房收入(RevPAR)大约是疫情前水平的74%⁸。根据Green Street的一份报告,自疫情开始以来,美国酒店REITs在2021年3月份EBITDA(利息、税费、折旧及摊销前利润)首次为正数。并且,根据STR的数据,92%的美国酒店已在2021年4月实现盈利。⁹

7.同上批注。

8.参见:US Hospitality Directions: May 2021, <https://www.pwc.com/us/en/industries/hospitality-leisure/us-hospitality-directions.html> .

9.参见:Lodging Resort REITs are Showing Signs of Recovery, <https://www.reit.com/news/reit-magazine/july-august-2021/lodging-and-resort-reits-are-showing-signs-recovery> .

PART 002

新加坡REITs

除了在美国市场已经发展成熟，REITs在亚洲市场也已成为主要投资产品之一。截至2020年12月31日，亚洲市场上活跃的REITs共计185支，总市值达2,814亿美元，其中日本、新加坡、中国香港三地REITs市值合计占比近九成。分派收益率¹⁰从高到低依次为新加坡(6.4%)、中国香港(6.3%)、日本(4.8%)，杠杆率从高到低依次为日本(44%)、新加坡(37%)、中国香港(28%)，年化综合回报率¹¹(过去10年)从高到低依次为中国香港(10.8%)、日本(8.9%)、新加坡(8.8%)，但是2020年新加坡上市REITs在新冠疫情的影响下表现优于中国香港和日本，平均综合回报率为-2.7%，而中国香港、日本REITs综合回报率分别为-13.0%和-13.1%。¹²

各地区REITs市场年化综合收益率

	中国香港	日本	新加坡
1年	-13.0%	-13.1%	-2.7%
3年	-2.5%	6.7%	6.1%
5年	7.1%	4.6%	10.7%
10年	10.8%	8.9%	8.8%

数据来源:亚太房地产协会 (APREA)

亚太REITs市场各物业类型年化综合收益率

	综合	零售	办公	酒店	工业/物流	公寓	医疗健康
1年	-14.9%	-15.5%	-16.8%	-23.9%	21.7%	-5.5%	-14.0%
3年	5.7%	-0.3%	5.2%	-4.8%	17.2%	9.7%	1.1%
5年	6.9%	3.7%	6.1%	0.1%	14.3%	8.6%	6.1%
10年	10.4%	8.9%	8.7%	-	13.8%	11.6%	13.1%

数据来源:亚太房地产协会 (APREA)

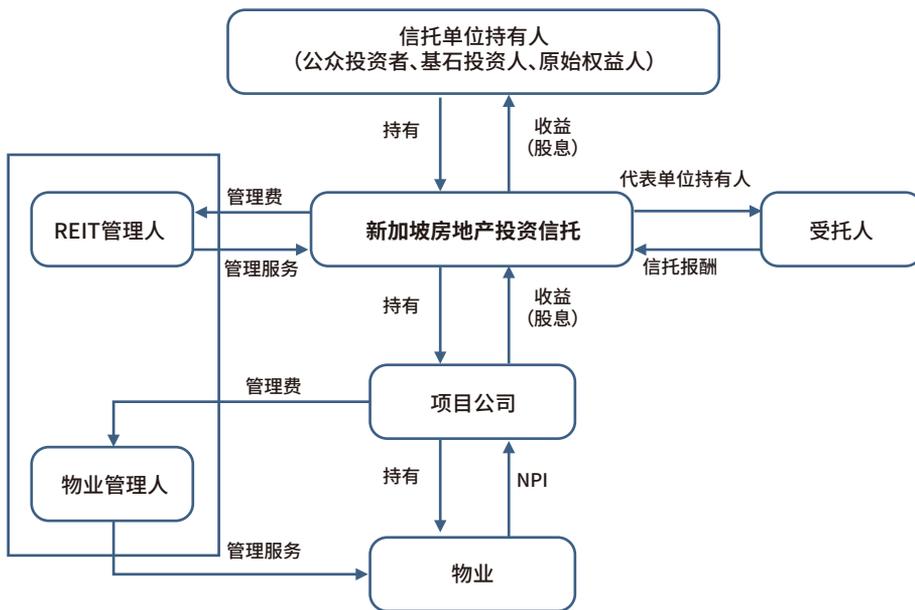
10. 分派收益率定义为过去12个月的股息(过去一年的总派息额)与REITs股票市价(2020年12月31日的价格)之比。

11. 综合回报率由每基金单位估价变动和派息两部分组成。

12. 《2020年亚洲房地产投资信托基金(REITs)研究报告》，中国房地产业协会&戴德梁行联合发布。

新加坡作为亚洲第二个推出REITs的国家，已经是除日本之外亚洲最大的REITs市场，并且逐渐成为一个全球性的REITs中心。1999年，新加坡金融管理局发布《新加坡不动产基金指引》，为REITs的发展奠定了基础。2001年，新加坡税务部门颁布《REITs所得税处理条款》，制定了“税收透明待遇”，对达到分红比例90%的REITs可申请享受该优惠待遇，从而在REITs层面免征所得税，仅在投资者层面缴纳相应税款，避免了重复征税问题，为REITs的发展提供空间。2002年7月，新加坡第一支REITs – 凯德商用新加坡信托 (CapitalLand Mall Trust) 在新加坡交易所主板成功上市。

新加坡REITs (S-REITs) 受《证券和期货法则》(Securities & Futures Act) 和《集合投资计划守则》(Code on Collective Investment Schemes) 的管辖，由新加坡金融管理局和新加坡证券交易所监管。S-REITs采取信托基金模式，其基本构架见下图。



(S-REITs基本结构)¹³

13. 凯德集团凯德基金管理总裁叶能栋《新加坡REITs发展历程与实践经验分享》，<https://xueqiu.com/7906205776/174501257> .

为确保S-REITs的稳定性和公众投资者的利益，新加坡法律对S-REIT设定了一些限制性规定。

新加坡法律要求S-REITs必须有一个独立的受托人(Trustee)，其依照信托契约和相关法律为信托单位持有人的利益持有REITs的财产，确保符合适用法律，并对投资者利益负责。受托人必须持有新加坡金融管理局颁发的相关执照。与美国REITs不同的是，S-REITs主要通过REITs管理人进行外部管理，且REITs管理人应独立于受托人。S-REITs管理人依照信托契约和相关法规管理S-REITs，制定和执行S-REITs的投资决策。新加坡法律亦对REITs管理人的资质做出了要求，例如：(i)必须是新加坡注册法人；(ii)注册资本不少于100万新加坡元；(iii)必须具有相关经验；以及(iv)持有新加坡金融管理局颁发的相关资本市场服务牌照等。物业管理人往往由REITs管理人任命，对S-REITs持有的底层资产进行管理，其主要职责包括监督和处理物业的出租、维护物业、开展营销活动。

为确保S-REITs的稳定性和公众投资者的利益，新加坡法律对S-REIT设定了一些限制性规定，主要包括：

1)法律形式：

契约型信托计划；

2)上市条件：

REIT产品的资本金中至少25%的份额要由至少500个公众持有者持有；

最低资产规模不低于2,000万新加坡元(如以外币发行，则为至少2,000万美元)；

最低发行价格为0.5新加坡元；

已实现盈利的企业：在上一个财务年度税前盈利达到3,000万新加坡元，且拥有至少3年的经营记录；或，在上一个财务年度盈利、拥有至少3年的经营记录，且根据发行价格计算的总市值不低于1.5亿新加坡元；

未实现盈利的企业：若在上一个财务年度仅有营业收入，则根据发行价格计算的总市值不低于3亿新加坡元；

3)投资行为:

- a.至少75%的存量资产要投资于可以产生稳定收入的不动产项目;
- b.禁止投资空置土地或抵押贷款(抵押担保债券除外),但投资于在空置土地上已获得批准的待见房地产项目或其他在建工程的除外;
- c.不得从事房地产开发业务(不包括对已建成物业翻新、翻修或重新装修),除非在开发完成后持有该房地产;
- d.投资于房地产开发业务和在建工程项目的合同总金额不得超过REITs总资产规模的10%(在满足特定条件的情况可以调高限额,但不得超过25%);

4)收入:

REITs收入应主要来源于以下投资:(i)REITs持有不动产的租金收入(包括与出租不动产相关的收入,如承租人使用招牌位、广告费用的收入);或(ii)从特殊目的公司(“SPV”)和其他允许的投资中获得的利息、股息及其他类似收入,但从其他来源获得的收入不应超过总收入的10%;

5)杠杆率:

2022年4月之前,总杠杆比例限额为REITs总资产值的45%;2022年4月之后,总杠杆比例限额为REITs总资产值的50%;

6)利润分配:

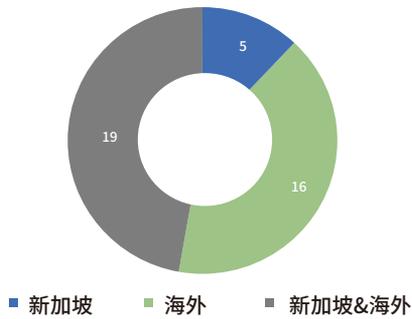
至少将营业收入的90%分配给信托单位持有人。

截至2021年7月30日,新加坡共有42支房地产信托在新加坡交易所挂牌上市,规模超过1,140亿新加坡元,相当于新加坡股市总市值的13%,10年总回报率为132.5%,10年的市值年复合增长率为11%,平均股息收益率为5.8%,平均负债率为37.5%¹⁴。

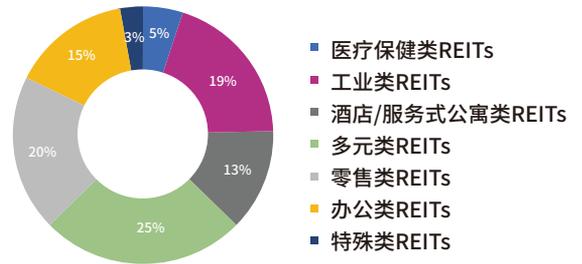
从资产区域及行业分布来看,超过80%的S-REITs拥有新加坡以外地区的资产,并且投资和拥有外国资产的呈上升趋势。S-REITs投资的底层资产包括有办公楼类、零售业类、酒店/服务式公寓类、医疗保健类、工业类、物流类等,其中酒店REITs占据13%(相关数据截至2021年7月30日,如下图所示)。

14.参见:SGX Research, SREITs & Property Trusts, August 2021, <https://www.reitas.sg/wp-content/uploads/2021/08/SGX-Research-SREIT-Property-Trusts-Chartbook-August-2021.pdf>.

80%以上的S-REITs和房产信托持有海外资产

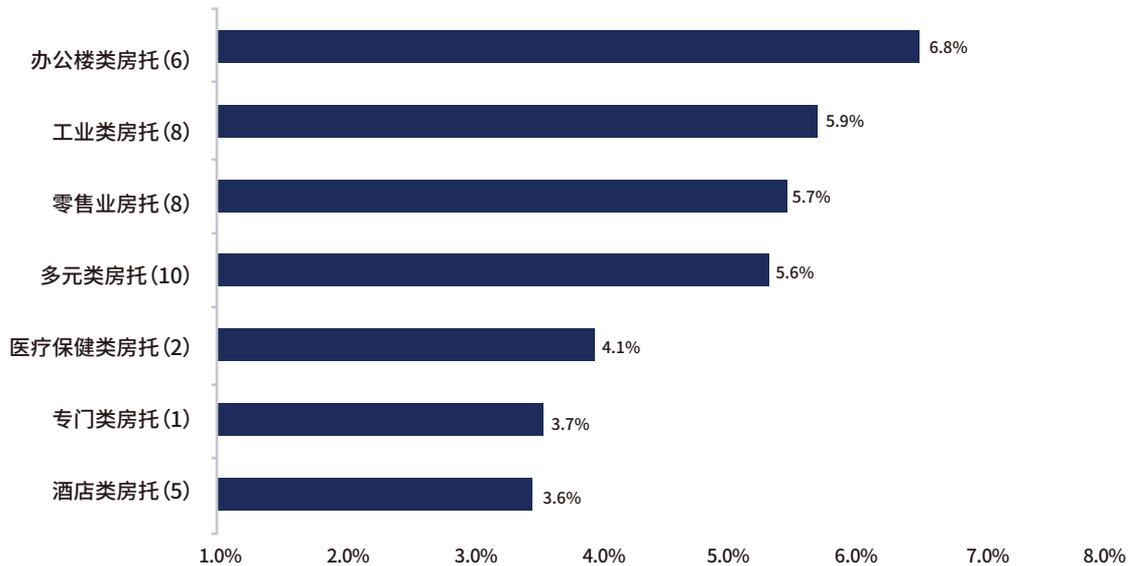


S-REITs投资于不同资产类别 (按S-REITs数量统计%)



来源:SGX Research, SREITs & Property Trusts, August 2021

S-REITs按行业划分的收益率如下图所示:



来源:SGX Research, SREITs & Property Trusts, August 2021

截至2020年12月,有10支S-REITs持有国内物业资产,主要集中于零售、工业物流、服务式公寓、办公和商业综合体。

新加坡上市REIT和地产商业信托陆续公布了截至2021年6月30日的财务业绩或最新业务报告。公布2021年上半年派息情况的S-REIT每单位派息较去年同期平均增长36%¹⁵。2021年1月至6月,每单位派息涨幅最大的5只S-REIT的情况如下:

2021年上半年每单位派息同比增幅最大的5只S-REIT

REIT	财政年度截止月份	每单位派息频率	2021年上半年公布的每单位派息(新分)	2020年上半年公布的每单位派息(新分)	%变化幅度
新加坡报业控股房地产投资信托*	8月	每季度一次	2.62	0.80	228%
胜宝工业信托	12月	每半年一次	1.48	0.47	215%
升禧环球房地产信托	6月	每半年一次	2.07	0.70	196%
雅诗阁公寓信托	12月	每半年一次	2.05	1.05	95%
凯德综合商业信托	12月	每半年一次	5.18	2.96	75%

*注:新加坡报业控股房地产投资信托的半年度每单位派息时间为2020/2019年12月至2021/2020年5月。资料来源:公司公告。

截止2021年4月,新加坡市场中的酒店类REITs基本情况如下¹⁶

	合订信托	市值 S\$ Bil	资产组合 S\$ Bil	国家
1	Ascott Residence Trust	3.3	7.2	新加坡、澳大利亚、印度尼西亚、马来西亚、越南、菲律宾、中国、日本、西班牙、法国、比利时、德国、英国、美国
2	CDL Hospitality Trust	1.5	2.9	新加坡、澳大利亚、新西兰、马尔代夫、日本、英国、德国
3	Far east Hospitality Trust	1.2	2.6	新加坡
4	Frasers Hospitality Trust	1.0	2.4	新加坡、澳大利亚、英国、马来西亚、德国、日本
5	ARA Hospitality Trust	0.3	1.0	美国

15.参见:<https://xueqiu.com/3180190978/195323617> .

16.参见:<https://www.reitas.sg/singapore-reits/s-reit-sectors/> .

以雅诗阁公寓信托(Ascott Residence Trust, “ART”)的发展沿革为例,其为亚太地区最大的酒店类REITs以及全球十大酒店信托之一,截至2021年6月30日,其资产价值为73亿新加坡元。自2006年3月在新加坡证券所上市以来,ART主要投资于收益型房地产项目和相关资产,主要包括服务式公寓、酒店、租赁房产和其他住宿产品资产。2020年1月,ART完成腾飞酒店信托的合并,上市主体资产价值提升30%,并且合并后ART于2020年6月纳入富时EPRA Nareit全球发展指数。ART旗下包括88处物业,在亚太地区、欧洲和美国的15个国家/地区的38个城市拥有16,000多个单位。ART旗下物业主要以雅诗阁(Ascott)、盛捷(Somerset)、Quest和馨乐庭(Citadines)品牌经营。ART由雅诗阁房地产投资信托(Ascott Real Estate Investment Trust, “Ascott REIT”)和雅诗阁商业信托(Ascott Business Trust, “Ascott BT”)组成,由雅诗阁公寓信托管理有限公司(Ascott Residence Trust Management Limited,负责Ascott REIT)和雅诗阁商业信托管理有限公司(Ascott Business Trust Management Pte. Ltd.,负责Ascott BT)管理,两者都是新加坡上市的CapitalLand Limited的全资子公司,CapitalLand Limited是亚洲最大的多元化房地产集团之一。ART在中国大陆的投资组合资产包括苏州馨乐庭星海公寓酒店(Citadines Xinghai Suzhou)、武汉馨乐庭沌口公寓酒店(Citadines Zhuankou Wuhan)、大连盛捷天城服务公寓(Somerset Grand Central Dalian)、沈阳盛捷和平服务公寓(Somerset Heping Shenyang);天津盛捷奥林匹克服务公寓(Somerset Olympic Tower Tianjin)。¹⁷



(Ascott Residence Trust结构)¹⁸

17. 参见: <https://www.ascottresidencetrust.com/>.

18. 参见: *Ascott Residence Trust Annual Report 2020*, Ascott Residence Trust, <https://investor.ascottresidencetrust.com/mis-car2020.pdf>.

2021上半年:可分配收入年度同比增96%

收入
S\$185.0mil
▼11%y-o-y

毛利润
S\$82.1mil
▼7%y-o-y

资产组合RevPAU
S\$60
▼14%y-o-y

可分配收入
S\$63.8mil
▼96%y-o-y

(截止2021年6月30日,Ascott Residence Trust财务数据)¹⁹

PART 003

香港REITs

2003年,香港证券及期货事务监察委员会(“香港证监会”)发布了《房地产投资信托基金守则》(Code on Real Estate Investment Trust),为香港REITs的发展提供了法律基础。香港证监会是房地产投资信托基金的主要监管机构,所有房地产投资信托基金必须先得到香港证监会认可才能于证券市场上市。香港证监会认可的房地产基金受香港证监会的《房地产投资信托基金守则》及港交所发出的有关上市规则的规制。2005年,领展房地产投资信托基金作为首支REITs在港交所挂牌上市。

香港并未就REITs单独发布税收优惠政策,但基于其自身的税收制度优势,香港REITs并无双重征税的不利因素,且总体税负较低。经过十多年的发展,香港已经发展成为一个主要的REITs市场。香港的REITs市场具有比较鲜明的特色,其单支REITs规模较大、发行目的明确、发起人以大型地产商为主,房企在REITs中承担重要角色,通常对REITs决策、管理拥有主导权²⁰。香港REITs市场产品较少,其物业资产组合以综合类为主,包括零售、办公、酒店等。

19.参见:Ascott Residence Trust 1H 2021 Financial Results, https://investor.ascottresidencetrust.com/news-room/20210727_063025_HMN_1LAJ4GECKY96OKPM.4.pdf.

20.郑雅洁:《香港REITs市场发展及对内地的启示》,载《新金融》,2020年第7期。

2020年受新冠疫情和社会事件的冲击,香港REITs交易市值整体下降11%,相比股票价格整体下降5%较为疲弱,交易流动性有所降低。截至2020年12月31日,中国香港上市REITs数量共11支,总市值约304亿美元,其中有6支持有国内物业。香港REITs持有的国内物业主要集中为办公、零售、酒店、商业综合体和工业物流。2013年上市的开元产业信托(酒店)于2021年1月公告私有化退市。2021年5月,顺丰房地产投资信托基金(物流)挂牌上市,成为港交所上首支物流REITs。²¹

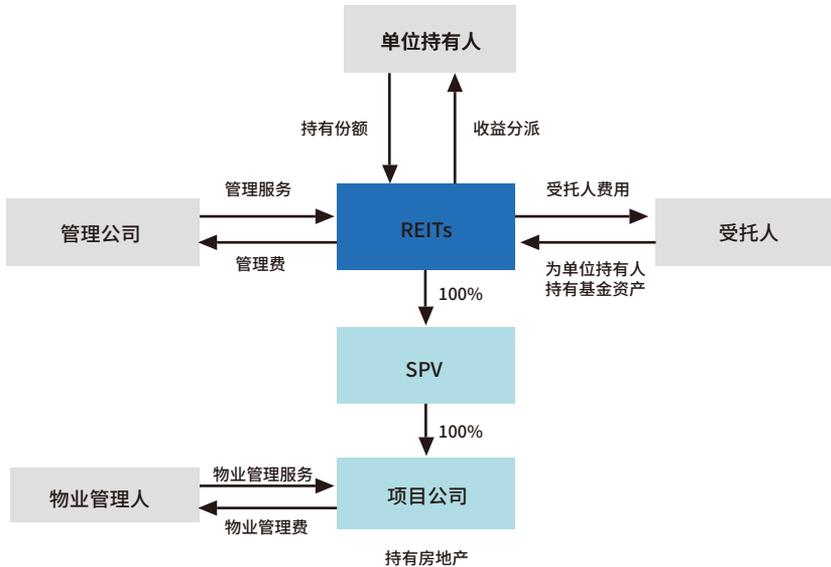
香港挂牌REITs(截至2021年9月3日)²²

简称(代码)	上市时间	物业资产类型	市值	收益率
领展房地产投资信托基金(823)	2005年11月25日	综合	HK\$148.83B	4.08%
置富产业信托(778)	2010年4月20日	零售	HK\$16.39B	5.94%
越秀房地产投资信托基金(405)	2005年12月21日	综合	HK\$13.44B	6.02%
阳光房地产投资信托基金(435)	2006年12月21日	综合	HK\$8.21B	5.32%
泓富产业信托(808)	2005年12月16日	综合	HK\$4.79B	5.73%
冠君产业信托(2778)	2006年5月24日	综合	HK\$25.94B	5.66%
招商局商业房地产投资信托基金(1503)	2019年12月10日	综合	HK\$3.25B	8.96%
顺丰房地产投资信托基金(2191)	2021年5月17日	物流	HK\$3.48B	-
富豪产业信托(1881)	2007年3月30日	酒店	HK\$5.01B	7.86%
汇贤产业信托(87001)	2011年4月29日	综合	RMB11.92B	8.15%
春泉产业信托(1426)	2013年12月5日	综合	HK\$4.33B	7.22%
睿富中国商业房地产投资信托基金(625) (已停牌)	2007年6月22日	综合		
开元产业投资信托基金(1275) (已停牌)	2013年7月10日	酒店		

21.《2020年亚洲房地产投资信托基金(REITs)研究报告》,中国房地产业协会&戴德梁行联合发布。

22.参见:https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Securities-Prices/Real-Estate-Investment-Trusts?sc_lang=zh-HK。

香港REITs以信托方式组成,是主要投资于位于香港或海外的房地产项目的集体投资计划,旨在向REITs持有人提供来自房地产项目的租金收入的回报。香港REITs的基本结构如下:



REITs通过出售基金单位获得的资金,根据其组成文件加以运用,以在其投资组合内维持、管理及购入房地产。REITs需要任命香港证监会接纳的受托人,为持有人的利益而持有REITs的资产,监察管理公司的活动是否符合REITs组成文件及适用监管规定,且该受托人要与REITs的管理公司保持相互独立性。REITs必须委任香港证监会接纳的管理公司,管理公司应根据REITs组成文件规定,为持有人的利益管理REITs。《房地产投资信托基金守则》对REITs设定了一系列限制规定,主要包括:

1)法律形式:

信托;

2)上市要求:

所有在香港的REITs产品必须要在香港证监会规定的时间内在港交所挂牌上市,并符合相应的挂牌上市规定;

3)持有人限制:

REITs的已发行单位数目总额至少25%必须由公众人士持有;

4)投资限制:

(a)REITs总资产价值至少75%必须投资于产生定期租金收入的房地产项目;(b)一

般不得参与物业发展及相关活动(不包括修缮、装修),除非物业发展费用和购入空置或正进行大规模发展、重建或修缮的建筑物的未完成单位的投资不超过REITs总资产价值的10%,该上限可提高至25%,但必须是REITs组成文件所容许的,且必须取得受托人的事先同意;(c)在满足重要原则和特定条件的前提下,允许投资于少数权益物业,但对该等少数权益物业的投资总额不得超过REITs总资产价值的10%;(d)非合资格少数权益物业、物业发展、相关投资及其他附属投资的总额在不得超过REITs资产总值的25%(合资格少数权益物业的投资不计入以上25%的上限;REITs在任何非合资格少数权益物业中所持有的价值不得超过其资产总值的10%)。同时,一个REIT持有地产项目的时间不得低于2年,除非在单位信托证券持有人大会中,以一种特殊决议的方式来取得信托单位持有人同意;

5)SPV:

REITs可成立和拥有SPV来持有其所投资的房地产项目,该等SPV必须合法且由REITs实际控制,REIT必须在SPV中持有绝大多数比例和控制权;

6)杠杆率:

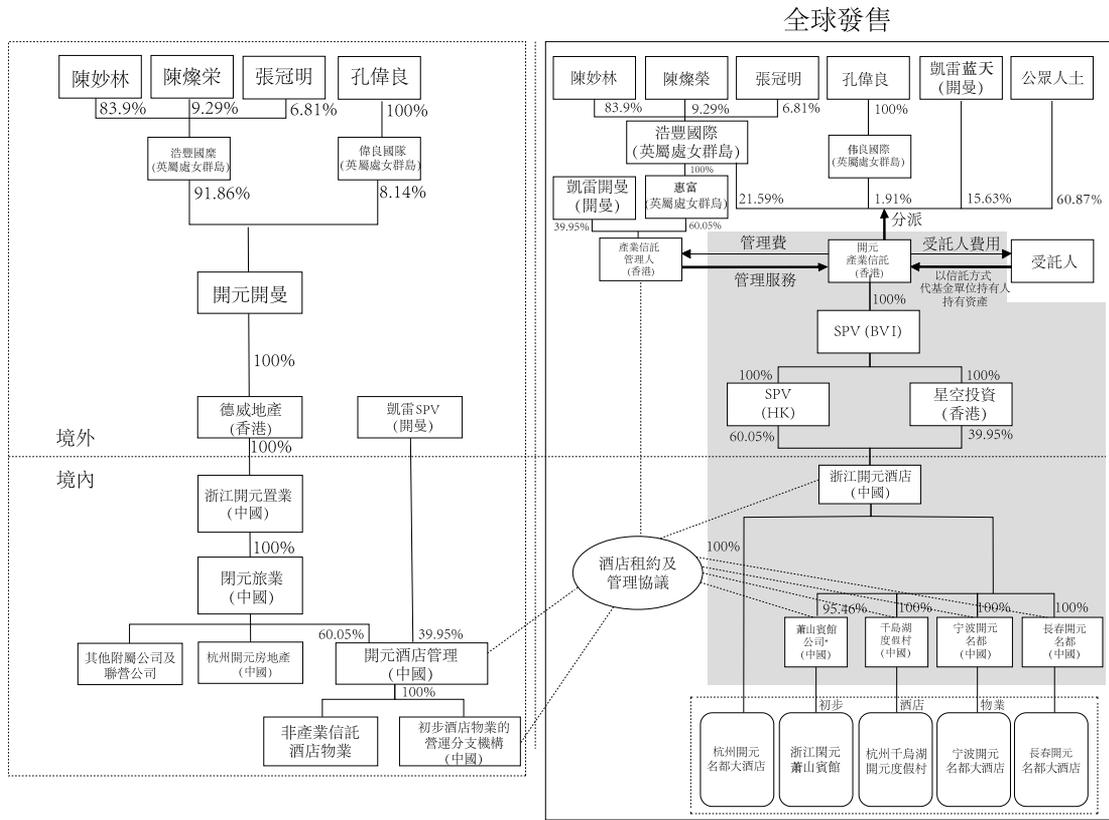
不得高于资产总值的50%;

7)利润分配要求:

经审计的年度税后净收入的90%。

目前香港市场共有两项酒店REITs,分别是发起人为开元酒店集团的开元产业信托投资基金和发起人为富豪酒店国际控股的富豪产业信托。

开元产业投资信托基金是全球第一个专注中国内地的酒店产业的REITs,其于2013年7月10日在港交所主板上市,挂牌价为3.5港元,总集资额约6.75亿港元。因招股反映不佳,原计划发行规模总集资额16.45亿-19.74亿港元未能实现。开元集团是国内最大的民营星级酒店管理集团之一,开元产业投资信托基金的上市之时的物业资产为开元集团旗下5家自持的酒店物业,包括杭州开元名都大酒店、杭州千岛湖开元度假村、宁波开元名都大酒店、长春开元名都大酒店四家五星级酒店,以及浙江开元萧山宾馆一家四星级酒店。开元产业投资信托的主要目标为:透过开元产业投资信托的附属公司(初步酒店物业的注册拥有人及出租人)与开元酒店管理及其附属公司(承租人及酒店管理人)之间的酒店租约及管理协定,向基金单位持有人提供稳定分派及取得稳定收益。



附註
 (A) 包括其附屬公司及其直接或間接擁有權益的公司
 (B) 未列入全球發售
 (C) 開元產業信託及其特別目的投資工具
 (D) 蕭山賓館公司其餘4.54%由29名獨立第三方持有，

开元产业投资信托架构及与开元集团关系²³

2021年4月，开元产业投资信托基金将旗下6家酒店(开封开元名都大酒店、杭州开元名都大酒店、浙江开元萧山宾馆、杭州千岛湖开元度假村、宁波开元名都大酒店和长春开元名都大酒店)出售给控股股东浩丰国际有限公司。交易完成后，开元产业投资信托基金将无剩余的经营房地产资产，从而符合《房地产投资信托基金守则》及相关房地产投资信托基金经营的标准。

23.开元产业投资信托基金招股说明书，第25页，<http://www.ncreit.com/cn/up-load/201306/201306241052299473.PDF> .

富豪产业信托²⁴是2006年12月11日在香港成立的不动产投资信托,由富豪资产管理有限公司管理,于2007年上市。富豪产业信托的主要目标是通过积极增持酒店及策略型投资酒店、服务式住宅及商用物业,为富豪产业信托的基金单位持有人提供长远、稳定及增长的分派及资本增持。于2020年12月31日,富豪产业信托之物业组合包括(a)富豪机场酒店、富豪香港酒店、富豪九龙酒店、富豪东方酒店及丽豪酒店;及(b)富荟湾仔酒店、富荟上环酒店、富荟炮台山酒店及富荟马头围酒店。

富豪产业信托为根据香港法例以基金单位信托形式成立之集体投资计划。富豪产业信托的管理人并非直接管理其投资物业。除富荟湾仔酒店外,所有酒店乃根据长期租赁协议出租予Regal Hotels International Holdings Limited之全资附属公司。承租人负责酒店业务之日常营运,并已为此根据长期酒店管理协议委聘富豪酒店国际有限公司为酒店管理人。富豪产业信托与酒店管理人就营运富荟湾仔酒店部分订立另一份酒店管理协议。富豪产业信托的受托人为德意志银行之全资附属公司DB Trustees (Hong Kong) Limited。受托人以信托形式为基金单位持有人之整体利益持有富豪产业信托之资产,并监督产业信托管理人之活动以符合信托契约及监管规定。

从国外及香港地区酒店业REITs的发展经验来看,REITs结合了房地产和证券的投资属性,其投资组合多元化、市场流通性强、管理透明度高的特点,使公众投资者能受惠于投资房地产项目,并为房地产项目的发展提供新的融资渠道。对于开发商而言,REITs可盘活存量资产,改善和丰富融资方式,减少负债和杠杆率,提升资产的管理水平以增加经营收益,并带动资产价值提升。

在国外成熟资本市场中,REITs产品已占有重要地位,并且为投资人带来了良好的收益回报。美国REITs的10年年化综合回报率超过10.5%、香港为10.8%、新加坡为8.8%。我国REITs市场尚处于初期试点阶段,从目前已经上市的两批基础设施REITs产品的表现情况来看,有专业人士估计产权类和特许经营权类产品全周期投资的内部收益率(IRR)将至少达到6-7%²⁵。虽然国内试点政策暂时仅允许基础设施类项目作为REITs产品的底层资产,但国内已有众多优质房地产项目采用REITs形式赴香港、新加坡上市融资,而且类

24. 参见:富豪产业信托官网, https://www.regalreit.com/orgstruct_cn.html .

25. 参见: <http://fund.eastmoney.com/a/202106041949652273.html> .

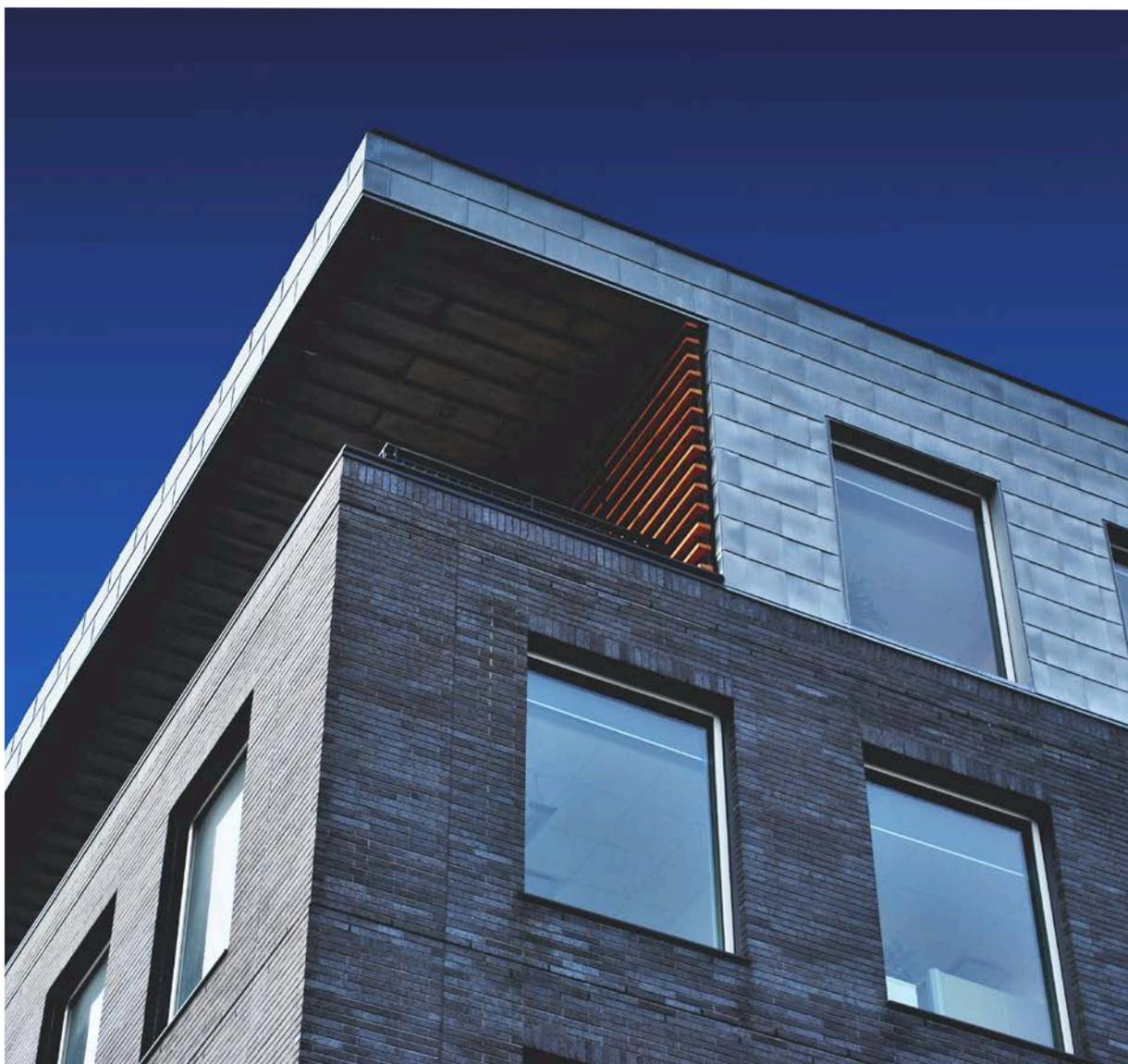
REITs产品市场在国内也已经具有相当的规模。因此,随着国内商业房地产市场的不断成熟,推动我国REITs市场的发展,将其从基础设施项目领域拓展至包括酒店业在内的其他商业房地产领域,为国内优质房地产项目在国内上市融资提供机会与便利也必定是将来的发展趋势。



纪超
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3683
georgeji@zhonglun.com



朱超群
非权益合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3539
Elainezhu@zhonglun.com



从境外REITs的交易安排谈 跨境重组的统筹安排 ——从SF REIT的交易结构谈起

魏轶东

2021年5月17日,顺丰房地产投资信托基金(简称“顺丰房托”或“SF REIT”,2191.HK)正式在港交所发行并上市,是香港REITs市场首个物流地产REITs,也是香港REITs市场多年未新上市REITs,并自2019年12月迎来招商局商业房托(CMC REIT 1503.HK) IPO后,2021年第一个新上市的REITs项目。顺丰房托的底层资产是位于中国广东省佛山市南海区的佛山桂城丰泰产业园、位于中国安徽省芜湖市鸠江经济技术开发区的芜湖丰泰产业园、中国香港青衣的亚洲物流中心-顺丰大厦三处物业资产。

目前中国公募REITs方兴未艾,且现阶段仅开放基础设施类的底层资产。对于持有商场、办公楼、酒店等商业物业的发行人来说,赴香港、新加坡发行REITs,仍然是具有吸引力的退出通道。因为通过REITs项目的发行和上市,发行人可将运营成熟、现金流稳定的优质物业作为底层资产剥离出来,将项目公司的股权转让给发行人关联方管理的房地产投资信托基金(即“REIT”),收取REIT基金单位的筹集资金。相当于将底层资产的未来可收取现金流一次性折现、变现,从而实现底层资产出表、搭建轻资产运营平台、获得丰厚的处置收益及改善发行人财务结构的目的。

笔者仔细研究SF REIT的核心交易安排,从SF REIT的特色结构安排和基本商业考虑出发,联系、结合其他境外已发售REITs项目的类似安排,总结、提炼在跨境融资的场景下,如何综合考虑资金效率、优化估值、外汇管制、税务筹划等要素,实现境内资产权益的跨境重组。

PART 001

SF REIT的核心交易安排

1. 发售规模和对价组成

根据SF REIT 2021年5月5日披露的终版招募说明书, SF REIT的发售总金额规模HK\$ 4,128 million (按最高发售价格计算), 另外REIT买方(见下文定义)还借用了HK\$ 1,750million的并购贷款(占全部融资规模的30%左右)。

在发售金额中, HK\$2,683.2 million是发行人顺丰集团能够收取的现金对价, HK\$1,444.8 million是REIT为收购基础资产向卖方SF Fengtai (BVI)发行的基金单位。

2. 重组和资产注入程序

顺丰集团在发行REIT之前, 入池资产的所有权结构如下:

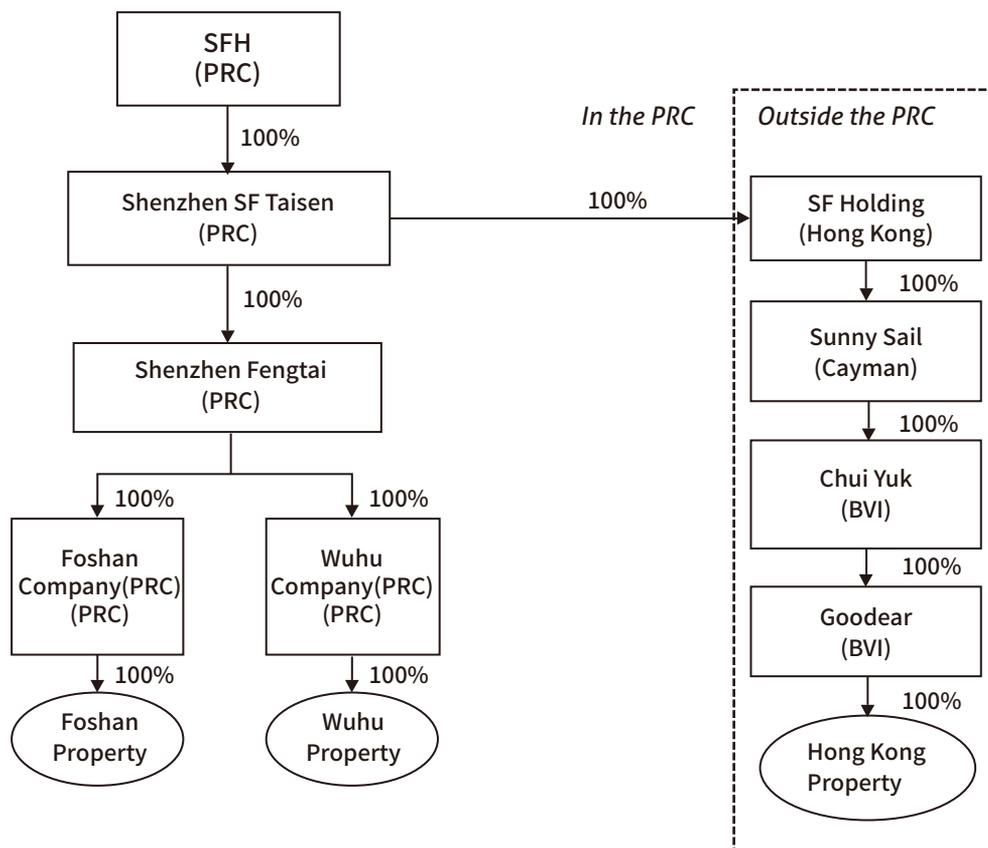


图1:SF REIT底层资产股权结构图

为了将佛山、芜湖、香港三处底层物业注入REIT，顺丰集团进行了两次资产转让，具体来说：

第一次，首先要将底层资产注入统一搭建的离岸结构（即本文所称“**跨境重组**”），具体来说，就是将Foshan Company (PRC) 和Wuhu Company (PRC)两个项目公司的股权转让给离岸设立的特殊目的公司Foshan Company (HK)和Wuhu Company (HK)，实现境内物业权益向境外的转移；然后再通过转让香港物业的上层持股公司Chui Yuk的股权，将三处底层物业的间接权益合并到REIT发行新设的BVI持股公司Golden Bauhinia名下，Golden Bauhinia的直接股东为SF Fengtai (BVI)，也是顺丰集团为实现跨境重组所新设的公司。

为实现跨境重组，顺丰集团作出了如下商业安排：

(1) 首先由独立于顺丰集团的第三方Full Will以增资的方式分别收购Foshan Company (PRC)和Wuhu Company (PRC)两个项目公司1%的股权，增资价格以标的股权的公允价值确定。

(2) 由新设的Foshan Company (HK)和Wuhu Company (HK)分别收购Full Will持有的Foshan Company (PRC)和Wuhu Company (PRC)两个项目公司1%的股权，转股价格与增资价格相同（分别约HK\$2.6 million和 HK\$1.1 million），但是对价暂不支付，作为REIT前身集团的负债（下称“**中国项目公司1%股转款债权**”）。

(3) 再由Foshan Company (HK)和Wuhu Company (HK)分别收购Shenzhen Fengtai（顺丰集团全资子公司）持有的Foshan Company (PRC)和Wuhu Company (PRC)两个项目公司99%的股权，转股价格以标的股权的公允价值确定（分别约HK\$260.6 million 和 HK\$109.1 million），但是对价也暂不支付，作为REIT前身集团的负债（下称“**中国项目公司99%股转款债权**”）。

上述1-3步完成后，Foshan Company (PRC)和Wuhu Company (PRC)两个项目公司变成了外商独资企业，也就完成了中国境内佛山、芜湖两处产业园资产权益的境外移转。

(4) 为了归集底层资产，Golden Bauhinia还将直接收购Sunny Sail持有的Chui Yuk股权，以此方式将香港的底层资产也注入REIT前身集团（见下文定义），转股价格以标的股权的公允价值确定（约HK\$2,171.0 million），其对价同样暂不支付，作为

需要说明的是，由于SF Fengtai (BVI)本就为顺丰集团100%控制，所以35%的基金单位对价中，也体现了一部分Golden Bauhinia应付款的对价。

REIT前身集团的负债(下称“**Chui Yuk股转款债权**”)。

上述1-4步完成之后，三处REIT底层资产项目公司股权就集中到了Golden Bauhinia或其全资子公司名下，完成了底层资产的跨境权属转移和归集。

第二次，SF Fengtai (BVI)将其持有的Golden Bauhinia的股权转让给REIT平台下设的子公司(下称“**REIT买方**”)。

由于Golden Bauhinia统一、间接持有三处底层资产权益(Golden Bauhinia及其通过多层公司间接100%控股的三处底层物业项目公司，合称“**REIT前身集团**”)。所以第二次转让，实际是通过境外转股的方式，将底层物业的所有权以间接方式转让给了REIT(下称“**资产注入REIT**”)，资产注入REIT的工作将在上市的前两个工作日完成。

3.对价支付方式

为最终完成基础资产注入REIT，REIT发售资金将用来作为以下基础资产所包含股权和债权的对价：

(1) REIT买方直接支付给卖方SF Fengtai (BVI)的对价(按最高发售价格计算)，定价基础是REIT前身集团的净资产价值HK\$42.143 million(即目标公司Golden Bauhinia的股权价值)和Golden Bauhinia应付款(见下文定义)HK\$2,713.088-million,具体包括：

(a)初始对价HK\$ 3,189.043 million加上初始调整金额，其中：(i)REIT直接发行按公允定价计算出的、价格为HK\$1,444.8 million(按最高发售价格计算)的基金单位给SF Fengtai (BVI)，其数量占全部REIT发售基金单位的35%¹；(ii)剩余的初始对

1.需要说明的是，由于SF Fengtai (BVI)本就为顺丰集团100%控制，所以35%的基金单位对价中，也体现了一部分Golden Bauhinia应付款的对价。

价将以无息的Golden Bauhinia承兑票据的方式支付给SF Fengtai (BVI)。REIT上市之后,将用发售资金和REIT并购贷款向SF Fengtai (BVI)兑现Golden Bauhinia承兑票据。Golden Bauhinia承兑票据中就包含中国项目公司99%股转款债权和部分Chui Yuk股转款债权。

(b)最终对价,即涉及交割审计对REIT前身集团的净资产调整金额,会在资产注入之后,用REIT发售资金和并购贷款来支付。

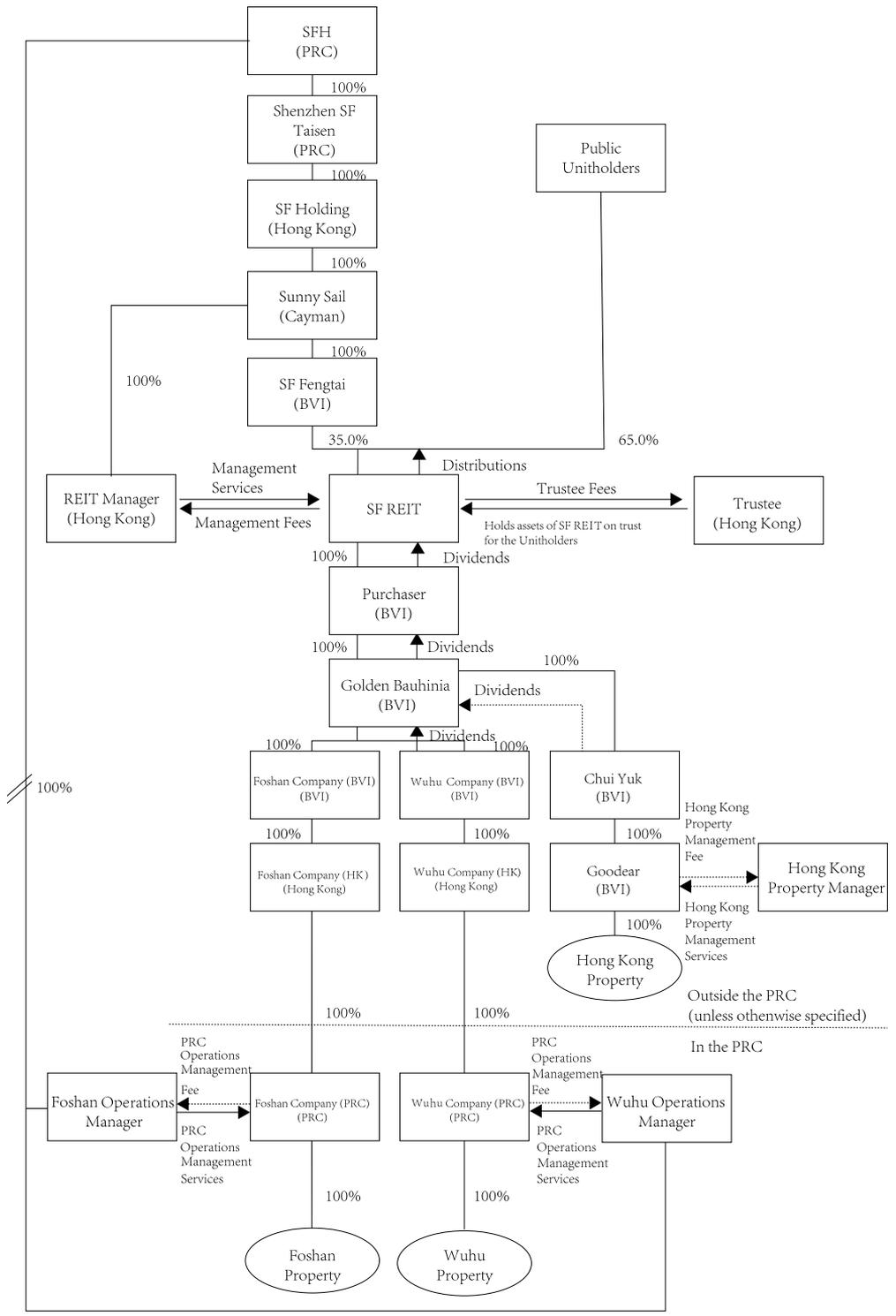
(2)REIT买方承接Golden Bauhinia应付款HK\$2,713,088,000。Golden Bauhinia应付款的组成是:HK\$2,681,153,000是REIT前身集团欠付顺丰香港持股公司的关联方贷款(在香港形成的贷款)及利息HK\$28,259,000,还有HK\$3,676,000是中国项目公司1%股转款债权的转让对价。

所以,REIT发售资金和并购贷款将支付给原债权人顺丰香港持股公司和Full Will,作为承接Golden Bauhinia应付款债权的对价,并且在这部分交易完成后,REIT就拥有了对Golden Bauhinia及其子公司的股东借款债权,便于其以此作为资金向上归集通道。

(3)发售资金和并购贷款还将用来清理Golden Bauhinia承兑票据,包括中国项目公司99%股转款债权的转让对价以及Chui Yuk股转款债权。

这部分收购资金将支付给顺丰集团的相应原股东,实现了资金的回笼。

发售完成后SF REIT的结构如下图:



// indicates indirect ownership

图2:SF REIT发行结构图

PART 002

交易核心要点的提炼与分析

1. 降低跨境重组过程中的现金支付

本次SF REIT结构上的一大特点，是暂不支付跨境重组过程中的底层资产项目公司股权转让对价，留待由发售资金和并购贷款来支付。这大大降低了集团的过桥资金成本，也为未来的REIT发行提供了很好的先例。

现实中，大量发行人在拟发行境外REIT时，底层资产并未完成剥离，有的甚至没有把底层资产注入境外SPV结构中，不具备发行REIT的基本条件。如果为了REIT发售目的进行重组并搭建、将底层资产注入境外结构，那就势必涉及同一集团控制下的跨境股权收购。而跨境股权收购是很难以非现金的方式实现的，主要有以下原因：

(1) 现行有效的《商务部关于外国投资者并购境内企业的规定》(下称“10号令”)明确规定“外国投资者以股权并购境内公司应报送商务部审批”，因此跨境股权并购的监管获批难度较大。

(2) 从税务筹划的角度，跨境非现金收购难以适用免税重组的规定。

根据境内非现金免税重组所适用的《财政部、国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》(财税[2009]59号，下称“59号文”)、《财政部、国家税务总局关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知》(财税[2014]109号，下称“109号文”)以及《国家税务总局关于资产(股权)划转企业所得税征管问题的公告》(国家税务总局公告2015年第40号，下称“40号公告”)，非现金收购可以用两种方式实现：(a) 股权无偿划转；(b) 股权转让，以收购方的股份作为支付对价，但是这两种非现金重组方式在跨境重组中却很难开展：

(a) 如果采用股权无偿划转，根据40号公告和109号文，必须在“受同一或相同多家居民企业100%直接控制的居民企业之间”开展，才能适用相应的免税重组规定；也就是说，目前重组相关税法暂不支持将境内股权无偿划转给境外关联方。

(b) 如果是跨境股份支付，就又会受到10号令项下的商务部审批限制，而且根据

59号文第七条²的规定,跨境股份支付如果想适用“转让方、出让方取得股权的计税基础都以被转让资产原计税基础确定”的特殊税务处理,重组的转让方和受让方之间必须是“100%直接控制关系”;而在跨境重组中,很难满足“100%直接控股”这个条件。

(c)此外,根据59号文,适用免税重组还需要满足“企业重组中取得股权支付的原主要股东,在重组后连续12个月内,不得转让所取得的股权”,在跨境重组的特定场合,还需要满足“非居民企业向其100%直接控股的另一非居民企业转让其拥有的居民企业股权,没有因此造成以后该项股权转让所得预提税负担变化,且转让方非居民企业向主管税务机关书面承诺在3年(含3年)内不转让其拥有受让方非居民企业的股权”(见59号文第七条),这也将给REIT项目的重组进展造成迟延。

(3)此外,境内股东取得境外公司股权或者在境外设立SPV公司用于跨境重组,还涉及《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》(汇发[2014]37号)项下外汇登记问题,也是跨境非现金重组不容易实现的原因。

因此,跨境股权收购的场景下,无论是从监管审批、税务筹划还是外汇监管方面,都很难实现在发行人关联方不出现金的情况下,直接以原账面净值将标的股权划转至境外SPV名下的目的。

然而,为进行REIT发行而将底层资产转移至境外SPV名下,如果按公允价值转让,势必涉及与发售规模相当的转让对价,这将给发行人造成很重的过桥资金周转压力。而SF REIT结构中,采用了“公允价值转让、暂不支付对价”这个思路,做低前身集团的净资产价值,将发售资金的大部分用于支付跨境重组过程中形成的股转款债权转让对价。最终发行人通过收取债权转让对价的方式,获得发售资金。

这种“公允价值转让、暂不支付对价、以发售资金支付”的思路,在其他公募REITs产品中也有体现³。因此,本着帮助发行人节约过桥资金成本这个出发点,还需要深入分析SF REIT为了实现在跨境重组过程中暂缓支付对价这个目的,所进行的一系列相关配套安排,以便在未来的可比交易中进行类推式统筹安排。

2.《财政部、国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》七、企业发生涉及中国境内与境外之间(包括港澳台地区)的股权和资产收购交易,除应符合本通知第五条规定的条件外,还应同时符合下列条件,才可选择适用特殊性税务处理规定:

(一)非居民企业向其100%直接控股的另一非居民企业转让其拥有的居民企业股权,没有因此造成以后该项股权转让所得预提税负担变化,且转让方非居民企业向主管税务机关书面承诺在3年(含3年)内不转让其拥有受让方非居民企业的股权;
(二)非居民企业向其具有100%直接控股关系的居民企业转让其拥有的另一居民企业股权;
(三)居民企业以其拥有的资产或股权向其100%直接控股的非居民企业进行投资;
(四)财政部、国家税务总局核准的其他情形。

3.在中国首批公募REIT产品中亦有体现,典型如中航首钢生物质REITs。

2. 先行以独立第三方收购中国境内项目公司1%的股权

为了实现顺丰集团佛山、芜湖两处底层资产向境外SPV的转移，跨境重组的第一步，是由独立第三方Full Will先行以增资的方式收购两个中国项目公司1%的股权，笔者解读其主要考虑如下：

(1)虽然《外商投资法》已经生效实施，但是10号令依然现行有效。根据10号令的规定，(a)境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批；(b)外国投资者并购境内企业设立外商投资企业，外国投资者应自外商投资企业营业执照颁发之日起3个月内向转让股权的股东，或出售资产的境内企业支付全部对价。对特殊情况需要延长者，经审批机关批准后，应自外商投资企业营业执照颁发之日起6个月内支付全部对价的60%以上，1年内付清全部对价，并按实际缴付的出资比例分配收益。

所以要想缓释以上商务部审批、以及Foshan Company (HK)和Wuhu Company (HK)必须按期支付对价否则无法分配收益的合规风险，需要首先将两个中国项目公司首先变更为外商投资企业。这样，根据10号令第二条，外资收购外商投资企业的股权就可不再适用10号令的规定。

(2)根据《企业所得税法》关于“特别纳税调整”的相关配套规定，企业的股权转让应当以公允价值进行。但是在两处物业已经大大增值的情况下，用Full Will按公允价值增资的方式，既能避免缴纳高额的股权转让资本利得税，而且未来Full Will再向Foshan Company (HK)和Wuhu Company (HK)转让股权时，也可以平价转股，不再产生额外的资本利得税。

(3)只用两个中国项目公司净资产公允价值1%的资金成本，就可实现前述监管和税务上的利好，收益大于成本。

3. 跨境重组负债结构的统筹安排

对于底层资产为不动产租金收入的REIT产品来说，资产入池之前普遍都存在抵押贷款以及关联方往来款。对于负债和抵押的保留抑或清理的统筹安排，需要权衡以下因素：(1) REIT发行和上市的合规性；(2) 从商业安排的角度，境外借贷成本远远低于境内，因此如果能尽量使用境外融资，可大大提高整体的投资回报率；(3) 置换现有

对于底层资产为不动产租金收入的REIT产品来说，资产入池之前普遍都存在抵押贷款以及关联方往来款。

负债的难度和成本。

以下是详细分析：

(1)香港SFC对于REIT负债率的要求

首先，从香港SFC 2020年12月最新修订出台的*REIT Code*来看，其对于REIT本身或其SPV子公司为入池的REIT资产进行经营贷款或并购贷款设置了比例上限。*REIT Code*第7.9条规定，REIT自身或其SPV子公司经营贷款和并购贷款的总金额不得超过REIT总资产价值的50%。

此外，第7.9条明确：(a)REIT的底层资产可被抵押用来担保前述贷款；(b)借贷必须按照与交易规模和性质相匹配的条款、并按照非关联方交易的条件开展；(c)在计算负债率时，REIT集团的负债将被合并计算（这就意味着，底层资产的原有负债也将被纳入计算REIT的整体负债率）；(d)每一单REIT的基金管理人都需要在销售文件中披露其制定的借贷上限。

所以，从合规的角度，SFC没有明确限制底层资产带负债和抵押入池，但是倾向于要求发行人明确披露负债的条款、条件和余额，以便于把控未来REIT整体的负债率。此外，关联方往来款通常会被要求在上市之前统一清理。

在这种合规导向之下，观察已经发行的境外REITs中，普遍的规律是：(a)上市后关联方借款都被压降至相对发行规模明显不重要的程度；(b)除并购贷款之外，底层资产不再有抵押贷款或保留比例不大的抵押贷款。由于将境内不动产登记抵押给境外银行存在内保外贷登记及不动产抵押登记等环节的限制，实践中境内银行常常与境外并购贷款银行联动放贷，并由境内银行登记为底层资产的抵押权人，起到控制底层资产的作用。

下表为笔者研究过的几单境外REIT在发行结束后的有息负债和关联方往来款情况：

REIT名称	发售规模 (按最高发售价格计算)	发行后 有息负债规模	发行后 往来款情况
SF REIT (顺丰房地产投资信托基金) (2191.HK)	发售规模: HK 4,128 M (按最高发售) 并购贷款: HK \$1,750M	(a)REIT集团并购贷款HK\$ 1,750 M; (b)境内新借贷款HK \$224.6 M用以清偿等额的境内往来款;	(a)REIT集团内关联应付款最终余额HK\$ 60.014 M; (b)REIT集团内关联应收款最终余额HK\$ 36,000.
China Merchants Commercial REIT (招商局商业房地产投资信托基金)(01503.HK)	发售规模: HK\$ 4,511.3 M; 并购贷款: HK\$ 2,148.3M	并购贷款: HK\$ 2,148.3M (RMB 1,900 M)	(a)REIT集团内关联方应付款最终余额RMB 961.889M ⁴ ; (b)REIT集团内关联方应收款最终余额RMB 22.039M
Huixian Reit (汇贤产业信托) (87001.HK)	发售规模: RMB12,834M	(a)入池之前美元贷款余额:RMB 405M (一年内到期); (b)入池之前新借人民币贷款:RMB1,100M 以上贷款有底层资产作为抵押。	无
Capitaretail China Trust (凯德中国信托) ⁵	发售规模: S\$250.1M 并购贷款: US\$ 105M (S\$168.1 M)	(a)RMB350M五年期贷款,安贞商场作为抵押; (b)并购贷款US\$ 105M (S\$168.1 M)	无

表1:几单境外REITs的发行后负债情况统计

4. 其中 RMB956.337M 还会在2020年2月继续以减资、分红的方式还给关联方。
5. 已更名为CapitaLand China Trust (凯德中国信托)。

(2) 负债统筹安排的商业考量

考虑到境外的资金融通成本普遍低于境内，发行人和投资人通常都希望以境外贷款置换境内贷款。

从笔者研究的几单境外REITs来看，为便于日后境外发行REITs进行境外融资，需要提前的准备工作是：(i)提前搭建境外结构，增加境外融资比例（可以是关联方境外借款并通过关联方借贷的形式提供给底层资产的境外持股公司）；(ii)在REITs发行之前提前清理境内借款，降低境内借贷的整体比例。

招商局CMC REIT和顺丰SF REIT就充分体现了这种负债安排的思路：

(a)CMC REIT在REIT发行之前的三年一期报表中(2016-2018年及2019/6/30)，银行贷款余额均为0。为了将基础资产注入REIT，2019年11月新借入两笔贷款，一笔是REIT的子公司从DBS借入的总金额为RMB 2,400M的港币贷款，另外一笔是DBS向境内项目公司发放的总金额为RMB100M的人民币贷款。境外贷款的担保方式主要是母公司保证，而境内贷款则以底层资产作为抵押、以及租金收入、账户作为质押。

(b)SF REIT在REIT发行之前的三年报表中(2018-2020)，只有2019年有千万级别的银行贷款，至2019年12月31日已清理干净。后来为将基础资产注入REIT，由REIT子公司向DBS等境外银行组成的银团新借入定期贷款HK\$1,750M，以香港物业作为抵押、香港项目公司的股权和租金收入账户作为质押；另外佛山、芜湖两个境内项目公司向招商银行新借入境内贷款HK\$224.6 million来清理境内关联方借款，以佛山资产作为抵押、两个项目公司的租金收入账户作为质押。

(3) 置换现有负债的难度和成本

跨境重组和REIT资产注入这两个环节，发行人既需要从商业合理性的角度，考虑置换境内银行贷款；也需要从合规性角度出发，考虑清理关联方往来款。这两个环节需要考虑的因素如下：

(a)过桥资金渠道和成本：如果能用境外募集资金来清偿，当然是最佳方案；但同时需要考虑的反向制约因素有：(i)由于中国的外汇管制，境内房地产企业不能借外债（外债资金无法结汇），而且资本金结汇也不能用来清偿境内往来款；(ii)如果不在重组过程中先行清理境内的既有负债，可能会影响抵押物的释放、资产向境外SPV的转移和并购贷款的借入。

所以，从已经发行成功的境外REITs先例来看，发售资金只能用来清理境外关联方往

来款;并无用境外发售资金来清偿境内既有金融机构借款和关联方借款的先例,境内的
负债清理须依靠发行人的境内资金筹措。

以CMC REIT为例,其2019/6/30的报表中,往来款金额较大,其中应付款RMB
3,714.226M,应收款RMB 1,168.114M,其中境内的部分在资产注入REIT之前,招商
集团就用自有资金进行了偿还,境外的关联方应付款RMB2,664.585M,则是以发售
资金进行了偿还。

而SF REIT一例中,关联方负债分为两部分,一部分是跨境重组中的欠付股权转
让款而形成,这部分性质上并非往来款,而是股权转让对价,所以可以发售资金直接
支付;另一部分是重组之前就存在的关联往来款,主要有两笔,一笔是境外关联方借
款HK\$2,681.153M,用发售资金直接偿还;另一笔是境内往来款HK\$224.6M,无法
用跨境资金偿还,所以只能由SF REIT新借入一笔等额境内借款,来清偿境内往来款。

因此,从事前筹划的角度,要想最大程度地保证境外融资资金使用效率,应设法
从以下方面进行提前筹划:(i)加大境外关联方借款比例,降低境内关联方借款比例;
(ii)如果真的存在大比例境内关联方借款,那么只能通过境内资金筹措来解决;(iii)境
内银行借款应有意识地提前降低、清理,如果实在无法清理,也要降低其占比(如
Huixian REIT和Capitaretail China Trust之先例)。

但需要特别说明的是,如果跨境重组涉及需要将底层资产先行做分立、剥离等行
动的,底层资产上已存在的境内银行抵押借款就需要发行人自行筹措资金先行解押、
取得银行提前还款的同意、提前还款,方能将底层资产注入境外SPV结构中,此需要的
过桥资金成本和需要清缴的土地增值税等税负成本会更大⁶。

6.根据《民法典》第四百零六条,“抵押期间,抵押人可以转让抵押财产。当事人另有约定的,按照其约定。抵押财产转让的,抵押权不受影响。抵押人转让抵押财产的,应当及时通知抵押权人。抵押权人能够证明抵押财产转让可能损害抵押权的,可以请求抵押人将转让所得的价款向抵押权人提前清偿债务或者提存。转让的价款超过债权数额的部分归抵押人所有,不足部分由债务人清偿。”此是对原《物权法》第191条“抵押期间,抵押人未经抵押权人同意,不得转让抵押财产,但受让人代为清偿债务消灭抵押权的除外。”的重大修改,即《民法典》实施生效之后,抵押财产的转让不再必须经过贷款银行的同意,抵押权继续存在于被转让的财产之上。但是,根据2021年4月6日自然资源部发布的《关于做好不动产抵押权登记工作的通知》(自然资发[2021]54号),“《民法典》施行前已经办理抵押登记的不动产,抵押期间转让的,未经抵押权人同意,不予办理转移登记。”截至目前,实践中各地不动产中心普遍的态度是拒绝办理带抵押过户,或者尊重银行债权人的意愿。而根据我们目前的实践经验,银行在“带抵押过户”这个问题上的态度相对保守,即如果债务人不提前清偿贷款,银行是不会同意带抵押过户的。

综上，如果能提前以境外REIT发行为目的进行负债结构的筹划，包括提前将入池资产注入独立的境外SPV结构中、提高境外融资比例、减少境内银行抵押贷款，那么，以退出渠道为目的的事先筹划，将大大提高发行人的资金周转使用效率。

(b)清理负债过程中, 避免增加新的集团内往来款:

偿还既有负债的过程中, 如果形成新的发行人集团内往来款, 则为了保证SFC及REIT Code所倡导的REIT财务独立, 又会增加上市之前需要清理的内容。不增加往来款清理既有负债的方式可考虑以下几种:

(i) 如果完全是境内关联方之间形成的往来款, 考虑用项目公司新借银行借款来偿还。SF REIT入池项目公司境内形成的应收款HK\$118,000以及应付款HK\$224.7-million就是用境内项目公司借入境内银行贷款的方式进行了清理;

(ii) 还可考虑由项目公司母公司增资的方式, 来偿还项目公司的境内既有负债。母公司的增资来源可以是母公司借用的过桥资金, 将项目公司的负债转变为母公司的负债, 未来母公司收到发售资金对价后再归还过桥资金; 但前提是, 该等关联方债务重组需要在权益注入境外SPV之前就做完, 否则将受限于外汇资本金结汇资金用途的限制;

(iii) 如果是境外公司和境内公司之间形成的往来款, 往往涉及是否及时完成外债登记和境外放款登记的问题, 如果没有, 则很直接清理, 只能考虑采取债权转让的方式, 将项目公司的往来款暂时挂到别的集团公司账目上;

(iv) 如果是境外关联方之间形成的往来款, 则可以用发售资金作为清偿, 是最为简单、低成本的方式。

综上, 如果能提前以境外REIT发行为目的进行负债结构的筹划, 包括提前将入池资产注入独立的境外SPV结构中、提高境外融资比例、减少境内银行抵押贷款, 那么, 以退出渠道为目的的事先筹划, 将大大提高发行人的资金周转使用效率。

需要说明的是, 以上负债结构是以REIT发行作为目标来进行筹划, 但其筹划思路也可以拓展至其他境外融资场景, 因为利用境内资产进行境外融资往往有以下共同

的考虑因素：实现资产未来现金流的一次性变现、以境外融资替代境内融资，又共同面临跨境资金流动的中国外汇管制。因此为减少过桥资金成本、提高境外融资的使用效率，应当尽量提前安排或调整资本结构，而不是到邻近融资产品发行时再组织重组，否则将增加境外融资的不确定因素。

4. REIT跨境重组及注入的一些税务筹划思考

对于发行人来说，一方面要尽可能做大基础资产的估值，另一方面也要设法进行合理的税务筹划，以减少需要就底层资产项目公司的股权转让向中国税务主管机关缴纳税款的金额，而这其中的关键，就是减少REIT支付购买对价中的股权价款比例，提高债权收购价款比例。

(1) 跨境重组及REIT资产注入所涉中国法项下的纳税义务

以SF REIT的交易结构为例，其涉及两次权益转让：一次是跨境重组，将境内底层资产转入境外SPV结构，发行人需要依据《企业所得税法》缴纳股权转让的企业所得税。第二次是REIT资产注入，是REIT的子公司收购REIT前身集团的股权Golden Bauhinia的股权，根据《关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》（国家税务总局公告2015年第7号，下称“7号公告”），涉及“通过转让直接或间接持有中国应税财产的境外企业股权及其他类似权益（以下称股权），产生与直接转让中国应税财产相同或相近实质结果的交易”，因而需要视同转让中国项目公司股权而缴纳预提所得税。

(2) REIT跨境重组及注入的税务筹划核心

在此过程中，发行人可以尝试适用59号文项下的企业所得税免税重组，但是笔者认为境内免税重组并非REIT发行税务筹划的核心，原因如下：(a) 59号文、40号文、109号文所构成的免税重组体系要求转让方、受让方之间存在“100%直接控制的关系”，这在跨境重组中很难适用，具体原因详见第二部分第1点论述；(b) 对境内资产进行免税重组的核心不是减少、而是递延所得税支付；未来为REIT发行及资产出表之目的，将底层资产间接转让给REIT基金时，由于涉及控制权变更，仍然需要按照公允价值调整标的股权的计税基础，届时免税重组推迟缴纳的所得税在REIT资产注入后，仍然需要补缴。

因此,笔者认为,REIT发行过程中,进行税务筹划的一个重要思路是:底层资产的增值是否可以架构成项目公司对上层股东的负债,而非项目公司净资产公允价值的升值。这样未来REIT资产注入时,发行人可将大比例的增值部分作为债权转让对价或者债权回收款来收取,从而降低就股权转让对价和原始成本之间的增值部分缴纳资本利得税的金额。

需要说明的是,境内类REITs和公募REITs项目的税务筹划通常还包括如何在REIT基金和项目公司之间搭建股东借款结构,这样未来项目公司的部分所得就可以作为对REIT基金的利息进行税前扣除,减少项目公司的所得税,提升REIT基金的税后回报率。但是,这样的税务筹划在境外REIT项目中比较少见、较难实施,主要是因为房地产项目公司无法借用外债,且中国对于外汇结汇资金的境内后续使用用途有严格监管,所以境外资金很难以债的形式提供给项目公司。因此笔者认为,境外REITs和跨境融资中的税务筹划重点,依然在于如何减少发行人应当缴纳的资本利得税。

(3)已上市REITs的税务筹划先例

SF REIT并未进行过多的税务筹划。从SF REIT的境内重组定价来看,两次权益转让的定价相同,即都是基于底层资产的公允价值。虽然跨境重组中采用了“暂不支付股权转让对价”的方法,但其主要目的是减少过桥资金。就跨境重组中,佛山、芜湖两个项目公司股权转让的增值部分,顺丰集团依然需要照章缴纳企业所得税。在此前提下,REIT资产注入的过程因为是平价转让,所以也无需额外支付企业所得税。

但是,此前的其他境外REITs中,不乏有利用关联方负债的事先架构,降低发行人所得税负的先例,值得品味和借鉴。以汇贤Hui Xian REIT为例,其是以境外关联方之间贷款作为底层资产主要融资来源的典型案列,因此其税务筹划的效果也相对明显:

首先通过重组将既有关联方负债调整为境外目标公司(Hui Xian BVI)对卖方(Hui Xian Cayman)的负债,共计RMB 5,887 million,占整体发售资金规模(RMB 12,834million)的比例较大,其中(i)RMB700 million至RMB1,550 million为卖方Hui Xian Cayman向Hui Xian REIT转让的债权,对价为Hui Xian REIT向卖方Hui Xian Cayman发行的基金份额;(ii)剩余金额将由Hui Xian REIT将发售资金借给Hui Xian BVI,后者以归还股东借款的名义提供给发行人也即卖方Hui Xian Cayman。

另外,Hui Xian BVI在注入REIT之前,进行了评估增值,增值所得RMB7,300mil-

lion的资本公积, 将通过减资的方式分配给原股东Hui Xian Cayman; 原来累计形成的资本公积、未分配利润都通过减资、分红的方式分配给Hui Xian Cayman, 通过这种方式又形成了发行人Hui Xian Cayman的股东债权。未来Hui Xian BVI以借款方式收到发售资金后, 即可将RMB 7,300 million的分配款给到发行人Hui Xian Cayman。

这种先以基金份额作为对价收购目标公司股权, 然后再以归还股东借款的方式将发售资金付至发行人的做法, 是在符合7号公告前提下的税务筹划, 大大降低了标的股权的公允价值和需要缴纳的中国预提所得税。

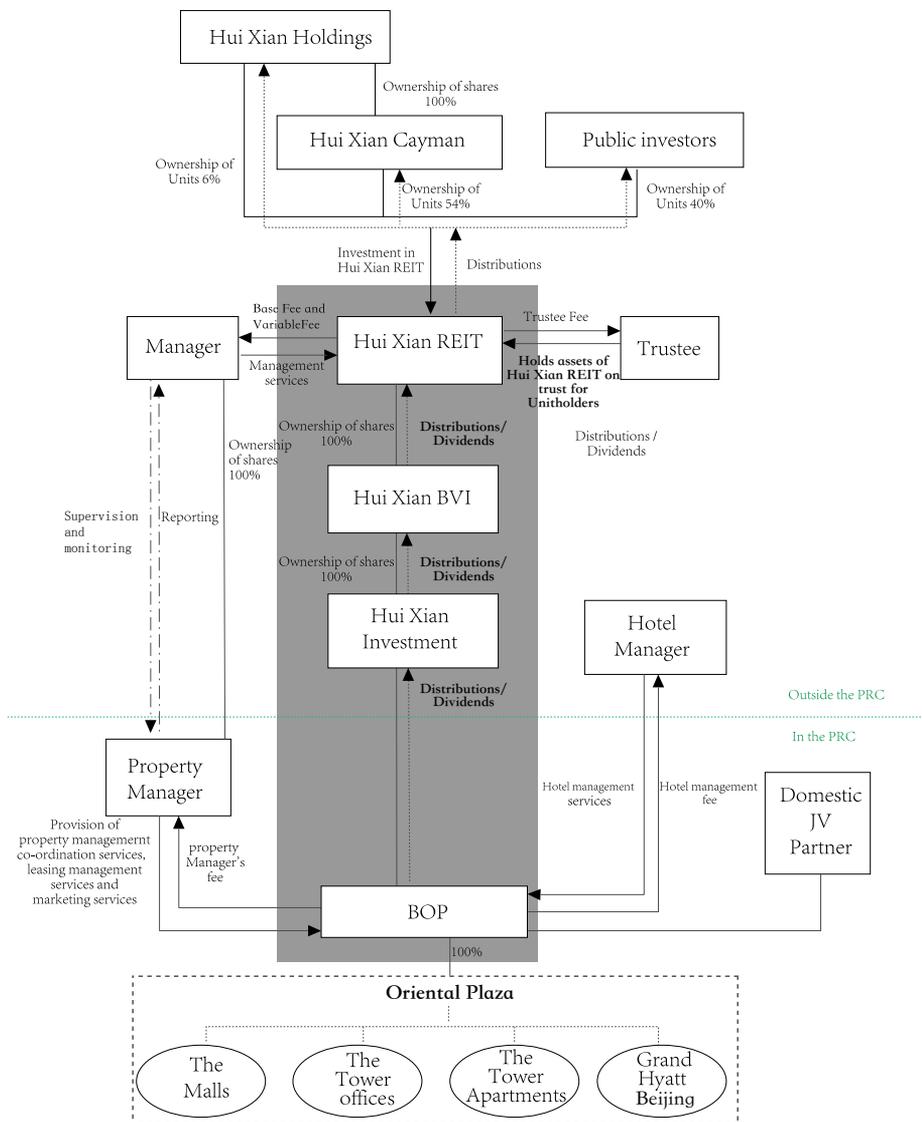


图3: 汇贤产业信托发行结构

虽然笔者认为“评估增值是否能够作为资本公积分配给原股东”等操作尚有值得商榷的空间,但其中的筹划思路却值得后续借鉴。然而,不是每一单REIT交易都有形成大额境外股东债权的先天条件,因此是否能够进行合理税务筹划,还要结合底层资产的结构特点进行个案的考量。

以上是笔者结合SF REIT的核心交易安排,并联系几单境外REITs的相关安排,所总结之跨境重组的统筹安排要点。其始于REIT发行之特定场景,并可推广至其他具有同类商业逻辑的跨境融资场景。如果能够在寻求境外融资之前,围绕相关要点进行提前规划,不但能够减少跨境重组的结构障碍,而且能够提高融资资金的使用效率、改善资本结构、合理降低税负。

注:前述内容系笔者根据公开资料整理、分析、引申,仅供与同行从业者共同学习、讨论、交流,与发行人和相关中介机构的设计原意可能有出入。



魏轶东
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2193
weiyidong@zhonglun.com

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。

总编

龚乐凡

张炯

主编

陈瑶

纪超

路竞祎

编委(按姓氏笔画排序)

刁丽娜

马会军

王建

王霁虹

贾勇

许苇

刘洪蛟

朱超群

陈芳

周兰萍

孟宪石

武鑫

胡继东

魏轶东



中伦研究院出品



中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM