

# 君合专题研究报告



2020年5月11日

## 中国基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）正式起航

2020年4月30日，中国证监会和国家发改委发布了《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）（以下简称“《通知》”），对开展基础设施领域不动产投资信托基金（以下简称“**基础设施REITs**”）试点工作进行了概括规定，标志着我国公募REITs正式起航。同一日，中国证监会就《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）（以下简称“《指引》”）公开征求意见（截止至2020年5月30日），《指引》为基础设施REITs

相关配套规定，对公开募集基础设施证券投资基金（以下简称“**基础设施基金**”）的设立和运作、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、信息披露等进行了进一步规范。本文结合《通知》、《指引》及其他公募基金相关法律法规，对基础设施REITs进行介绍和分析。

### 一、基础设施REITs试点项目要求

《通知》及《指引》对试点项目的要求如下：

	《通知》要求	备注
原则	坚持 <b>权益</b> 导向。	根据《指引》第二条，基金通过资产支持证券和项目公司等载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权，基金管理人积极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。
区域	<b>优先支持</b> 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， <b>支持</b> 国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。	/
行业	<b>优先支持</b> 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。 <b>鼓励</b> 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。	根据《指引》第二条，基础设施不含住宅和商业地产。
项目	基础设施REITs试点项目应符合以下条件： 1、项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、	根据《指引》第七条，基础设施基金拟持有的基础设施项目应当符合下列要求：

	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>3、发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近3年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。</p>	<p>（一）原始权益人享有完全所有权或特许经营权，不存在经济或法律纠纷和他项权利设定；</p> <p>（二）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；</p> <p>（三）经营3年以上，已产生持续、稳定的现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好增长潜力；</p> <p>（四）现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入。</p>
融 资 用 途	<p>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。</p>	/

## 二、基本架构及产品特征

根据《指引》第二条，基础设施基金采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品结构。资产支持证券也即根据《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》发行的基础设施资产支持专项计划，其项下也可设置私募基金、信托等其他载体，并由该等载体持有项目公司。图示如下：



根据《指引》第二条，基础设施基金应当同时符合下列特征：

（一）80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权；

（二）基金通过资产支持证券（即根据《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》发行的基础设施资产支持专项计划）和项目公司等载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权；

（三）基金管理人积极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；

（四）采取封闭式运作，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的90%。

### 三、审批流程

根据《通知》、《证券投资基金法》和《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，基础设施基金审批流程如下：

- (一) 各省级发展改革委出具专项意见；
- (二) 国家发展改革委将符合条件的项目推荐至中国证监会；
- (三) 向证券交易所申请同意基础设施基金上市的无异议函；
- (四) 专项计划成立后，向中国证券投资基金业协会备案；
- (五) 中国证监会对基金注册、备案；
- (六) 证券交易所受理、审核上市交易申请。

### 四、基金份额的定价方式和发售安排

#### 1、定价方式

根据《指引》第十五条、十六条，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。财务顾问受委托办理基础设施基金份额发售的路演推介、询价、定价、配售等。网下询价的对象为网下投资者，指证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外投资者、符合规定的私募基金管理人、银行理财子公司、社保基金、基础设施投资机构、政府专项基金、产业投资基金等专业机构投资者。

#### 2、战略配售

##### (1) 原始权益人

根据《指引》第十七条，原始权益人应当参与基础设施基金份额战略配售，配售比例不得低于本次基金份额发售数量的 20%，且持有份额期限自上市之日起不少于 5 年。

上述规定明确了原始权益人持有基础设施基金的下限，其持有上限则应结合“出表”需求综合判断。

##### (2) 专业机构投资者

根据《指引》第十七条，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，配售比例由基金管理人与财务顾问协商确定，持有份额期限自上市之日起不少于 1 年。

### 3、网下发售

根据《指引》第十八条，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%。对网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得的配售比例应当相同。

上述比例显示，基础设施基金仍以专业机构投资者为主要募集对象。

### 4、公众投资者认购

根据《指引》第十九条，网下询价结束后，基金管理人应当及时向公众投资者公告基金份额认购价格。公众投资者通过基金销售机构以询价确定的认购价格参与基础设施基金份额认购。

根据上述规定，基础设施基金引入的公众投资者所持基金份额占全部基金份额的比例最高为 16%。

### 五、基金运作

#### 1、运作方式

根据《指引》第二十五条，基础设施基金应当采取封闭式运作，符合条件的可向证券交易所申请上市交易。

根据《证券投资基金法》第四十五条，封闭式运作基金是指基金份额总额在基金合同期限内固定不变，份额持有人不得申请赎回的基金。因此，不同于

传统类 REITs 中以发起人回购、资产处置为主要退出方式，基础设施基金将以通过二级市场转让基金份额作为主要退出方式。

## 2、投资限制

根据《指引》第二十三条、二十四条，基础设施基金成立后，基金管理人应当将 80% 以上基金资产投资于与其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单一基础设施资产支持证券全部份额。其余资金应投资利率债、AAA 信用债或货币市场工具。

## 3、基金杠杆比例

根据《指引》第二十六条，基础设施基金直接或间接对外借款，应当遵循基金份额持有人利益优先原则，借款总额不得超过基金资产的 20%，借款用途限于基础设施项目维修、改造等。

## 4、收益分配

根据《指引》第二十八条，基础设施基金应当将 90% 以上经审计年度可供分配利润以现金形式分配给投资者。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。

# 六、基础设施项目运营管理

## 1、基金管理人

根据《指引》第三十五条，基础设施基金运作过程中，基金管理人应当按照法规规定和基金合同约定积极履行基础设施项目运营管理职责（包括但不限于制定及落实基础设施项目运营策略、签署并执行基础设施项目运营相关协议、执行日常运营服务（如安保、消防、通讯、紧急事故管理等）、实施项目维修改造等）。

根据上述规定，基金管理人应承担基础设施项目运营管理职责，但现阶段国内专门的基金管理公

司其主业往往是资金募集、证券投资和基金管理而非基础设施管理运营，因缺乏管理经验，难以胜任该等要求。相较之下，境外 REITs，例如新加坡的 REITs，其基金管理人往往由发起人（原始权益人）设立或控制，此外，管理人往往还会委托发起人或其关联公司实际运营和管理底层资产。

然而，国内现阶段基础设施基金管理人难以由发起人设立或控制。根据《证券投资基金法》第十三条，设立管理公开募集基金的基金管理公司，应当具备下列条件，并经国务院证券监督管理机构批准：“（一）有符合本法和《中华人民共和国公司法》规定的章程；（二）注册资本不低于一亿元人民币，且必须为实缴货币资本；（三）主要股东应当具有经营金融业务或者管理金融机构的良好业绩、良好的财务状况和社会信誉，资产规模达到国务院规定的标准，最近三年没有违法记录；（四）取得基金从业资格的人员达到法定人数；……”此外，根据《指引》第四条，拟任基金管理人还应满足公司成立满 3 年等要求。

根据上述规定，能满足上述条件的多数是专门的基金管理公司，而非发起人为基础设施基金单独设立的基金管理公司。因此，现阶段国内有资质担任基金管理人的公司是否有能力承担基础设施项目运营管理职能，将是未来需要关注的问题。但与此同时，由于发起人无法担任基金管理人，拟纳入基础设施基金的基础设施项目将很有可能真正地转让给基础设施基金，实现真正的“出表”，更多体现出“权益性”、而非债权类融资。对于不愿失去项目控制权的原始权益人可能会影响其发行 REITs 的意愿。

## 2、基金管理人的专门子公司或第三方管理机构

根据《指引》第三十六条，基金管理人可以设立专门的子公司或委托第三方管理机构负责基础设施



日常运营维护、档案归集管理等，基金管理人依法应当承担的责任不因委托而免除。基金管理人委托第三方管理机构运营管理基础设施项目的，应当自行派员负责基础设施项目财务管理。

上述规定能够一定程度上解决基金管理人基础设施项目运营经验不足的问题。根据《指引》的规定，尽管基础设施项目的运营管理职责归属于基金管理人，但基金管理人可以通过子公司或委托第三方的方式，将基础设施项目运营管理人职能与基金管理人职能明确区分，由子公司专职负责基础设施运营，或者由对基础设施项目更具有管理能力的原始权益人（或其关联方）作为第三方管理机构履行运营管理职能。然而，在基础设施项目的控制权从原始权益人完全转移到了基础设施基金的情况下，如原始权益人担任第三方管理机构对基础设施项目实施运营管理，而基础设施项目的风险归属于基础设施基金，则基础设施基金对基础设施项目的控制力如何保证、基金管理人对于原始权益人担任的第三方管理机构如何行使有效监管，都将是未来需要关注的问题。

此外，根据《指引》第三十七条，第三方管理机构同时向其他机构提供基础设施项目运营管理服务的，应当采取充分、适当的措施避免可能出现的利益冲突。但是该条并未明确何种情形属于“可能出现的利益冲突”，例如以下情形是否属于“利益冲突”、何种措施被视为“充分、适当”，现有规定并不明确：(i) 担任管理机构的公司为其作为原始权益人发行的多个资产管理计划、公募基金等担任运营管理人；(ii) 管理不同城市或地区的相同或类似的基础设施项目；或者 (iii) 与母/子公司或同一实际控制人控制的其他公司分别为不同的基础设施项目

提供管理服务，等等。该等问题还需监管机构进一步明确。

## 七、与资产支持证券的衔接

### 1、基金管理人和资产支持证券管理人的衔接

根据《指引》第六条，申请注册基础设施基金前，基金管理人应当与基础设施资产支持证券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，确保基金注册、份额发售、投资运作与资产支持证券设立、发行之间有效衔接。

上述规定体现了对多重代理的关注。基金管理人与专项计划管理人作为分层结构管理人，其管理职能可能存在重叠，因此需通过交易文件明确约定各方管理权限，避免多重代理风险。另外，《指引》第二十三条要求基金管理人与基础设施资产支持证券管理人应当存在实际控制关系或受同一控制人控制，应当也是为了减小多重代理的风险。

### 2、证券投资比例限制的衔接

根据《指引》第二十三条，基础设施基金成立后，基金管理人应当将 80%以上基金资产投资于与其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单一基础设施资产支持证券全部份额。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<sup>1</sup>。

但是，上述规定未明确基础设施基金的投资比例是否受《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）第十六条第二款第（一）项

<sup>1</sup> 第三十二条 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；……

和第（二）项的限制<sup>2</sup>。

上述问题还有待中国证监会进一步澄清。

### 3、与 PPP 项目相关的制度衔接

《指引》第二条要求基础设施基金持有基础设施项目公司全部股权及基础设施项目完全所有权或特许经营权。该等规定与现行的 PPP 相关规定存在以下衔接方面的问题：

#### （1）项目公司股权能否转让

根据《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》（财金〔2017〕55号）、《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）的规定，控股股东不得通过资产证券化改变对项目公司的实际控制权和项目运营责任、实现变相退出；社会资本方不承担项目运营责任，出现规定情形且无法整改或逾期整改不到位的，已入库项目应当予以清退。因此，PPP 项目如拟发行 REITs，还需与政府部门积极沟通，确保该项目公司股权的可转让性，避免发生违约或被清退出库。

#### （2）特许经营权期限与基础设施基金期限能否匹配

特许经营权期限为 30 年，而基础设施基金为永续存续，《指引》中未明确特许经营权期限与基础设施基金期限如何匹配。如果基础设施基金取得的是特许经营权而非完全所有权，则许可期满后资产将无偿转让给政府，投资人购买的就不是永续的权益了。该等情况将对基础设施基金的交易安排、估值定价等方面产生影响。

基础设施基金将如何解决 PPP 项目所涉及的项

目公司股权转让限制及特许经营期限的问题还有待有关部门明确。

### 4、涉嫌重复的要求

#### （1）尽职调查

根据《指引》第六条、第九条，基金管理人和财务顾问都应当对基础设施项目开展全面的尽职调查。此外，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》第十三条第（一）项，专项计划管理人对相关交易主体和基础资产也应当进行全面的尽职调查。

是否有必要由三方主体对同一基础设施项目各自开展全面尽职调查，尽职调查内容是否需要各有侧重，如出现问题，各方责任如何划分等问题还有待中国证监会进一步明确。

#### （2）信息披露

根据《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》，“基金信息披露义务人包括基金管理人、基金托管人、召集基金份额持有人大会的基金份额持有人及其日常机构等法律、行政法规和中国证监会规定的自然人、法人和非法人组织。基金信息披露义务人应当在中国证监会规定时间内，将应予披露的基金信息通过中国证监会指定的全国性报刊（以下简称指定报刊）及指定互联网网站（以下简称指定网站）等媒介披露，并保证投资者能够按照基金合同约定的时间和方式查阅或者复制公开披露的信息资料”。

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》第四十一条及所附《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》第二条、第四条，管理人及其他信息披露义务人

<sup>2</sup> 第十六条 金融机构应当控制资产管理产品所投资资产的集中度：  
（一）单只公募资产管理产品投资单只证券或者单只证券投资基金的市值不得超过该资产管理产品净资产的 10%。（二）同一金融机构发

行的全部公募资产管理产品投资单只证券或者单只证券投资基金的市值不得超过该证券市值或者证券投资基金市值的 30%。……

（包括但不限于托管人、资信评级机构等）应当及时履行信息披露义务；资产支持证券不在证券交易场所挂牌转让的，管理人及其他信息披露义务人应当在中国证券投资基金业协会（以下简称“**中国基金业协会**”）指定的网站向合格投资者披露信息。

鉴于基础设施基金持有专项计划全部份额，且专项计划不在交易所公开上市交易，在基础设施基金已经披露的情况下，专项计划管理人、托管人、评级人等是否有必要在中国基金业协会指定网站上进行披露？该问题也有待中国证监会进一步明确。

### （3）法律意见书

根据《指引》第十二条，申请注册基础设施基金前，基金管理人应当聘请符合条件的律师事务所就基础设施项目合法合规性、基础设施项目转让行为合法性、主要参与主体资质等出具法律意见书。

根据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》第六条，管理人应当在资产支持证券发行前向合格投资者披露计划说明书、法律意见书、评级报告（如有）等文件。

资产支持证券管理人需要披露法律意见书是因发行的需要，在基础设施基金持有专项计划全部份额，且专项计划不在交易所上市交易的情况下，是否有必要就基础设施基金和资产支持证券分别出具法律意见书，如不同律师事务所出具了不同的法律意见，应当如何处理等问题，有待中国证监会进一步澄清。

## **八、基础设施基金相较于传统类 REITs 的主要区别**

### **1、不得份额分级**

根据资管新规第二十一条，公募产品不得进行

份额分级，因此，传统的类 REITs 所采取的优先、劣后等分级措施不再适用。相应地，基于分级措施的风险补偿机制，不按份额比例计算收益分配的机制，以及优先级享有固定收益的机制也将不再适用。

### **2、能够实现真正的“出表”**

传统类 REITs 中往往要求原始权益人提供差额补足等增信措施，而基础设施 REITs 要求底层资产实现完全剥离，原始权益人不应存在担保、差额补足、连带负债、有限回购等责任义务，加之前文所述基金管理人由专业基金管理公司担任、对基础设施项目实现完全的控制，因此能够实现真正的“出表”。

### **3、具有较高的分红比例**

传统类 REITs 因进行份额分级，外部投资者认购优先级，享有固定收益。而《指引》要求基础设施基金应当将 90% 以上经审计年度可供分配利润以现金形式分配给投资者，且在符合分配条件的情况下每年收益分配不得少于 1 次，相较于传统类 REITs，强调了“权益性”的特性。

### **4、投资者范围扩大，流动性增强**

传统类 REITs 投资者数量不超过 200 人，投资门槛不低于 100 万，范围较小、流动性弱，而基础设施基金除增加公众投资者外，还允许符合条件的基金上市交易，增强了流动性、拓宽了投资者的退出渠道。

随着《通知》的发布，《指引》等配套规定也将陆续制订、发布，基础设施 REITs 相关的规则也将陆续明确。现阶段基础设施 REITs 试点项目限制在优质的基础设施项目范围内，未来我们将继续关注 REITs 试点是否有可能放开到住宅或商业地产等房地产相关领域。

李海浮 合伙人 电话: 86 10 8553 7983  
高 阳 律 师 电话: 86 10 8519 1773

邮箱地址: lihf@junhe.com  
邮箱地址: gaoyang\_yang@junhe.com

---

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息, 敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

