

基础设施 REITs 审核关注事项指引之修订简析

自 2021 年 1 月上海证券交易所和深圳证券交易所（以下合称为“交易所”）分别发布《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）》和《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）》（以下合称为“原审核指引”）后至今，已有 31 个公开募集基础设施证券投资基金（以下简称“基础设施 REITs”）产品通过注册，其中 27 个产品已成功上市。交易所结合基础设施 REITs 试点经验，于 2023 年 5 月 12 日对原审核指引进行了重大修订（以下简称“《修订版审核指引》”），原审核指引同时废止。本次修订在法律方面的主要内容如下：

一、新增产业园和收费公路项目审核细则

本次修订最为显著的变化就是新增了产业园和收费公路项目的审核细则。在交易所已注册的 31 个产品中，包含 10 个产业园区项目和 8 个收费公路项目；在已上市的 27 个产品中，这两类资产也是发行数量最多和发行规模最大的资产类型。对这两类资产进行细化规定也体现了中国证监会《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》中“总结试点经验，对产业园区、收费公路等实践较多的资产类型，按照‘成熟一类、推出一类’的原则，细化完善审核和信息披露要点，对项目质量从严要求，并以适当方式向市场公开，加快成熟类型资产的推荐审核透明度和发行上市节奏”的相关精神。

1. 产业园区

根据《修订版审核指引》，今后申报产业园区项目，应当特别关注以下法律方面的要点：

（1）土地：原则上应为出让等有偿方式取得。

（2）转让限制：权属证书、报建手续、融资合同、政策文件、土地出让合同等文件中应当不存在土地、资产、股权等转让限制。存在转让限制的，主管机关或者相关权利方应当对项目以转让全部股权方式发行基础设施基金无异议。管理人和律师应当对相关事项进行核查并发表明确意见。

（3）配套设施：管理人应披露配套设施估值、现金流占比及入池合理性。

（4）租赁合同：应合法有效，并符合登记备案管理规定。未按照规定登记备案的，管理人应披露原因、揭示风险、设置风险缓释措施。

（5）重要现金流提供方¹：其行业属性应当与园区规划相符。存在差异的，管理人应当结合相关产业政策文件、主管机关意见等披露下列内容：不相符原因及是否符合法律或政策要求；不相符租户提供的收入占比；对基础设施 REITs 的影响，包括项目运营合法合规性、税收优惠可持续性、换租风险等，揭示风险并设置风险缓释措施。

此外，来自重要现金流提供方的收入占比超过 50%的，管理人应当结合重要现金流提供

¹ 根据《修订版审核指引》，重要现金流提供方指尽职调查基准日前的一个完整自然年度中，基础设施资产的单一现

金流提供方及其关联方合计提供的现金流超过基础设施资产同一时期现金流总额的 10%的现金流提供方。

方的业务模式、资信情况等，对产业园区项目运营的稳定性进行核查并发表意见，揭示风险并设置风险缓释措施。

(6) 政府类租户：该类租户的运营应当符合市场化原则。管理人应结合政府类租户的租金价格、支付安排等方面核查产业园区项目运营是否符合市场化原则并发表意见，还应结合政府类租户的租赁面积和租期等核查产业园区项目运营稳定性并发表意见。

(7) 换租和定制租赁：管理人应当对基金存续期间产业园区项目是否存在重要租户换租、集中换租风险进行核查，揭示风险并设置风险缓释措施。产业园区项目根据租户定制化需求建设的，管理人应当审慎评估相关租户换租对产业园区项目运营、空置率、大额费用支出的影响，揭示风险并设置风险缓释措施。

(8) 经济指标约束：管理人应当披露产业园区项目所涉及的投资协议是否存在项目运营的投资强度、产出强度和税收强度等经济指标约束和相关承诺。存在经济指标约束的，管理人应当披露可能存在的违约风险和风险缓释措施。原始权益人应当明确说明产业园区项目是否存在经济指标约束及其相关违约责任（如存在）。

2. 收费公路

根据《修订版审核指引》，今后申报收费公路项目，应当特别关注以下法律方面的要点：

(1) 资产范围：收费公路经营权（包括收费公路收费权和服务区等附属设施经营权，可以包括广告经营权）及归属于原始权益人的相关资产（原则上应包括收费公路土地使用权、收费站不动产所有权、附属设施所有权等）。管理人应当披露收费公路项目经营权依据（包括有权机关的法律政策文件或者经营权协议等）和经营权范围（包括经营期限、收费安排等）。

(2) 转让限制：权属证书、报建手续、特许经营权协议、融资合同、政策文件、土地合同等文件中应当不存在土地、资产、股权等转让限制，存在转让限制的，主管机关或者相关权利方应当对项目以转让全部股权方式发行基础设施基金无异议。管理人和律师应当对相关事项进行核查并发表明确意见。

(3) 收费标准：通行费、广告费等收费标准应当符合主管机关的规定。存在分路段、分车型、分时段、分出入口、分方向、分支付方式等差异性收费标准的，管理人应当合理评估并披露差异性收费对现金流的影响。

(4) 经营权被提前收回：管理人应当结合收费公路运营情况、相关政府规划、特许经营权协议等，评估基础设施基金存续期间收费公路经营权是否存在被主管机关提前收回的安排。经评估认为存在的，管理人应当披露投资者利益保护机制，包括拟要求的回购价款与收费公路项目估值之间的关联性、支付条件、投资者收益率等。

(5) 质量安全：管理人应当核查收费公路项目最近一期的路桥隧全面检测报告，并披露收费公路项目路基路面、桥涵隧道等可能存在的隐性质量问题。原始权益人应当承诺向管理人等提供的安全风险相关资料真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

(6) 资产移交安排：管理人应当结合特许经营权协议（如有）、收费公路运营权安排、主管机关的管理规定等，披露收费公路运营权到期后相关资产移交安排。

二、基础设施项目的条件略为宽松

《修订审核指引》将对基础设施项目的要求略微放宽，体现了一定的灵活性。例如，根据《修订审核指引》，基础设施项目：

- 原则上应当依照规定完成相应权属登记；
- 不存在法定或限制转让、抵押、质押的情形，主管机关或者相关权利方同意转让的除外；
- 原则上已按照投资建设时的规定履行规划、用地、环评等审批、核准、备案、登记以及其他依据法律法规应当办理的手续；
- 土地实际用途原则上应当与其规划用途、权证所载用途相符。存在差异的，律师应当对实际用途是否符合法律法规和相关政策进行核查并发表明确意见。管理人应当充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。

前述下划线部分的用语和表述内容体现出了

规定的灵活性，这也是结合实践中基础设施项目客观存在的情况（例如有的项目历史久远、因历史遗留问题未能依法登记或完全符合建设审批手续，或者产业园项目中普遍存在的实际用途与规划或权证用途不完全相符等）作出的调整。这类情况虽客观存在，但如能取得相关政府主管部门的无异议函，或者通过其他方式予以补正，同时充分进行信息披露、设置风险缓释措施，则可以降低有关风险。

三、将不可抗力对项目历史数据的影响纳入考量因素

管理人原则上应当提供并披露基础设施项目最近3年和一期的财务报告和审计报告。但是，由于疫情等因素对基础设施项目经营产生了负面影响，项目近3年的财务数据未必能够真实反映项目本身产生现金流的能力。有鉴于此，《修订版审核指引》作了以下调整：

首先，将对现金流的要求由“近3年未出现异常波动。存在异常波动的，需说明波动原因和合理性”修订为“最近3年未出现不合理的异常波动”。

其次，考虑到近3年现金流受到较大影响的基础设施项目主要是以租金为主要现金流来源的产业园项目和以通行费为主要现金流来源的收费公路，因此，对于这两类项目，《修订版审核指引》明确规定，对于报告期内，因不可抗力或者产业政策等原因导致产业园区项目租金收入下降的，或者因不可抗力等影响导致收费公路项目收入下降的，管理人可以延长历史运营数据的披露期限。历史运营数据披露期限延长的，体现年度增长情况的数据可以不包括异常年份数据，但应当至少包括3年和一期的数据。

再次，要求评估机构原则上以收益法作为基础设施项目评估的主要估价方法，并充分考虑不可抗力因素的影响。

四、强调不得新增地方政府隐性债务

《修订审核指引》明确规定，原始权益人向基

础设施基金转让项目公司股权，应当符合地方政府性债务管理的规定，不得新增地方政府隐性债务。

根据《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》（中发[2018]27号）：“地方政府隐性债务是指地方政府以非政府债券方式，直接或间接承诺以财政资金偿还，以及违法提供担保等方式举借的债务。”对此，在项目申报阶段，应重点关注项目是否涉及地方政府或其部门以购买服务名义违法违规融资、违法提供担保，项目现金流是否包括未纳入财政预算的政府补贴或政府付费等。

五、要求精简中介机构和产品结构

《修订审核指引》明确规定，管理人聘请财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构等专业机构，应当遵循最少必需原则，精简产品结构，降低运营成本。同时还规定，基础设施基金设置专项计划以外特殊目的载体（SPV）的，基金管理人应当详细披露相关安排的必要性，明确SPV注销安排，充分揭示风险，并设置有效的风险防控措施。

实践中，部分已注册的基础设施REITs产品聘请了多家中介机构就同一问题提供服务（例如聘请两家律师事务所就同一问题发表法律意见），且在“基金+专项计划+项目公司”的基础结构之中，嵌套了多层SPV、设置了复杂的交易结构。本次修订针对上述问题提出了“最少必需”、“精简”的原则。

六、其他

此外，《修订审核指引》细化了参与机构、评估和现金流要求，规范了产品设计要求，并进一步对管理人信息披露要求作出了规定。

本次修订对产业园区和收费公路两类主要类别资产作出了细化规定。在后续的资产筛选过程中，这两类相对成熟的资产可能会更加受到原始权益人和管理人的青睐。同时，按照“成熟一类、推出一类”的原则，交易所后续应当也会陆续发布其他行业的资产审核细则，对此我们将持续关注。

李海浮 合伙人 电话：86-10 8553 7983 邮箱地址：lihf@junhe.com

高 阳 律 师 电话：86-10 8519 1773 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”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。