

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 16/19 楼
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港

香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话: +852 2592 1978
传真: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London
Riverside, London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

通力资产证券化系列——重磅解读基础设施公募 REITs 规定

作者: 俞佳琦 | 黎明 | 丁媛 | 张宽

2020 年 4 月 30 日, 中国证监会、国家发展改革委联合发布证监发[2020]40 号《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(以下简称“《通知》”)。同日, 中国证监会起草并发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》征求意见稿(以下简称“《征求意见稿》”), 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**”)的定义与结构、基金管理人与托管人等参与主体的专业胜任要求、基金份额发售方式、基金投资运作与项目管理、中国证监会的监督管理职责等作出了详细规定。

前述规则的发布标志着中国版公募 REITs 即将正式到来。在此之前, 市场上的不动产资产证券化主要以类 REITs、CMBS 等形式存在, 该等产品在本质上仍为依托发行主体信用的债权性质产品, 而本次推出的公募 REITs 明确现金流由市场化运营产生, 不依赖第三方非经常性收入等条件, 更加注重基金管理人或其委托的第三方管理机构对基础设施项目的运营管理, 进而获取基础设施项目的回报, 坚持权益导向, 更符合国际主流公募 REITs 的特征。

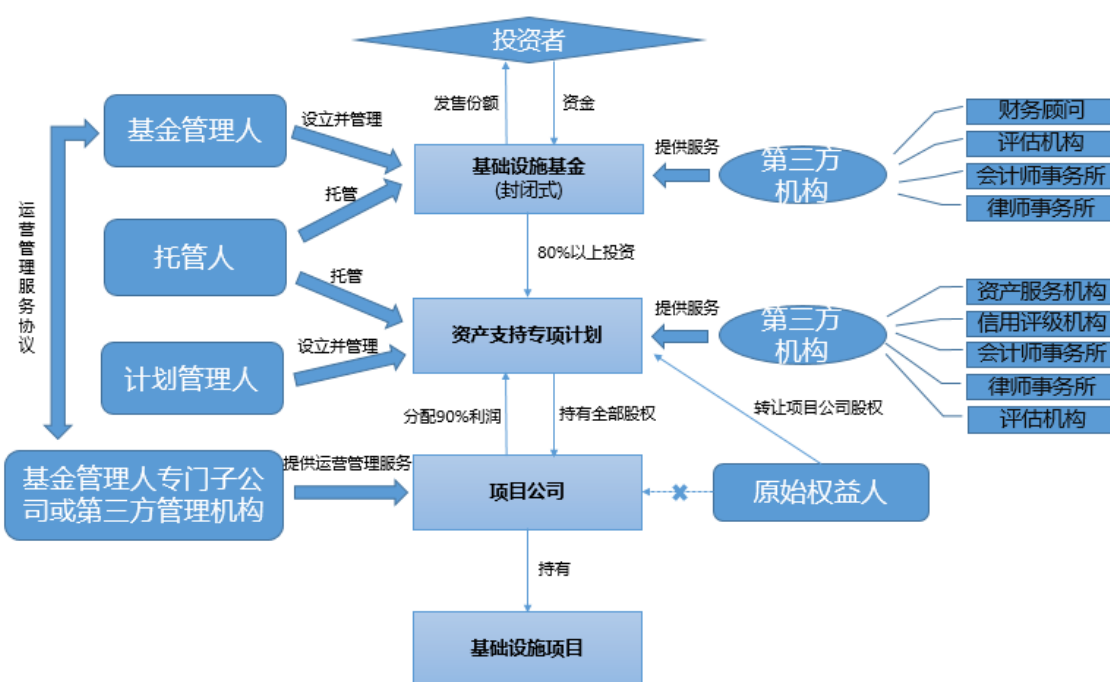
.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

根据《通知》和《征求意见稿》，中国将率先在基础设施领域推进公募 REITs 试点，以配合目前在加强地方政府债务风险防控以及城投转型大背景下的基础设施投融资领域的改革。近年来，中国重点推进基础设施建设，既包括传统基建，也包括 5G 等新基建。通过真实出售资产的权益型 REITs，地方政府或平台公司等原始权益人可以将基础设施项目转让给 REITs 基金的投资人持有，地方政府或平台公司等原始权益人则可以收回资金，并鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，这既有利于改变地方政府债务结构，盘活存量领域的基础设施资产，也有利于将增量资金投向更多新基建项目。

一. 基础设施公募 REITs 结构

根据《征求意见稿》第二条等规定，基础设施公募 REITs 将主要采用如下交易结构：



(1) “公募基金+ABS 计划”结构

根据《征求意见稿》，基础设施基金 80% 以上的基金资产将投资于单一基础设施资产支持证券全部份额。

此前市场上也讨论过“公募基金+股权”等其他形式的 REITs 结构，但该等结构受限于《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称“《证券投资基金法》”)第七十二条的规定，而公募基金投资资产支持专项计划(以下简称“ABS 计划”或“专项计划”)并无法律障碍，对于 ABS 计划来说，基金业协会发布的《资产证券化业务基础资产负面清单指引》并不包括未上市公司股权，因此，ABS 计划可以投资能够产生独立、可预测现金流的项目公司股权。此次推出的公募 REITs 最终采用了“公募基金+ABS 计划”的结构，有效解决了公募基金不能投未上市公司股权或不动产的问题。

(2) 基础设施基金——公开募集+封闭运作

按照《证券投资基金法》的相关规定，证券投资基金分为公开募集基金和非公开募集基金，基金的运作方式可以采用封闭式、开放式或者其他方式。此次《征求意见稿》明确，基金管理人发售的基础设施基金应当为公开募集的封闭式基金，这意味着在基金存续期内基础设施基金份额持有人不得申请赎回基金份额。《征求意见稿》同时也规定符合条件的基础设施基金可向证券交易所申请上市交易，因此，在基础设施基金上市后，投资者后续可通过二级市场转让方式退出。尽管为封闭式基金，《征求意见稿》也允许基础设施基金在经三分之二以上份额持有人大会同意后进行扩募。

根据《征求意见稿》第十七条，原始权益人参与战略配售，持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于 5 年，因此，基础设施基金的封闭期限可能原则上应在 5 年以上。目前实践中，类 REITs 的期限一般为 3-5 年，或者采用较长期限+每 3 年允许投资者回售的方式，而如果基础设施基金至少封闭 5 年以上，更适合长期投资者投资。另外，对于穿透持有特许经营权的基础设施基金，也需要考虑特许经营权本身的经营年限。

(3) 单一 ABS 计划层面不涉及分层

《征求意见稿》要求 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，同时《关于<公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)>(征求意见稿)的起草说明》也明确基础设施基金采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品结构，因此，基础设施基金原则上应对应一个资产支持证券产品，单一基础设施资产支持证券全部份额由基础设施基金持有，在 ABS 层面将不会存在分层的安排。

(4) 基础设施基金穿透持有基础设施项目的完全所有权或特许经营权

根据《征求意见稿》第二条第一款第(二)项规定，基础设施基金可以通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权。此前，类 REITs 的项目中多采用通过私募基金或信托计划的“双 SPV”的结构，一方面有“股+债”降税赋的考虑，一方面也有部分地方工商管理部门实践中无法为管理人进行股权登记的原因。我们理解，目前《征求意见稿》并不禁止在 ABS 计划下通过信托计划或私募基金投资项目公司股权的结构设计，但需要符合前述“完全”拥有所有权或特许经营权的要求，并且，在该等特殊目的载体或项目公司层面将无法再引入其他股权类投资者。

另外，我们理解，此次推出的权益型 REITs 并不禁止在项目公司层面或针对底层基础设施项目约定一些债性的安排，诸如特定情形下的回购、流动性支持、差额补足等。

(5) 符合条件的 PPP 项目可以开展公募 REITs

根据《通知》，符合条件的 PPP 项目也可以作为基础设施公募 REITs 的基础设施项目，该等 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。该要求基本排除了政府付费模式和采用可行性缺口补贴模式的 PPP 项目。

PPP 项目资产证券化中大量涉及如高速公路收费权、水电气热收费权等依行政许可所取得的特许经营权，由于特许经营权本身转让存在行政审批等诸多限制，目前实践中以该等特许经营权开展资产证券化的主要方式是由享有特许经营权的项目公司向专项计划转让特定期间的收费权。

(6) 基金管理人负责主导整个项目

根据《征求意见稿》相关规定，基金管理人应对基础设施基金进行独立、全面的尽职调查、制定完善的尽职调查内部管理制度，聘请财务顾问对拟持有的基础设施项目进行全面尽职调查，基金管理人的职责包括基础设施项目的现金流管理、风险审查、项目运营和维护、关联交易控制等各个方面，可见，在基础设施公募 REITs 交易结构中，基金管理人对整个 REITs 项目具有主导地位，对底层基础设施项目具有实际控制权和运维责任。这对于传统上擅长于资产配置和投资的基金管理人将是一个全新的挑战。

(7) 参照 IPO 标准压实各机构责任

《通知》第四条第(三)款规定，参照公开发行证券相关要求强化对基础设施资产支持证券发行等环节相关参与主体的监督管理，压实中介机构责任，落实各项监管要求。

基础设施公募 REITs 项目中，财务顾问、律师事务所、会计师事务所后续应参照 IPO 的标准开展尽职调查，相较于此前 ABS 项目，对中介机构的尽职调查提出了更高的要求。对于中介机构的违规行为，《征求意见稿》还明确了责令改正、监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令定期报告、暂不受理与行政许可有关的文件、将相关责任人员认定为不适当从事证券基金服务业务人选等行政监管措施。

二. 基础设施基金的设立条件

1. 底层基础设施项目要求

需满足的条件	通力解读
《征求意见稿》第二条第二款规定：“.....基础设施包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅和商业地产。” 《征求意见稿》第七条第一款规定：“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特许经营权，不存在经济或法律纠纷和他项	1. 结合《通知》的规定，基础设施公募 REITs 试点初期，将聚焦和优先支持重点区域、重点行业和优质项目： 6 大重点区域：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。 5 大园区：国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区、国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区。 6 大重点行业：仓储物流、收费公路等交通设施，

权利设定; (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; (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; (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; (五)中国证监会规定的其他要求。”	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。 2. 《通知》和《征求意见稿》对于基础设施项目的要求基本相同,核心在于项目权属清晰,具有市场化经营模式,发起人及运营企业具备持续经营能力,已具有持续、稳定现金流,主要目的是盘活存量(即:已完成竣工验收的成熟基础设施项目),不包括仍处于建设期的项目。 3. 根据《征求意见稿》,基础设施项目包括高科技产业园区、特色产业园区等产业园区项目,但其中应排除办公楼、服务式公寓等住宅和商业地产。 4. 在判断基础设施项目权属是否清晰时,需关注原始权益人取得基础设施项目的法律依据、基础设施项目是否已履行必要的审批、核准、备案、登记等相关程序(包括但不限于规划、环评和用地等相关手续),基础设施项目是否存在抵质押,同时,也要关注基础设施项目的建设情况是否符合相关法律法规及合同约定,基础设施项目是否已依法取得相关特许经营权等经营许可或其他经营资质以及该等经营资质的期限是否能够覆盖基础设施基金和ABS计划的存续期限等。
---	--

2. 基金管理人的要求

需满足的条件	通力解读
《通知》第四条第(一)款规定:“试点初期,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,开展基础设施REITs业务。”	1. 基础设施公募REITs的基金管理人在试点初期仅限于符合相应条件的公募基金管理人,包括取得公募基金管理资格的证券公司或其资产管理子公司、公募基金管理公司(以下简称“基金管理公司”),暂不包括取得公募基金管理资格的保险机构。 2. 基础设施基金的收益依赖于基础设施项目的运营和管理,且基金管理人在项目中起主导作用,因此,本次《征求意见稿》对于基础设施基金管

《征求意见稿》第四条规定：“申请募集基础设施基金，拟任基金管理人应当符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》(证监会令第104号)规定的相关条件，并满足下列要求：

(一)公司成立满**3年**，资产管理经验丰富，公司治理健全，内控制度完善；

(二)设置**独立的基础设施基金投资管理部门**，配备不少于**3名**具有**5年以上**基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少**2名**具备**5年以上**基础设施项目运营经验；

(三)具有**不动产研究经验**，并配备充足的专业研究人员；

(四)具有同类产品或业务投资管理或运营专业经验，且同类产品或业务不存在重大未决风险事项；

(五)财务状况良好，能满足公司持续运营、业务发展和风险防范的需要；

(六)具有良好的社会声誉，在金融监管、工商、税务等方面不存在重大不良记录；

(七)具备健全有效的**基础设施基金投资管理、项目运营、风险控制制度和流程**；

(八)中国证监会规定的其他要求。”

理人提出了相当高的要求，包括要求基金管理人组建独立的投资管理部门、配备不动产研究经验人员、建立基础设施基金相关制度和流程等要求，同时更进一步要求其具有同类产品或业务的相关经验且不存在重大未决风险事项。由于公募基金投资范围不包括不动产等非标资产，基金管理公司在人员团队组建、制度建设，尤其是后期项目管理等方面面临挑战。

3. 关于同类产品或业务投资管理或运营专业经验的认定标准，有待进一步明确。

4. 需要特别注意的是，根据《征求意见稿》第二十三条规定，基金管理人与ABS计划的管理人应存在实际控制关系或受同一控制人控制。

鉴于《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》(以下简称“《管理规定》”)项下专项计划的计划管理人仅包括证券公司或其资产管理子公司(以下统称“证券公司”)、基金公司资产管理子公司(以下简称“基金公司子公司”)，因此，对于基金管理公司来说，仅能将基础设施基金资产投资于与其存在实际控制关系或与其受同一控制人控制的证券公司发行的ABS计划，或投资于自身子公司发行的ABS计划。而同一实际控制人下没有证券公司，且旗下无资产管理子公司的基金公司将被排除在此次基础设施基金管理人之外。

受限于《证券投资基金管理公司管理办法》“基金管理公司的单个股东或者有关联关系的股东合计持股比例在**50%以上**的，上述股东及其控制的机构不得经营公募或者类似公募的证券资产管理业务”的规定，取得公募基金管理资格的证券公司旗下应无绝对控股的基金管理公司。因此，取得公募基金管理资格的证券公司，理论上可以将基础设施基金资产投资于与其受同一控制人控制的基金公司子公司发行的ABS计划。

	取得公募基金管理资格的证券公司是否可以注册基础设施基金并将基础设施基金资产投资于自身发行的ABS计划, 有待进一步明确。
--	--

3. 基础设施资产支持证券管理人的要求

需满足的条件	通力解读
根据《征求意见稿》第二条第二款规定: “本指引所称基础设施资产支持证券, 是指依据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》(证监会公告【2014】49号)发行的基础设施资产支持专项计划。……”	1. 基础设施基金仅可投资根据《管理规定》设立的专项计划, 其计划管理人包括具备客户资产管理业务资格的证券公司、基金公司子公司。基础设施基金不可投资于银行、信托公司、保险机构发行的资产支持证券或计划。 2. 基金管理人与资产支持证券的管理人应存在实际控制关系或受同一控制人控制, 因此, 公募基础设施公募REITs的管理人将主要有以下组合方式: (1) 基金管理公司(作为基金管理人)+基金公司子公司(作为计划管理人); (2) 券商系基金管理公司(作为基金管理人)+作为基金管理公司控股股东的证券公司(作为计划管理人); (3) 基金管理公司(作为基金管理人)+与基金管理公司受同一实际控制人控制的证券公司(作为计划管理人); (4) 取得公募基金管理资格的证券公司(作为基金管理人)+与其受同一实际控制人控制的基金公司子公司(作为计划管理人); (5) 取得公募基金管理资格的证券公司(同时作为基金管理人和计划管理人); 该模式是否可行, 有待进一步明确。

4. 托管人的要求

需满足的条件	通力解读
《征求意见稿》第五条规定: “申请募集基础设施基金, 拟任基金托管人应当符合《证券投资基金法》《公开募集证券投	1. 《征求意见稿》要求基础设施基金层面和ABS计划层面的托管人为同一主体, 这将更加方便基础设施项目现金流的监管。同时, 《征求意见

资基金运作管理办法》规定的相关条件,并满足下列要求: (一)财务状况良好,资本充足率等风险控制指标符合监管部门相关规定; (二)具有良好的社会声誉,在金融监管、工商、税务等方面不存在重大不良记录; (三)具有基础设施领域资产管理产品托管经验; (四)为开展基础设施基金托管业务配备充足的专业人员; (五)中国证监会规定的其他要求。 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。”	稿》对基础设施公募 REITs 项目中的托管人提出了更高的要求,包括资本充足率、社会声誉、基础设施领域相关经验、专业人员等。 2. 托管人在基础设施基金层面应履行《征求意见稿》第三十九条项下的托管职责,在 ABS 计划层面应履行《管理规定》第二十二条项下的托管职责。
---	---

5. 财务顾问的要求

需满足的条件	通力解读
《征求意见稿》第九条规定:“除独立开展尽职调查外,基金管理人还应当聘请财务顾问对拟持有的基础设施项目进行全面的尽职调查,出具财务顾问报告。财务顾问由取得保荐机构资格的证券公司担任,按照法律法规及中国证监会有关保荐机构尽职调查要求,对基础设施项目进行尽职调查,充分了解基础设施项目的经营状况及其面临的风险和问题。”	1. 财务顾问仅限于由取得保荐机构资格的证券公司担任。 2. 《征求意见稿》要求财务顾问需参照保荐机构尽职调查要求,对基础设施项目进行尽职调查,因此,财务顾问的尽职调查实质上参照 IPO 标准,具体要求详见《保荐人尽职调查工作准则》(证监发行字[2006]15 号)、《证券发行上市保荐业务管理办法》(2017 修正)、《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》(中国证券监督管理委员会公告[2009]5 号)等规定。

6. 原始权益人/基础设施运营企业的要求

需满足的条件	通力解读
《通知》第三条第(三)款第3项规定:“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。”	1. 根据《征求意见稿》的定义,原始权益人是指“基础设施基金持有的基础设施项目的原所有人”,结合《征求意见稿》对原始权益人参与战略配售的要求,在前述基础设施公募 REITs 的交易结构项下,我们理解,原始权益人应为项目公司的原股东或实际控制主体。

《通知》第三条第(四)款规定:“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。” 《征求意见稿》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。……”	2. 《通知》第三条第(三)款第 3 项对原始权益人的要求与《管理规定》第十一条对特定原始权益人的要求基本相同。根据《管理规定》,特定原始权益人是指业务经营可能对专项计划以及资产支持证券投资者的利益产生重大影响的原始权益人。 3. 除上述条件外,作为基础设施运营企业的原始权益人还应当具有丰富的运营管理能力。 4. 基础设施公募 REITs 项目中对原始权益人持有基础设施基金份额的比例、期限作出了强制性的最低要求,同时对原始权益人通过转让基础设施取得资金的用途提出了要求。
--	---

7. 项目运营管理机构的要求

需满足的条件	通力解读
《征求意见稿》第三十六条规定:“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。基金管理人与第三方管理机构应当签订基础设施项目运营管理服务协议,明确双方的权利义务、费用收取、协议终止情形和程序等事项。” 《征求意见稿》第三十七条规定:“第三方管理机构应当持续符合下列要求: (一)具有符合国家规定的不动产运营管理资质(如有); (二)具备5年以上基础设施项目运营管理经验,配备充足的具有基础设施项目运营经验的专业人员; (三)公司治理与财务状况良好; (四)中国证监会规定的其他要求。第三方	1. 基金管理人可以设立专门子公司负责基础设施日常运营维护等。受限与《基金管理公司子公司管理规定》,除特定客户资产管理业务、基金销售业务、私募股权投资基金管理业务之外,基金管理公司设立其他业务的子公司,也需获得中国证监会许可或认可,并按照相关法律法规履行业务资格申请程序,鉴于暂无相应规则同时考虑相关成本,现阶段设立专门子公司的可行性并不高。 2. 基金管理人可委托第三方管理机构运营管理基础设施项目,但应对接受委托的第三方管理机构进行充分的尽职调查,并且基金管理人依法应当承担的责任不因委托而免除。 3. 基础设施项目的财务管理事项不得委托,基金管理人仍应自行派员负责基础设施项目的财务管理。 4. 第三方管理机构不得再转委托。 5. 对于《征求意见稿》第三十七条第一款第(一)项所述的“不动产运营管理资质”,需要视具体的基

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。第三方管理机构不得将受委托运营管理基础设施职责转委托给其他机构。”	基础设施项目来确定第三方管理机构所需取得的资质。例如，根据《国内水路运输管理条例》，水路运输经营者应当取得《国内水路运输经营许可证》；根据《城镇燃气管理条例》，从事燃气经营活动的企业应当取得由县级以上地方人民政府燃气管理部门核发的《燃气经营许可证》。
--	---

8. 其他中介机构的要求

类别	需满足的条件	通力解读
评估机构	《征求意见稿》第十条规定：“申请注册基础设施基金前，基金管理人应当聘请独立的资产评估机构对拟持有的基础设施项目进行评估，并出具评估报告。 资产评估机构应当在国家主管部门备案且具备良好资质，不得存在可能影响其独立性的行为。 资产评估机构为同一只基础设施基金提供评估服务不得连续超过3年。 ”	1. 结合《征求意见稿》第三十一条、第三十四条、第三十五的规定，基础设施REITs项目聘请资产评估机构的要求贯穿于基础设施基金注册、运作等整个过程。并且，基金管理人应聘请资产评估机构对基础设施每年至少进行1次评估。
律师事务所	《征求意见稿》第十二条规定：“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，聘请 符合条件的 会计师事务所对基础设施项目财务状况进行审计并出具审计报告。”	2. 《通知》第四条第(三)款规定，参照公开发行证券相关要求强化对基础设施资产支持证券发行等环节相关参与主体的监督管理，压实中介机构责任，落实各项监管要求。因此，后续资产评估机构、律师事务所、会计师事务所也应参照IPO的标准对基础设施项目进行尽调，并分别出具评估报告、法律意见书、审计报告。
会计师事务所		3. 《征求意见稿》未明确对会计师事务所、律师事务所的具体条件要求。我们理解，为基础设施公募REITs提供服务的会计师事务所、律师事务所应主要符合《证券法》第一百六十条的相关规定。

三. 基础设施公募 REITs 的流程

按照《征求意见稿》第十三条以及《通知》的相关规定，我们理解，基础设施公募 REITs 的注册流程如下：

1. 全面尽职调查, 进行必要的资产重组或剥离

公募基金端, 基金管理人参照 IPO 标准对基础设施项目进行独立、全面的尽职调查, 聘请符合规定的专业机构(包括财务顾问、评估机构、律师事务所、会计师事务所等)提供尽职调查、估值、法律、审计等专业服务。

ABS 计划端, 计划管理人按照《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》以及《关于发布<政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化业务尽职调查工作细则>等系列自律规则的通知》等要求对基础设施项目开展全面尽职调查, 并聘请具有从事证券期货相关业务资格的会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等相关中介机构出具专业意见。

由于底层针对同一基础设施项目, 上述工作理论上存在重复性, ABS 计划端是否可以聘请与公募基金相同的中介机构有待进一步明确。

2. 资产支持证券的挂牌和备案

资产支持证券应按照沪深交易所的相关规定向沪深交易所申请挂牌并取得无异议函, 同时根据基金业协会发布的《资产支持专项计划备案管理办法》的要求在专项计划设立完成后 5 个工作日内向基金业协会申请备案, 取得基金业协会的备案确认函。

由于《征求意见稿》要求基金管理人提交中国证监会注册前需要完成 ABS 计划端的挂牌和备案工作, 而目前 ABS 项目中专项计划的设立需要募集资金先募集到位, 因此, 在基础设施基金的募集资金到位前, 可能还需要过桥资金的介入。一方面, 过桥资金的介入会增加融资方的资金成本, 另一方面, 若涉及的过桥资金金额较大, 项目中寻找过桥资金的难度也会加大, 从而影响项目落地。从基础设施公募 REITs 的交易流程考虑, 建议证券交易所和基金业协会后续豁免对基础设施公募 REITs 项下 ABS 计划备案的资金到位要求。

对于基础设施项目的后续融资需求, 《征求意见稿》中规定公募基金端可以扩募, ABS 计划端也可以设置“储架+分期发行”的安排, 由于基础设施基金对应单一资产支持证券, 除少量基金资产投资利率债、AAA 级信用债或货币市场工具外, 公募基金的扩募资金应当仅可用于对原 ABS 计划的投资, 此时基础设施基金应与计划管理人在储架额度内发行的新的专项计划进行匹配。

3. 项目遴选与推荐

《通知》第四条第(二)款规定: “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、固定资产投资管理条例, 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。在省级发展改革委出具专项意见基础上, 国家发展改革委将符合条件的项目推荐至中国证监会……”

目前规定中并不明确发改委的推荐将采用单个项目“一事一议”的方式还是发改委将以“白名单”的方式将符合条件的推荐项目统一列示给中国证监会。考虑到目前《通知》和《征求意见稿》

未明确发改委推荐流程所需的时间和具体的申请材料，建议有储备项目的基金管理人尽早与相应的发改部门进行沟通。

4. 中国证监会对基础设施基金进行注册

中国证监会收到基金管理人提交的注册申请文件后，依据市场化原则进行注册审查。目前中国证监会的注册申请文件并不包括发改委的专项意见或推荐函，与前述第 3 步如何衔接有待后续明确。

根据《证券投资基金法》第五十四条，中国证监会应当自受理公开募集基金的募集注册申请之日起六个月内依照法律、行政法规及国务院证券监督管理机构的规定进行审查，作出注册或者不予注册的决定。

5. 基础设施基金募集、成立

基金管理人应当自收到准予注册文件之日起六个月内进行基金募集，基金募集期限自基金份额发售之日起不得超过三个月。

基金募集期限届满，同时符合以下条件，基金管理人应当自募集期限届满之日起十日内聘请法定验资机构验资，自收到验资报告之日起十日内，向中国证监会提交验资报告，办理基金备案手续，并予以公告基础设施基金成立：

- (1) 募集的基金份额总额达到准予注册规模的百分之八十以上；
- (2) 募集资金规模 2 亿元以上且投资人为 1000 人以上；
- (3) 原始权益人参与战略配售；
- (4) 扣除战略配售部分，网下发售比例不低于本次公开发售数量的 80%。

四. 基础设施基金的发售

1. 向专业投资者网下询价

不同于目前类 REITs 项目中所采取的簿记建档和协议定价方式，基础设施基金份额的发售借鉴了境外市场公募 REITs 询价发行的成熟做法，在基础设施基金经中国证监会注册后，采取网下询价的方式确定份额认购价格，由财务顾问受委托办理路演、询价、定价、配售等相关业务活动。

根据《征求意见稿》第十六条，网下投资者包括证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外投资者、符合规定的私募基金管理人、银行理财子公司、社保基金、基础设施投资机构、政府专项基金、产业投资基金等专业机构投资者。

*通力解读：*与目前科创板股票的网下询价一样，本次《征求意见稿》规定基础设施公募 REITs 基金的网下投资者也仅包括专业机构投资者。其中，(1) 证券公司、基金管理公司、信托公司、保险

公司、银行理财子公司等金融机构可以以其设立的资产管理产品投资于基础设施基金，符合相关规定的，也可以以其自有资金投资基础设施基金；(2)“基础设施投资机构”主要是指由地方国资委出资成立的承担相关领域的基础设施投融资、管理等服务的国有独资或国有控股公司(如：北京市基础设施投资有限公司、深圳市特区建设集团有限公司、上海城投(集团)有限公司)，另外也包括部分民营的基础设施投资企业(如：中财基础设施投资(天津)有限公司)；(3)私募基金管理人需“符合规定”方可成为网下投资者，具体的规定和要求尚待监管部门进一步明确。

网下配售的比例应不低于本次公开发售数量的 80%。

2. 战略配售

《征求意见稿》要求原始权益人必须参与战略配售，比例不少于基金份额发售总量的 20%，且持有期不少于 5 年；其他专业机构投资者可以参与战略配售，配售比例由基金管理人和财务顾问协商确定，持有期限不少于 1 年。

通力解读：根据中国证监会《证券发行与承销管理办法》及中国证监会《关于战略配售有关问题的通知》的规定，目前的 IPO 业务中并没有强制要求战略配售，对于首次公开发行股票数量在 4 亿股以上的，可以向战略投资者配售。……战略投资者不参与网下询价，且应当承诺获得本次配售的股票持有期限不少于 12 个月，战略投资者应为本次配售股票的实际持有人，资金来源应为自有资金。对于基础设施基金，此次《征求意见稿》要求原始权益人必须参与配售，且必须锁定 5 年以上，而对于原始权益人以外的其他专业机构投资者，其锁定期则与 IPO 中的要求相同(锁 1 年)。

此外，《征求意见稿》第四十一条还要求网下投资者在中国证券业协会进行注册，该等要求亦与《首次公开发行股票网下投资者管理细则》(2018)和《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》规定的“参与首发股票询价和网下申购业务的投资者应在中国证券业协会注册”要求一致。

3. 向公众投资者发售

根据《征求意见稿》第十九条规定，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。另根据《征求意见稿》第二十条规定，基金管理人应当制定投资者适当性管理制度，会同基金销售机构认真做好产品风险评定、投资者风险承受能力与投资目标识别、投资者教育等投资者适当性管理工作，将适当的产品销售给适合的投资者。

通力解读：根据上述规定，网下询价结束后，公众投资者(包括个人投资者)可以通过基金代销机构认购基础设施基金的基金份额。根据战略配售比例不少于基金份额发售总量的 20%、网下配售的比例应不低于本次公开发售数量的 80%，公众投资者可以认购基础设施基金的基金份额的比例将不超过基金份额发售总量的 16%。另外，基础设施基金也应当适用《证券期货投资者适

当性管理办法》等规定进行风险等级评级, 并做好与投资者的适当性匹配。个人投资者还需以纸质或电子形式确认其了解产品特征及相关风险。

五. 基础设施基金的投资运作

除前文提到的与底层基础设施项目以及参与主体的要求外, 《征求意见稿》还进一步明确了基础设施基金的投资运作要求, 包括:

1. 投资范围

80%以上基础设施基金资产应持有单一基础设施资产支持证券全部份额, 基础设施基金除投资基础设施资产支持证券外, 其余基金资产应当投资于利率债, AAA 级信用债, 或货币市场工具。

通力解读: 《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十二条规定: “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;。中国证监会另行规定的其它特殊基金品种可不受上述比例的限制。”一般公募基金的投资均受到前述“双十”规定的限制, 根据上述授权条款, 本次《征求意见稿》第二十三条第 2 款明确排除了前述第(一)(二)项限制的适用, 使得基础设施基金可以将其 80% 以上的资产集中投资于 ABS 计划。

2. 分红

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。

通力解读: 上述分红比例和频率与《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十七条的规定一致; 基础设施基金的分红要求与大部分国家和地区的强制分红比例要求一致, 例如中国香港《房地产投资信托基金守则》规定, 在若干调整限制下, 房地产投资信托基金于各财政年度必须分派最少 90% 的经审计除税后收入净额。

3. 对外借款

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。

通力解读: 上述安排主要是考虑对投资人分红的现金流影响。相较于《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十二条第(六)项规定“基金的总资产不得超过基金净资产的 140%”, 《征求意见稿》对于基础设施基金的融资比例更为谨慎, 并且对借款用途进行了限制。

4. 重大关联交易

基础设施公募 REITs 的设立和投资中，将主要涉及以下方面的重大关联交易：

(1) 基础设施基金对 ABS 计划进行投资时的程序

根据《征求意见稿》第二十三条，基础设施基金的基金管理人与 ABS 计划管理人为实际控制或受同一控制人控制的关系，并且 80%以上基础设施基金的基金资产投资于 ABS 计划全部份额，该行为应当按照《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》关于重大关联交易的要求履行内部审议程序和信息披露义务。

(2) 基础设施基金收购基础设施项目后的其他重大关联交易程序

对于基金管理人运用基金财产收购基础设施项目后从事其他重大关联交易的，除应当按照相关法规要求防范利益冲突、健全内部制度、履行适当程序外，还应当按照《证券投资基金法》规定的程序召开基金份额持有人大会，并经参加大会的基金份额持有人并经参加大会的基金份额持有人所持表决权的二分之一以上表决通过；金额占基金资产 10%及以上的关联交易应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的三分之二以上表决通过。基金份额持有人与表决事项存在关联关系时，应当回避表决，其所持份额不计入有表决权的基金份额总数。基金管理人董事会应至少每半年对关联交易事项进行审查。

*通力解读：*除需履行《证券投资基金法》和《公开募集证券投资基金运作管理办法》规定的重大关联交易相关程序外，《征求意见稿》对于基金管理人在收购基础设施项目后从事的其他重大关联交易还进一步规定了召开基金份额持有人大会的要求，对基础设施基金从事关联交易提出了更为严格的程序。原始权益人等与表决事项存在关联关系时，原始权益人等应当回避表决，其持有的份额不计入有表决权的基金份额总数。

5. 信息披露

基础设施基金除需按照《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》的规定履行信息披露义务之外，还应当：

- (1) 在基金合同、招募说明书等法律文件中披露基础设施基金资产直接或间接承担的各项费用（《征求意见稿》第二十九条）；
- (2) 临时公告增加占基金资产 10%及以上交易或损失等特定情况（《征求意见稿》第三十二条）；
- (3) 定期报告设专章详细披露基础设施项目的相关信息（《征求意见稿》第三十三条）；
- (4) 至少每季度进行估值并披露基金资产净值和基金份额净值（《征求意见稿》第三十四条）。

六. 基础设施项目的运营管理

1. 基金管理人承担最终职责

《征求意见稿》第三十五条规定，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：

- (一) 管理基础设施项目租赁、运营等产生的现金流；
- (二) 为基础设施项目购买足够的财产保险和公众责任保险；
- (三) 制定及落实基础设施项目运营策略；
- (四) 签署并执行基础设施项目运营的相关协议；
- (五) 收取基础设施项目租赁、运营等产生的收益，追收欠缴款项等；
- (六) 执行日常运营服务，如安保、消防、通讯及紧急事故管理等；
- (七) 实施基础设施项目维修、改造等；
- (八) 聘请第三方审计机构对基础设施项目运营情况进行年度审计；
- (九) 聘请资产评估机构对基础设施项目每年至少进行 1 次评估；
- (十) 基础设施项目发生重大变化时，及时聘请审计机构及资产评估机构进行审计、评估；
- (十一) 依法披露基础设施项目运营情况；
- (十二) 中国证监会规定的其他职责。

《征求意见稿》第三十六条规定，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。

*通力解读：*基金管理人不仅负责基础设施基金对基础设施项目的投资管理，还应负责基础设施项目运营方面的**全方位管理**，包括但不限于管理基础设施项目的现金流、购买项目保险、制定项目运营策略、签署项目运营协议、收取项目租赁及运营等收益、追收欠款、执行日常运营服务、实施基础设施项目维修和改造、聘请专业机构对项目进行审计和评估、依法履行信息披露等，即使委托第三方管理机构管理基础设施项目，基金管理人仍应负责基础设施项目的财务管理，且其职责不因委托而解除。

《征求意见稿》对基金管理人的该等职责要求显著高于一般 ABS 项目中计划管理人对底层项目的管理职责，根据《管理规定》第十三条，ABS 计划管理人侧重于对底层项目的监督和检查，关注底层项目的现金流回款状况，以免影响资产支持证券投资者的收益分配，较少直接介入底层项目的运营管理。这也充分体现了基础设施公募 REITs 属于权益型 REITs，由基金管理人对底层基础资产实现完全控制的特点。

2. 第三方管理机构

考虑到基金管理公司相对更为熟悉金融产品设计，目前并不具备完全的基础设施领域的项目运营和管理能力，《征求意见稿》也允许基金管理人委托符合条件的第三方管理机构负责基础设

施项目的日常运营维护,并提出了基金管理人应事先对第三方管理机构进行充分的尽职调查,项目过程中持续对该第三方管理机构履职情况进行监督、评估,以及至少每年对第三方管理机构的履职情况进行审计的要求。

第三方管理机构的概念类似于目前 ABS 项目中的资产服务机构。ABS 项目中,通常由原始权益人或其关联方担任资产服务机构,为底层基础资产提供资金归集、日常管理等服务。从现实情况来看,基础设施项目(尤其是交通设施和水电气热等市政设施项目)的原始权益人或其关联方通常也更具有运营管理能力,在其符合《征求意见稿》规定的资质条件的情况下,由其担任基础设施项目的第三方管理机构不失为比较实际的安排。

对于基金管理人而言,由于其承担最终的运维职责,且对基础设施项目享有最终控制权,如何在与第三方管理机构的运营服务协议中约定好各方的权利、义务和责任,也是需要深入考虑的问题。从长远来看,有意长期发展公募 REITs 业务的基金管理人应当更多地积累自身(或培育其专业子公司)在基础设施和不动产项目方面的运营管理能力。

七. 基础设施公募 REITs 项目中需关注的其他法律问题

1. 基础设施 ABS 计划适用的规定

《征求意见稿》规定的基础设施资产支持证券系指依据《管理规定》发行的基础设施资产支持专项计划,因此,在 ABS 计划层面,仍应适用现行的与基础设施资产证券化相关的规定。其中,与基础设施有关的规定主要包括上海证券交易所、深圳证券交易所和中证机构间报价系统股份有限公司发布的《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》以及《基础设施类资产支持证券信息披露指南》(以下合称“《指南》”);涉及政府和社会资本合作项目的,主要适用沪深交易所及报价系统发布的《政府和社会资本合作(PPP)项目资产支持证券挂牌条件确认指南》。

根据《指南》的界定,“基础设施类资产支持证券是指证券公司、基金管理公司子公司作为管理人,通过设立资产支持专项计划开展资产证券化业务,以燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施,公路、铁路、机场等交通设施,教育、健康养老等公共服务产生的收入为基础资产现金流来源所发行的资产支持证券。除前述市政设施、交通设施和公共服务领域外的企业一般经营性收入和未来经营性收入,不纳入《指南》规范范畴”。与《通知》和《征求意见稿》的规定相比,其界定的基础设施类资产的范围并不包括产业园区,此前实践中以产业园区为底层资产的类 REITs 项目也并不以基础设施类项目进行申报。后续在基础设施公募 REITs 项目中,对于不同类型的底层基础设施项目的挂牌条件、信息披露等适用的配套监管要求,有待沪深交易所进一步明确。

2. 终止清算时的资产处置

在基础设施公募 REITs 项目中,专项计划和公募基金均具有一定存续期限,且两者原则上应保持一致。但由于两者的终止事由可能并不完全相同,可能会存在专项计划提前终止清算的情形。目前实践中,ABS 计划端的交易文件中通常会约定现金分配和原状分配,在专项计划提前终止的情

形下，若专项计划向基础设施基金进行原状分配，则可能会导致公募基金直接持有项目公司股权，与监管规定不符，因此，在基础设施公募 REITs 项目中，应关注 ABS 计划层面的分配方式，避免以底层资产直接向公募基金进行分配。

另外，ABS 计划终止清算时，其持有的基础设施项目如何处置也需要考虑，目前实践中，比较常见的安排是由原始权益人或其关联方进行回购，这在目前《通知》和《征求意见稿》的规定中并不禁止，但该安排可能有悖于监管机构对于基础设施项目防风险、去杠杆、吸引专业市场机构运营管理的顶层设计。

3. 基础设施公募 REITs 项目中涉及的税收问题

REITs 项目中，税收问题一直是各方关注的重要环节，其贯穿 REITs 项目从设立时的资产重组/剥离环节、REITs 项目存续期间以及到 REITs 项目退出的整个环节，其中可能涉及企业所得税、土地增值税、增值税、契税等各项税收。

此次《通知》和《征求意见稿》中均未明确提及基础设施公募 REITs 的税务政策。据报道，国家税务总局早在 2015 年就开展了对 REITs 的税务减免方案的征求意见，并在积极研究针对公募 REITs 的有关税务政策。基于目前的“公募基金+ABS 计划”的交易结构，有一些现行税法框架下的税务优惠政策可以适用，比如，针对公募基金的个人投资者，其买卖基金单位获得的差价收入，在对个人买卖股票的差价收入未恢复征收个人所得税以前，暂不征收个人所得税。我们也期待国家税务总局能尽快出台针对公募 REITs 的完整的、系统性的税务政策。

通力在公募 REITs 领域的全方位法律服务

通力律师事务所长期致力于资产证券化领域的法律服务，在信贷资产证券化和企业资产证券化领域与多家银行、券商、基金子公司和企业合作，参与了多种类型的 ABS、ABN、CMBS 和 REITs 等资产证券化项目。在不动产和基础设施领域，通力为国内首只公募 REITs 产品——“鹏华万科前海 REITs”的发行提供了专业法律服务。通力可以全方位、高质量地为不动产和基础设施领域的各类客户提供专业的 REITs 业务法律服务，包括 REITs 产品的交易结构设计、尽职调查、交易文件的制备、产品挂牌与发行的法律服务等。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



俞佳琦
+86 21 3135 8793
elva.yu@llinkslaw.com



黎明
+86 21 3135 8663
raymond.li@llinkslaw.com



丁媛
+86 21 3135 8711
daisy.ding@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系：master@llinkslaw.com

上海

T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

香港

T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。