

## 公募REITs系列（一）-基础设施公募REITs试点开启公募REITs元年

作者：王爻 朱霄宇

2014年4月25日，“中信启航专项资产管理计划”正式成立，拉开了中国权益型房地产资产证券化产品发行的序幕；自此以后，这一类依托于资产支持证券（ABS）规则、被业内称作“类REITs”的金融产品在国内迅速、长足发展并取得了市场的广泛认可。

2020年4月30日，中国证监会、国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（“《通知》”）；同日，中国证监会发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）（“《指引》”），作为《通知》的配套规则。《通知》和《指引》的发布，标志着我国基础设施领域的“公募REITs”试点工作正式启动。

下面，我们将通过探讨5个问题作为开端，开启我们的公募REITs系列文章：

### 1. 什么是公募REITs？

REITs（Real Estate Investment Trusts）即不动产投资信托基金，是一种以发行受益凭证的方式公开或非公开地向投资者募集资金，由专业投资机构进行管理、运作并投资于不动产项目，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种金融投资产品。其中：

- 通过非公开方式向符合条件的投资者发行的REITs产品，即目前我国市场中已广泛存在的依托于资产支持证券规则发行的“类REITs”产品；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》的规定，资产支持证券应当面向合格投资者发行，发行对象不得超过二百人，单笔认购不少于100万元人民币发行面值或等值份额。
- 而在本次《通知》出台后，通过公开方式、向不特定公众发行REITs产品——即公募REITs——成为可能。根据《通知》，公募REITs采用的投资工具为“依法依规设立公开募集基础设施证券投资基金”；而根据《证券投资基金法》的规定，公开募集基金，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二百人，以及法律、行政法规规定的其他情形。

因此，在《通知》项下，向超过二百人的不特定公众发行REITs产品成为可能，这也是公募REITs区别于过往类REITs产品最核心的特点之一。

## 2. REITs的公开募集如何实现？

根据我国《证券法》的规定，如向不特定对象发行证券，或向特定对象发行证券累计超过二百人的，构成公开发行，必须依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。

在《证券法》下，可以进行公开发行及上市交易的证券类型主要包括股票、债券、存托凭证等国务院依法认定的证券；而证券投资基金作为一种专门投资于证券（投向可包括上市交易的股票、债券以及证监会规定的其他证券及其衍生品种）的金融投资工具，其亦具备公开发行的功能并可适用《证券法》进行上市交易。

长期以来，ABS由于并不具备《证券法》下典型的“证券”地位<sup>1</sup>，因此其作为“类REITs”产品的投资载体，一直难以实现公开募集；而另一方面，具有公开募集功能的证券投资基金由于受到投向限制（包括只能投资于证券以及“双十限制”<sup>2</sup>），亦无法直接作为REITs产品的投资载体直接投向不动产项目。

为在现有《证券法》及《证券投资基金法》框架内实现公募REITs，《通知》开创性地将证券投资基金与ABS进行结合，设置了“由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，依法依规设立**公开募集基础设施证券投资基金**，经中国证监会注册后，公开发售基金份额募集资金，通过购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的**基础设施资产支持证券**，完成对标的**基础设施的收购**”这一产品结构路径；《指引》则进一步明确，基础设施基金投资基础设施资产支持证券的比例不受《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十二条第（一）项、第（二）项限制（即“双十限制”），为公开募集证券投资基金与ABS的结合扫清了制度障碍。

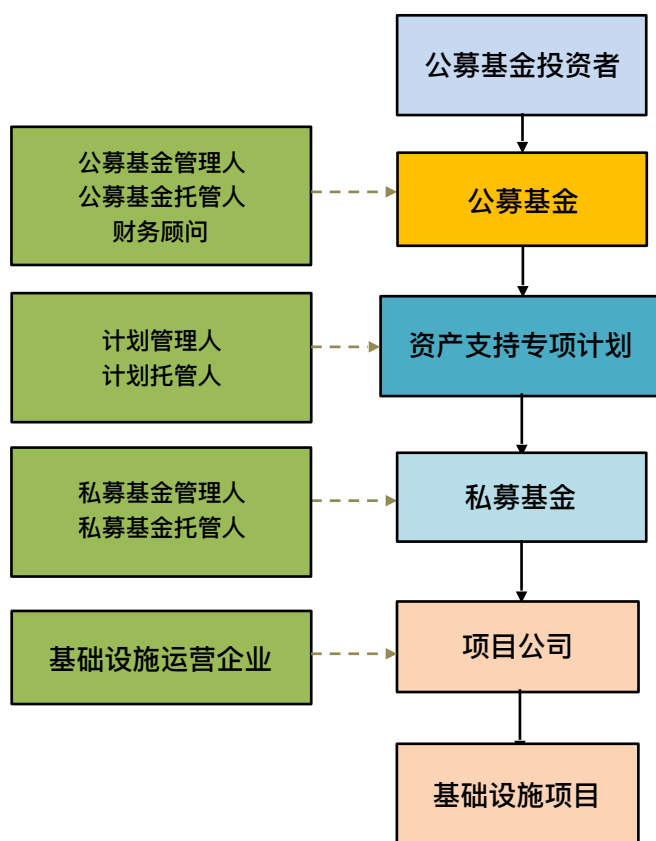
## 3. 公募REITs长什么样？

结合《通知》、《指引》的规定，以及目前市场中流行的类REITs交易架构，我们理解，未来拟落地的公募REITs的基本交易结构可能大致如下（即公募基金+ABS结构）：

---

<sup>1</sup>根据《证券法》，资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定；但《证券法》本身并未赋予资产支持证券以“证券”的地位，也未开放资产支持证券的公开发行功能。

<sup>2</sup>根据《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十二条的规定，“基金管理人运用基金财产进行证券投资，不得有下列情形：（一）一只基金持有一家公司发行的证券，其市值超过基金资产净值的百分之十；（二）同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，超过该证券的百分之十；……”



- 《指引》规定，基础设施公募基金管理人应当聘请财务顾问进行尽职调查，出具财务顾问报告，并提供其他顾问服务；从规则层面，这对于过往公募证券投资基金和ABS而言，是一个全新的角色。
- 《通知》第四条规定，“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，依法依规设立公开募集基础设施证券投资基金，经中国证监会注册后，公开发售基金份额募集资金，通过购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的基础设施资产支持证券。”《指引》第二十三条亦作出了类似规定。
- 《指引》第五条规定，“基础设施基金托管人与基础设施资产支持证券托管人应当为同一人。”
- 《指引》第十七条规定，“基础设施项目原始权益人应当参与基础设施

基金份额战略配售，战略配售比例不得低于本次基金份额发售数量的**20%**，且持有基础设施基金份额期限自上市之日起**不少于5年**。”

- 《指引》第十七条、十八条、十九条规定，原始权益人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。扣除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额网下发售比例不得低于本次公开发售数量的80%。网下询价结束后，公众投资者参与基础设施基金份额认购。

#### 4. 哪些资产可以试点发行基础设施公募REITs?

根据《通知》及《指引》的规定，下述区域、行业和项目具备试点发行基础设施公募REITs的条件：

##### ➤ 地理区域

- ✓ 优先支持：京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域；
- ✓ 支持：国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。

我们理解，国内第一批基础设施公募REITs试点项目极有可能产生于前述政策优先支持的区域，但对于未纳入优先支持试点的其他国家级新区、国家级经济技术开发区，亦可着手启动项目储备，跟进享受政策红利。

##### ➤ 投资行业

- ✓ 优先支持：基础设施补短板行业，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。
- ✓ 鼓励：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、特色产业园区等开展试点。
- ✓ 值得注意的是，除《通知》外，《指引》第二条进一步强调，基础设施资产支持证券可投向的基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，并明确将住宅和商业地产排除在外。

我们理解，仓储、交通、市政和污染治理项目具有优先级，也是基础设施中目前比较迫切盘活资产、弥补短板的行业。我们也关注到国家鼓励IDC、5G等新型基础设施、高科技、特色产业园区纳入试点。尽管目前住宅和商业已明确排除在基础设施类别之外，但特色产业园区的边界是否能够延伸到文化、创意办公类的产业园项目，还有待进一

步的观察。

➤ 项目要求

- ✓ 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。由于基础设施公募REITs的投资项目需以发改主管部门的审查及推荐作为提交中国证监会、沪深证券交易所注册、审查的前提条件，我们理解，相较于传统的类REITs项目而言，规则对基础设施公募REITs项目建设过程的合规性及建设文件的完备性都提出了更高的监管要求。
- ✓ **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。**我们提醒关注的是，除需要遵守前述政府与社会资本合作的相关规则外，PPP资产支持证券产品本身还受到PPP资产证券化规则的监管及约束，例如财政部、中国人民银行、中国证监会《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》及沪深证券交易所的挂牌指南、信息披露指南等。
- ✓ 项目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。这里需要关注，项目应当已经产生现金流，即实际已经运营。竣工验收但尚未投入使用的项目，并没有包括在试点范围内。
- ✓ 发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近3年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。该内容除了参考《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》项下对于特定原始权益人的要求外，还专门强调了基础设施运营企业的运营能力。

## 5. 基础设施公募REITs的监管流程怎样？

鉴于基础设施REITs项目既涉及基础设施项目管理，又涉及资产支持专项计划、公募基金等证券市场工具，中国证监会与国家发展改革委共同负责牵头推进基础设施公募REITs的试点工作。根据《通知》及《指引》，具体的管理流程包括：

➤ 省级发改部门审查并出具专项意见：

各省级发展改革委主要从项目是否符合国家重大战略、宏观调控政策、产业政策、固定资产投资管理法规制度，以及鼓励回收资金用于基础

设施补短板领域等方面出具专项意见。

➤ 国家发展改革委推荐：

国家发展改革委根据各省级发展改革委的专项意见，将符合条件的项目推荐至中国证监会。

➤ 公募基金注册&专项计划设立：

中国证监会、沪深证券交易所依法依规，并遵循市场化原则，独立履行注册、审查程序，自主决策。沪深证券交易所还需要比照公开发行证券相关要求建立基础设施资产支持证券发行审查制度。

另外值得注意的是，根据《指引》的规定，资产支持专项计划在中国证券投资基金业协会备案情况将作为公募基金的注册申报材料，由公募基金管理人向中国证监会提交。因此我们理解，基础设施专项计划的设立，可能需作为公募基金注册的先决条件之一。

## 结语

《通知》的发布，是中国REITs发展的又一里程碑事件，对于中国不动产投融资环境的发展及资本市场的完善具有深远的意义，给行业 and 资本市场都带来了全新的机遇和挑战。随着基础设施公募REITs相关配套规则的陆续出台，在技术层面，基础设施公募REITs在交易结构设计、公募基金份额持有人大会与专业机构项目治理关系的协调、公众投资者的权利保护、公募基金信息披露要求、基础设施项目的特殊性等一系列问题还具有广泛的讨论空间。

作为中国REITs制度逐步建立和完善的深度参与者，多年来海问一直陪伴我们的客户深耕于不动产结构化投融资及资本市场业务，完成了包括国内首单类REITs（中信启航项目）、首单交易所挂牌的CMBS（北京银泰中心项目）、首单物流类REITs（中信华夏苏宁云享项目）等在内的一系列具有开创性质的不动产资产证券化项目，随着公募REITs元年的开启，我们也将持续关注 and 深度研究基础设施公募REITs试点推进过程涉及的法律问题，并继续分享我们的观察，敬请期待。