



REITs产品设计审核关注事项



上海证券交易所

公募 REITs

1 公募REITs试点整体情况

2 REITs产品设计审核相关关注要点



1、公募REITs试点整体情况



一、公募REITs试点发展

2020年4月

2021年2月

2021年6月

2022年3月

2022年5月

2022年7月

2022年9月

正式起航：

证监会、发改委联合发布基础设施REITs试点通知（40号），标志着试点正式起航。

规则发布：

上交所制定审查、发售、上市交易、信息披露、持续监管等配套业务规则。

首批落地：

2021年4月，首批沪杭甬杭徽高速等6单项目正式受理；
2021年6月，首批5只公募REITs成功上市。

央企落地：

2022年3月，首单央企高速公路REITs—华夏中国交建REIT正式获批

规则完善：

2022年5月，上交所发布公募REITs招募指引。
2022年7月，上交所发布保障性租赁住房指引

首批扩募项目申报：

2022年9月，上交所首批3单扩募项目申报，我国REITs市场“产品新发”与“基金扩募”双轮驱动的良好发展格局即将形成。

截至目前上交所REITs获批单数



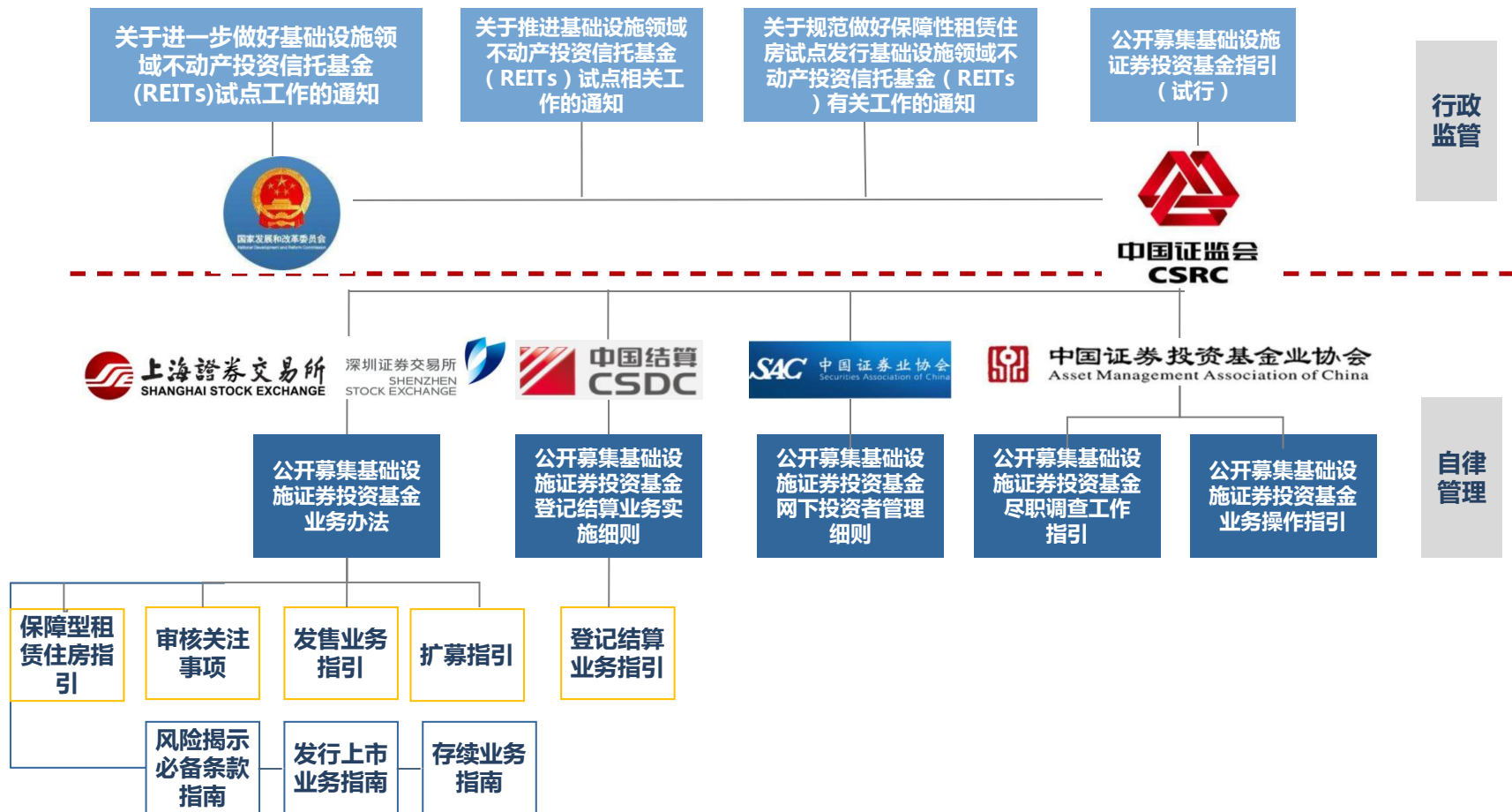
全市场占比67%

截至目前上交所REITs募资规模



全市场占比74%

二、规则体系



三、REITs发展的阶段性特征

中央部 委积极 支持

- 国办发〔2022〕19号
- “两个递延”税收安排、国资转让、保险基金投资

- 多地发布REITs专项支持政策
- 建立综合推动架机制

地方综合 推动机制

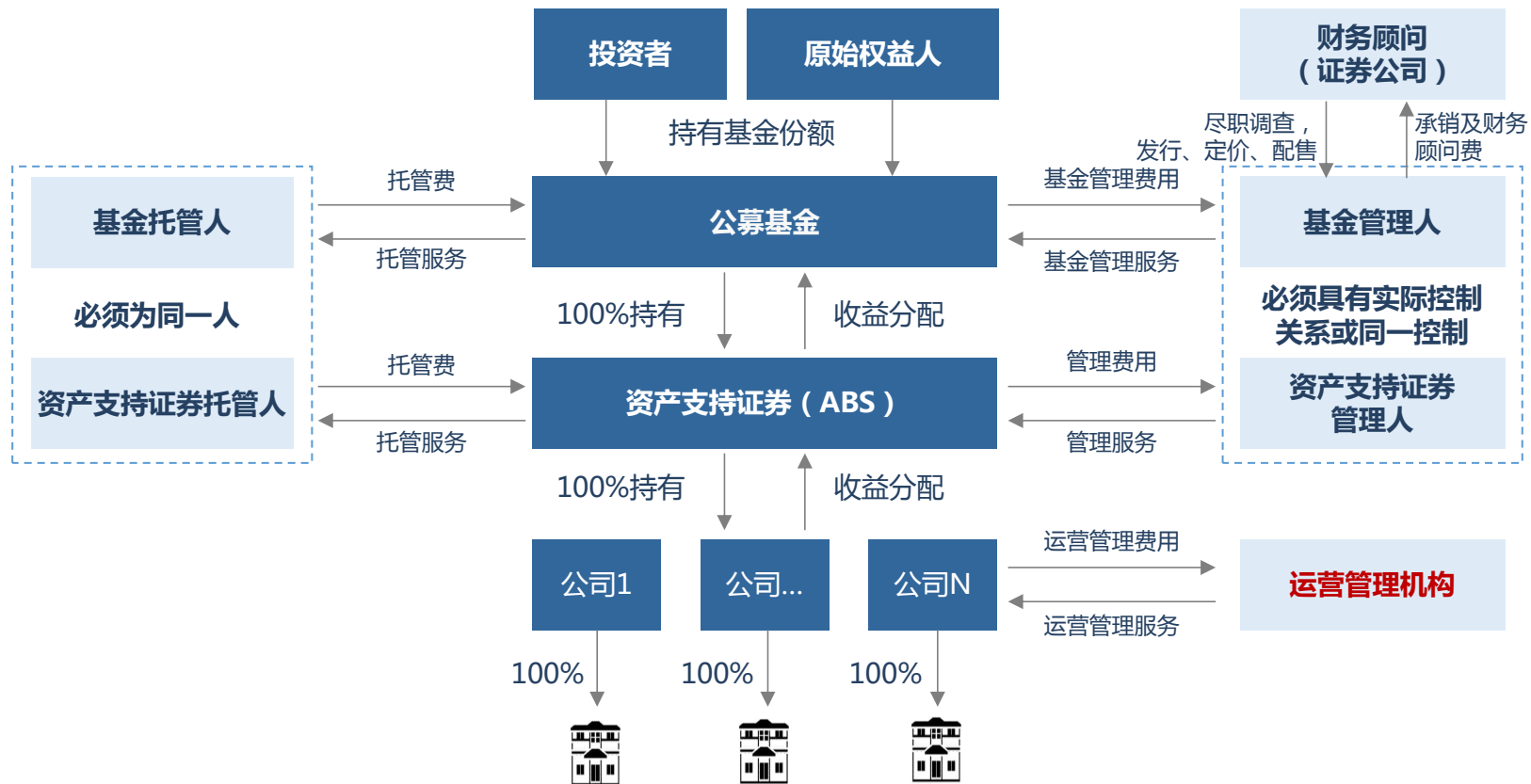
常态化发 行

- 证监会常态化发行十条措施
- 审核提速

2、REITs产品设计审核相关关注要点

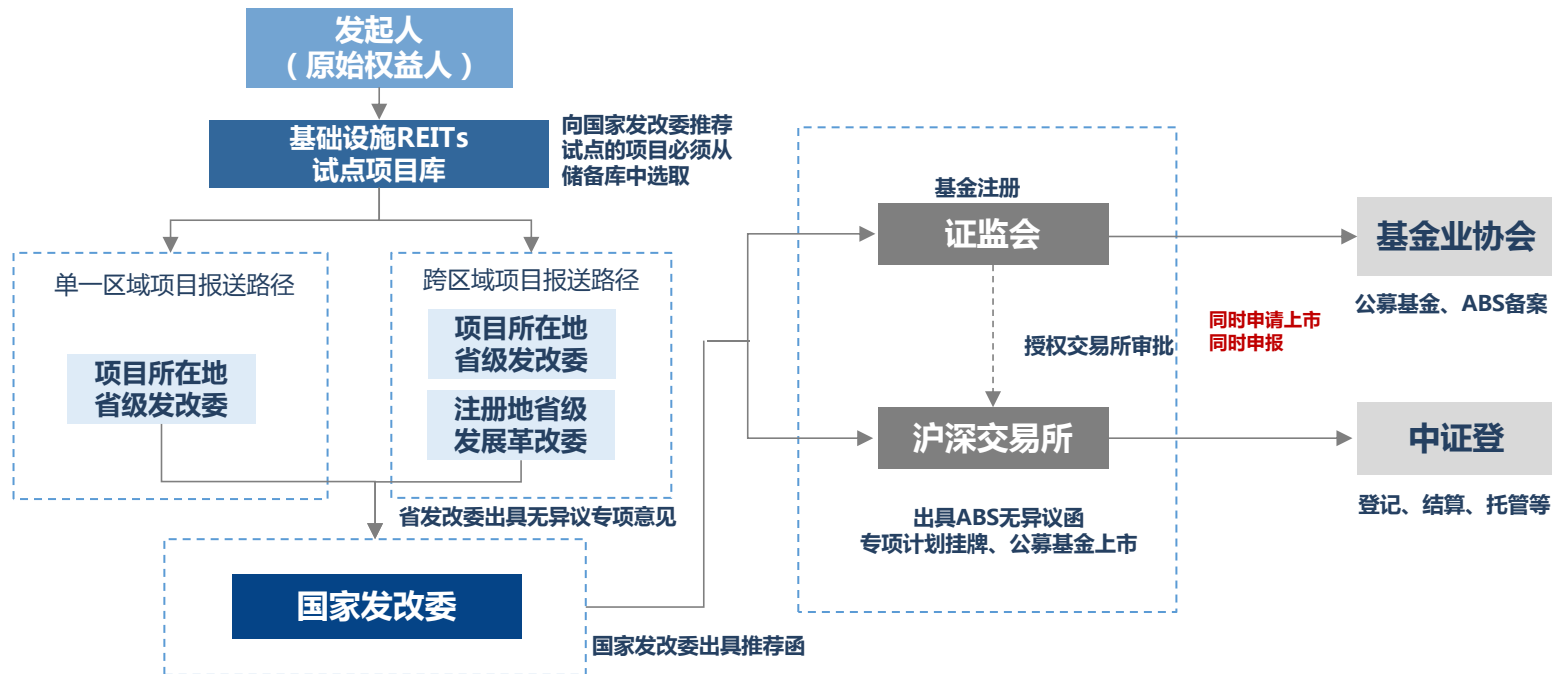


一、公募REITs产品结构

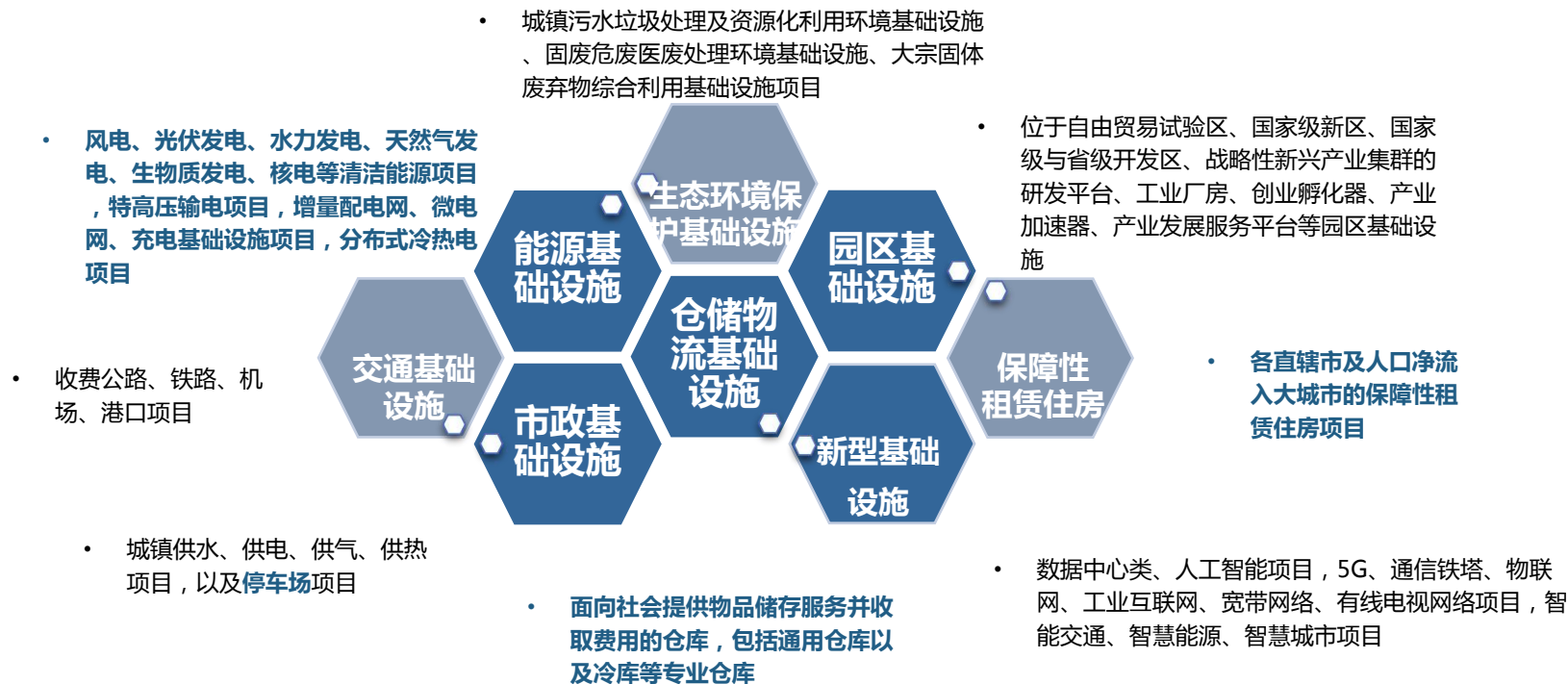


二、试点阶段项目流程

- 对于试点项目，对符合相关条件、拟推荐开展试点的项目，省级发展改革委需向国家发改委出具无异议专项意见，在取得国家发改委推荐函后，可以同时向证监会与交易所提交申报材料
- 证监会机构部主要负责核准公募基金发行、交易所负责资产支持专项计划层面的审核并出具无异议函



三、公募REITs试点行业



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。



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。

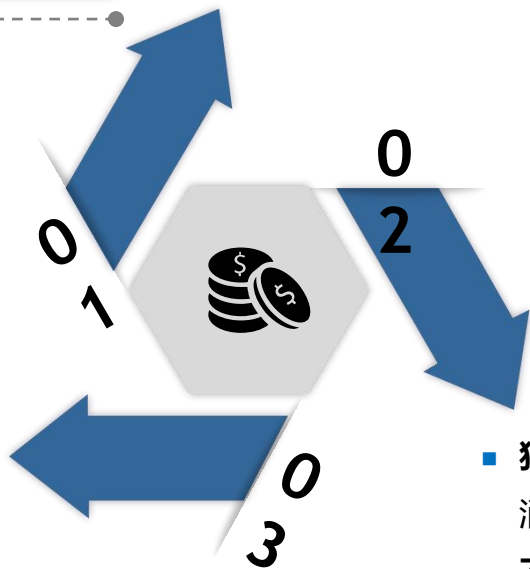
四、消费基础设施纳入试点资产类型

准确把握消费基础设施内涵

- 优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施REITs

合规手续

- 投资管理手续是否合规，应以项目投资建设时的法律法规和国家政策作为主要判定依据
- 原则上应当应办尽办，确实无法补办的应由相关部门出具处理意见



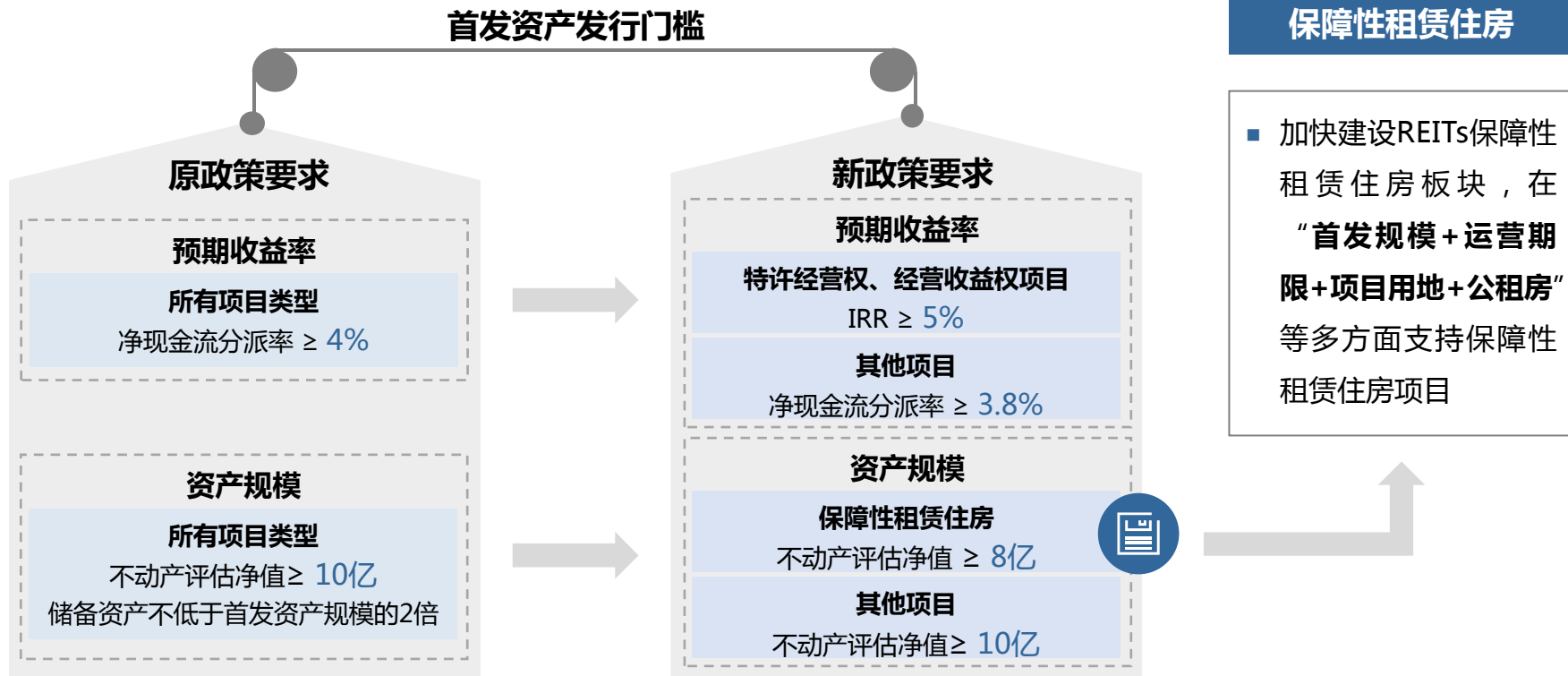
消费基础设施资产类型需关注三个方面：
“内涵、隔离、合规”

切实做好和商品住宅开发业务的隔离

- **独立法人**：项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务
- **资金闭环管理**：参照保租房指引设定“回收资金用途+专项管理账户+资金监管协议+临时报告”

五、发行门槛灵活放宽

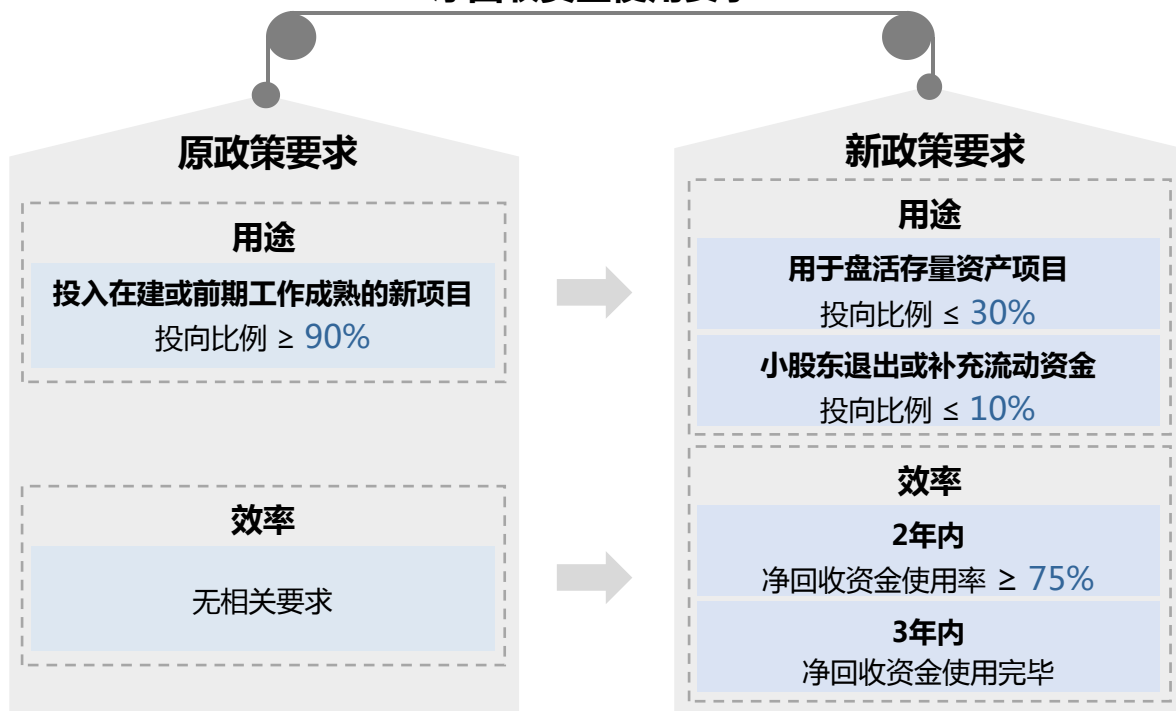
发行门槛调整：收益率、资产规模



六、回收资金使用要求

回收资金使用：“用途+效率+报告”

净回收资金使用要求



回收资金使用直报制度

报告

- 每季度结束后**5个工作日**内向国家发改委投资司直接报送回收资金使用情况，同步抄送再投资项目涉及的省级发展改革委



七、申报推荐效率及中介机构要求提高



提高申报推荐效率：5个工作日+30个工作日+3个月

- **5个工作日**：企业申报后，国家发改委及省级发改委在5个工作日内出具是否受理意见；
- **30个工作日**：项目评估时间一般不超过30个工作日
- **3个月**：自项目正式受理之日起3个月内，完成发改委的申报推荐工作，发起人（原始权益人）、基金管理人等根据要求补充、修改项目材料的时间不计算在上述时间内



中介机构要求：中介机构提供服务期间的限制要求+律师事务所、会计师事务所近3年要求

- **中介机构**在提供服务期间应未被列入严重失信主体名单，未被采取失信惩戒措施，未因违法违规问题被有关监管机构禁止或限制开展基础设施REITs相关或同类业务
- **律师事务所和会计师事务所**近3年还应未发生重大违法违规事件



八、试点项目筛选标准

项目权属清晰

- 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。

参与方符合要求

- 优先支持有知名度和影响力的行业龙头；
- 原始权益人、项目公司、管理人、运营管理机构近3年在投资建设、生产运营、金融监管、市场监管、税务等方面无重大违法违规记录。项目运营期间未出现安全、质量、环保等方面的重大问题。

资产规模符合要求

- 首次发行基础设施REITs的项目，**当期目标不动产评估净值原则上不低于10亿元**；
- 原始权益人具有较强扩募能力，以控股或相对控股方式**持有、按有关规定可发行基础设施REITs的各类资产规模原则上不低于拟首次发行基础设施REITs资产规模的2倍**。

土地使用依法合规

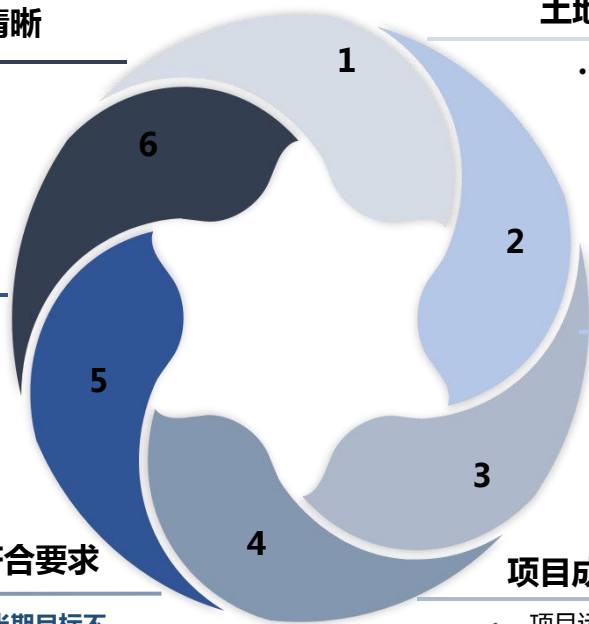
- 根据项目类型和土地取得的形式，需取得政府或相关部门、合同签署机构等项目100%股权转让无异议，或说明取得、使用土地使用权的具体情况，就存续期和清算期的土地使用问题做出相关承诺。

具有可转让性

- 协商一致同意转让，并已履行内部决策程序；
- 如相关规定或协议对项目公司名下的相关资产转让或相关资产处置存在任何限定条件、特殊规定约定的，需有关部门或协议签署机构对转让项目公司100%股权无异议。

项目成熟稳定

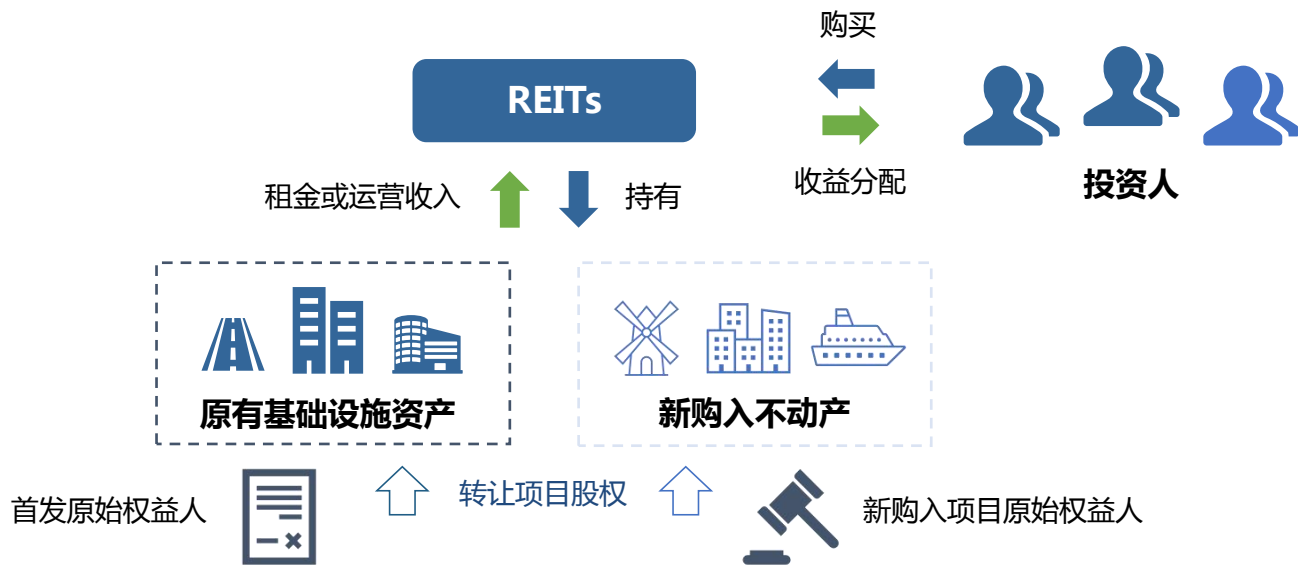
- 项目运营时间**原则上不低于3年，近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正**；
- 项目收益持续稳定且来源合理分散。因商业模式等原因现金流提供方较少的，重要现金流提供方应当资质优良，财务情况稳健；
- 预计未来3年**净现金流分派率（预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值）**原则上不低于4%。



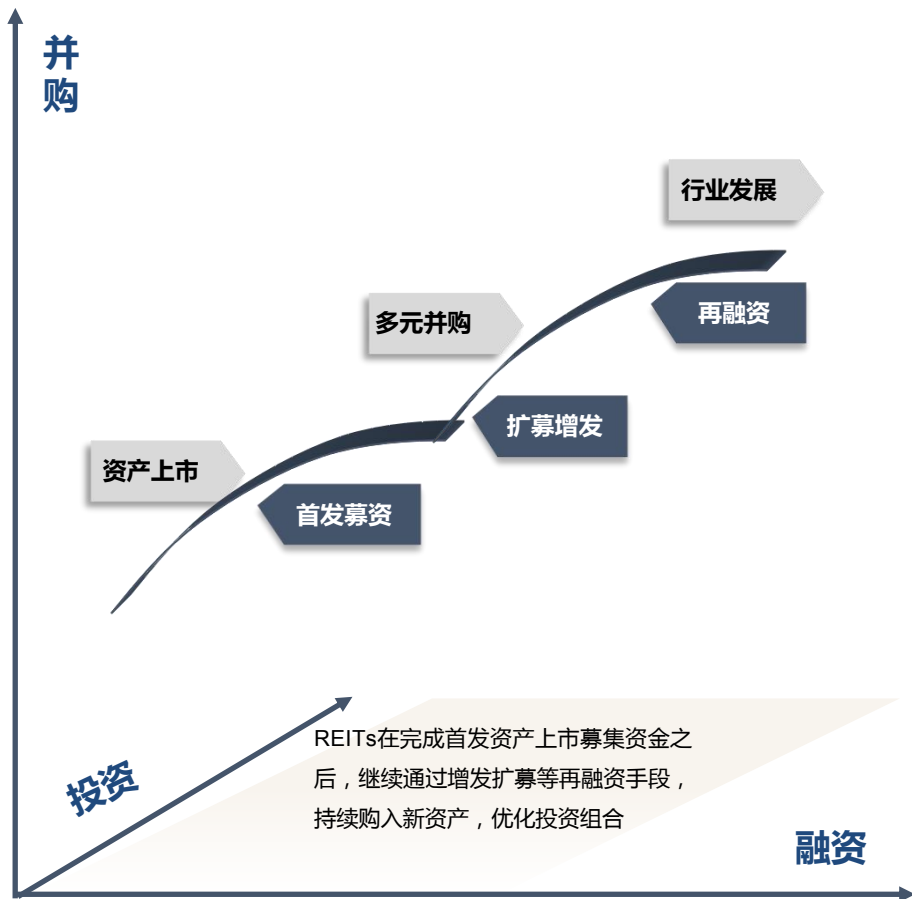
九、REITs扩募安排

基础设施REITs (Real Estate Investment Trusts , 不动产投资信托基金) 扩募机制

- 是指在基础设施REITs存续期间内通过**留存资金、对外借款或者扩募**等一种或多种方式获得资金**新购入基础设施项目**，从而实现基础设施REITs资产规模增加。其中，扩募方式包括通过面向不特定对象发售（包括向原基础设施REITs持有人配售、公开扩募），以及面向特定对象发售（定向扩募）
- 扩募是REITs产品的重要特性。扩募与首发一样，是REITs市场建设不可缺少的重要环节



十、首发+扩募“双轮驱动”



REITs扩募促进行业持续平稳发展

- REITs扩募使得单个基金通过外延式扩张成为可能，对于我国**建立具有一定流动性保障的REITs市场有着积极的意义**
- REITs扩募有利于已上市优质运营主体依托市场机制增发份额收购资产，优化投资组合，促进并购活动，促进投融资良性循环，**提升REITs整体市场规模及业绩**
- 对中国而言，建立标准化、高效的扩募机制对于REITs市场**持续纳入优质存量资产以实现市场规模增长、切实保障市场流动性**具有积极促进作用，**是市场逐步健全和完善的标志之一**

十一、境外REITs扩募

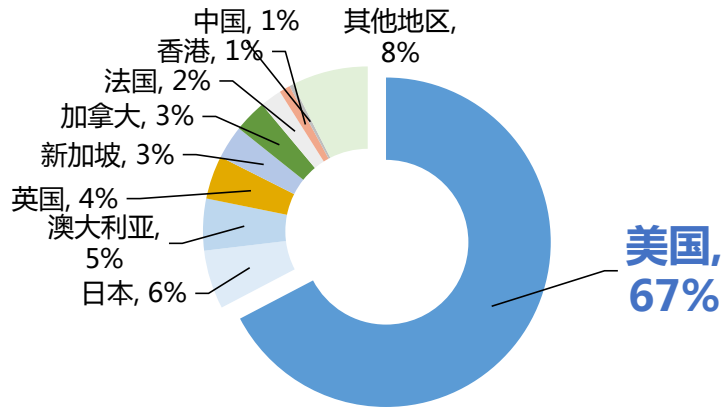
增发扩募成为海外REITs市场的主要融资手段之一

- 增发扩募购买资产是美国、日本、澳大利亚、英国、新加坡等境外成熟REITs市场的主要融资手段。以美国为例，2014年至今美国REITs市场平均每年发生约200笔融资交易，由首次公开募资、增发扩募以及债务融资构成；美国REITs市场每年平均融资规模在900亿美元左右，其中增发扩募融资占年度市场融资规模的四到六成

我国尽快推动首批扩募项目落地

- 目前扩募项目5单（拟募集资金约45亿元），已经上交所已受理张江、普洛斯及首创污水3单项目，近期已通过联合复审会，争取在4月份发行完成

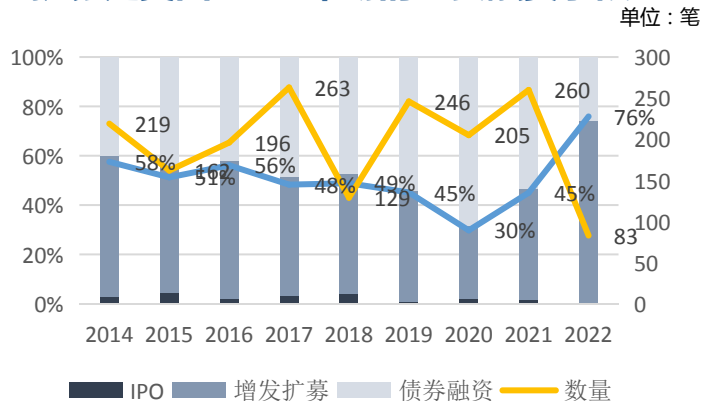
全球主要国家和地区REITs市值占比



数据来源：EPRA

注：数据截至2022年11月30日

扩募是美国REITs市场的主要融资手段



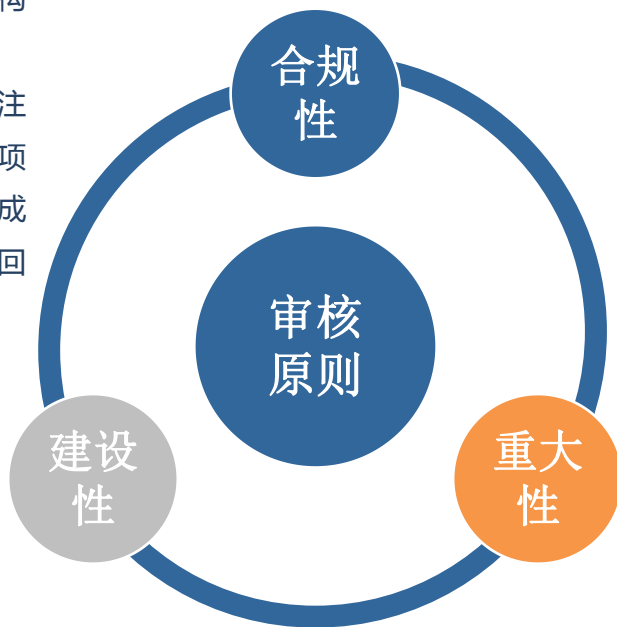
数据来源：NAREIT

注：其中2022年数据截至11月30日

十二、审核关注原则

现阶段审核工作重点围绕**合规性**、**重大性**及**建设性**的“三原则”开展

- **内容合规**：相关准入要求主要包括参与机构资质、基础设施项目情况、治理机制及交易结构安排等合规性条件
- **机制和程序合规**：公开透明、高效可预期的注册上市审核程序和运行机制，及时公开在审项目的审核进程，明确审核时限要求，逐步形成电子化流程和网站披露，全程留痕、全程可回溯。
- 在审核中更多的给予建设性支持，推动相关问题解决，为后续项目做好示范和引导。



- 比照公开发行证券要求，审核重点围绕与投资者价值判断和投资决策密切相关的信息。
- 引导基金管理人和中介机构结合基础设施项目的实际情况，客观地披露业务模式、治理机制、估值和现金流、风险揭示等重要内容。

十三、项目审核关注要点

已更新

■ **权属清晰**：不存在权利限制

■ **竣工验收**：工程质量符合要求，按规定履行相关手续

■ **产品名称规范；产品期限合理**

■ **二级市场风险**：管理人设置二级市场异常波动风险防控安排

■ **相关管理费**：基金管理费、外部管理费等收取合理，不得不正当竞争招揽业务

■ **管理安排**：基金份额持有人会议规则，基金管理人、资产支持证券管理人、外部运管机构职责及利益冲突防范机制



■ **原始权益人**：拥有完全所有权或者经营权利；信用稳健，内部控制制度健全

■ **运营管理机构**：持续经营能力

■ **中介机构**：符合《基金指引》规定

■ **估值方法选择**：相关重要参数设置

■ **报告内现金流**：现金流构成、集中度、波动情况

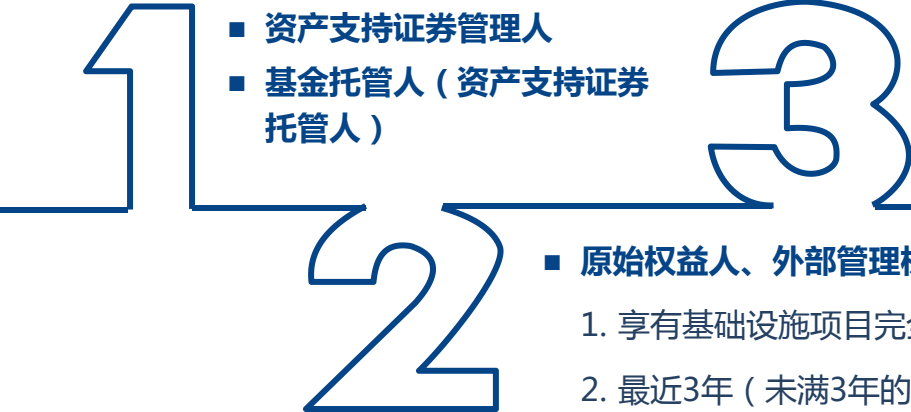
■ **可供分配金额测算报告及现金流归集**

■ **基础资产转让条件**：按照规定办理转让登记等

■ **转让风险揭示**：披露交易过程相关风险并设置风险缓释措施

十四、业务参与机构

已更新

- 
- 基金管理人
 - 资产支持证券管理人
 - 基金托管人（资产支持证券托管人）

■ 财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构

- 资产支持证券管理人可以与基金管理人聘请相同的专业机构
- 遵循最少必需原则，精简结构，降低运营成本
- 原始权益人聘请的财务顾问等专业机构应当具有依法从事相关金融业务的资质

■ 原始权益人、外部管理机构

1. 享有基础设施项目完全所有权或者经营权利
2. 最近3年（未满3年的自成立之日起，下同）不存在重大违法违规记录
3. 原始权益人转让项目公司股权，不得新增地方政府隐性债务
4. 募集资金使用应符合国家产业政策

✓ 核查并披露业务参与机构之间的关联关系、潜在利益冲突

基础资产项目 合规性

- 1 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 不存在法定或约定的**限制转让或限制抵押、质押**的情形，主管机关或者相关权利方同意转让的除外
- 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
- 4 基础设施资产已通过竣工验收，工程建设质量及安全标准符合相关要求，原则上已按投资建设时规定履行**审批、核准、备案、登记**等手续
- 5 土地实际**用途**原则上应当与其规划用途及其权证所载用途相符；存在差异的，律师对实际用途是否符合法律、法规及相关政策进行核查并发表意见，管理人充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施
- 6 **经营资质**合法、有效，存在展期安排的，披露具体安排，并按规定办理展期



- 1 基于**真实、合法**的经营活动产生，价格或收费标准符合相关规定（如有）
- 2 符合**市场化**原则，不依赖第三方补贴等非经常性收入
- 3 **持续、稳定**，近3年（不满3年的，自开始运营起）未出现不合理的异常波动
- 4 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
- 5 近3年总体保持**盈利**或**经营性净现金流为正**



基础设施项目运营

01

- 成熟稳定的运营模式、运营收入有较好增长潜力

02

- 运营时间原则上不低于3年、投资回报良好
 - ✓ **产业园、仓储物流、数据中心等依托租赁收入的基础设施项目**：出租率较高、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
 - ✓ **收费公路、污水处理等依托收费收入的基础设施项目**：收入较高或保持增长、使用者需求充足稳定、区域竞争情况显著

财务报告及审计报告

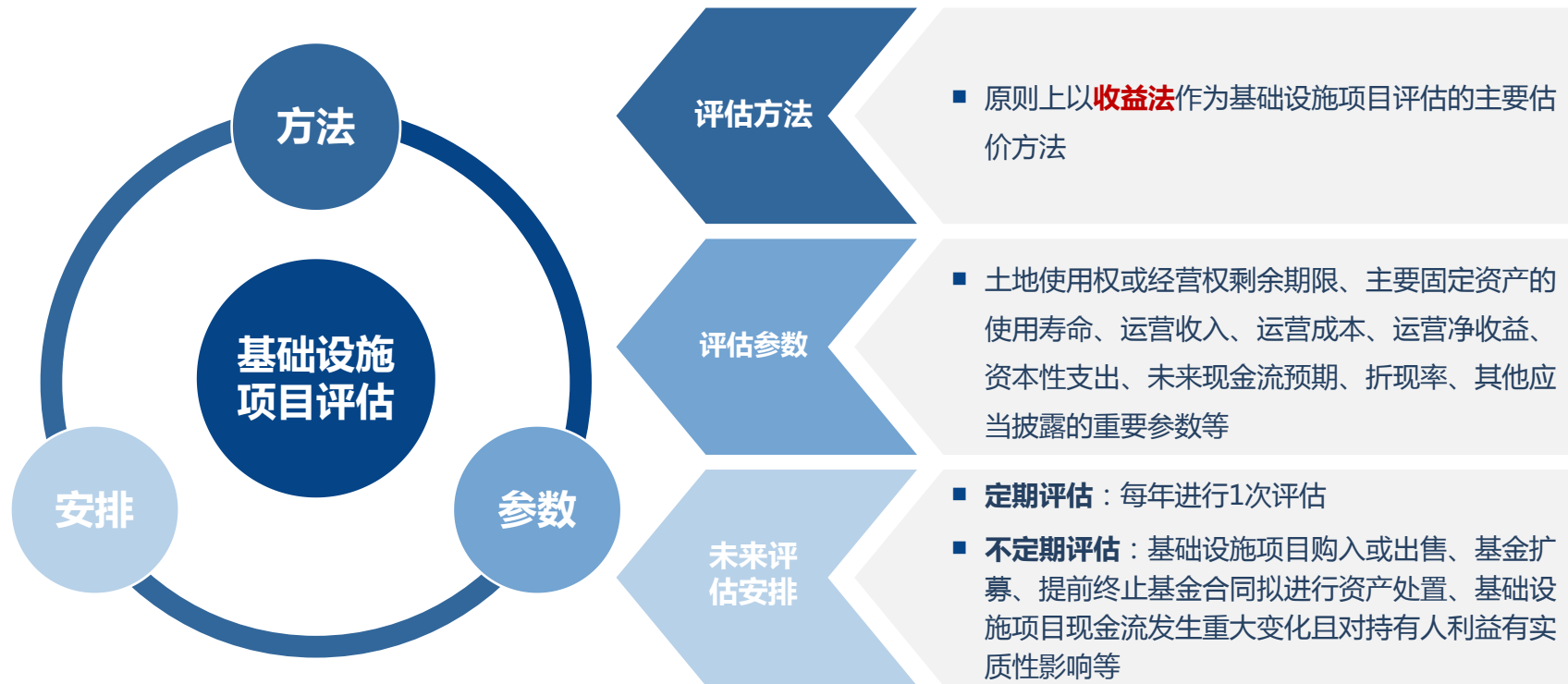
- ✓ 管理人原则上应当提供并披露项目**最近3年和一期**的财务报告和审计报告
- ✓ 无法提供的说明理由，提供并披露最近1年和一期的财务及审计报告；若仍无法提供的，提供并披露**基于历史运营经验和合理假设编制的最近1年和一期**经审计的备考财务报表



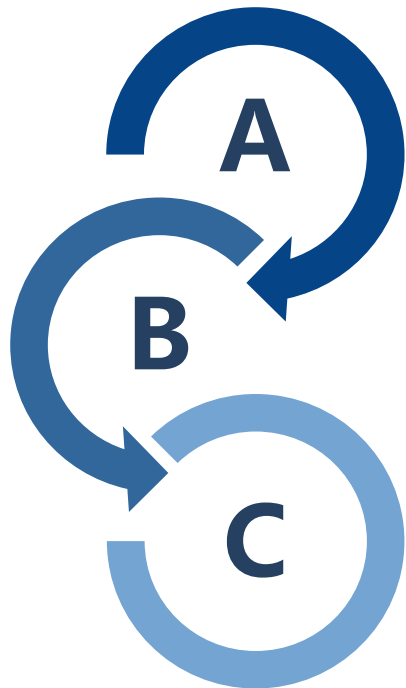
- ✓ 应当披露基础设施项目报告期内关联交易情况，并结合关联交易定价对项目运营的独立性和稳定性进行核查并发表明确意见
- ✓ 相关交易**延续至基础设施基金存续期间的**，应当分析关联交易的合理性、必要性和潜在风险，对关联交易的公允性和独立性进行核查并发表明确意见，充分揭示风险

风险揭示及缓释措施

- ✓ 管理人应当充分揭示基础设施项目可能存在的资产灭失、运营收入波动、不动产价格波动、利益冲突、利益输送等风险事项，并设置相应风险缓释措施，保障投资者权益



报告期内现金流



报表披露要求

- 应当披露基础设施项目报告期内现金流构成、集中度、波动情况等
- 分析现金流的独立性和稳定性

现金流集中度

- 集中度较高的，应当进行风险提示，并披露重要现金流提供方的经营情况、财务状况
- **重要现金流提供方定义**：指在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

现金流稳定性

- 波动较大的，分析波动原因和合理性，充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施



可供分配金额测算报告

- 提供主体：基金管理人
- 报告期限：测算期限不**超过2年**且不晚于第二年年度最后一日
- 考虑因素：区域经济发展、项目业态及用途、运营情况及未来调整安排、重大资本性支出、税费安排、周边生态环境及竞争环境发展等因素
- 差异说明：评估报告与可供分配金额测算报告对现金流预测结果**差异比例超过5%**的，披露原因、核查并发表明确意见
- 资本性支出：未来安排及其合理性、对存续期内可供分配金额的影响



现金流归集路径

- 账户设置与现金划转安排
- 项目公司基本户、运营收支账户等原则上在基金托管人处开立
- 在其他商业银行开立的，充分说明和论证必要性、资金闭环管理、提高资金归集频率、定期核查、防范现金流混同，保证资金安全

典型项目：中国交建高速公路REIT

华夏中国交建REITs产品架构



历史经营情况

- 近三年及最近一期的历史经营情况，如报告期内存在新冠疫情、重大分流道路等影响因素的，可以延长披露期限；
- 实际车流量与《可行性研究报告》预测交通量的差异情况

评估重要参数

- 车流量增长率、车型比例、人工成本和养护支出、折现率等重要参数。

不可抗力风险

- 对于因新冠疫情等不可抗力导致收费减免、租金减免等重大不利情形的，可以评估设置业绩补偿条款，由原始权益人或相关第三方补足减免部分收入，缓释相关风险。



□ 产品名称规范

- ✓ 基金名称与资产支持证券名称应当规范清晰，表明基金的类别和投资特征，不存在损害国家利益、社会公共利益，欺诈、误导投资者，或者其他侵犯他人合法权益的内容



□ 产品期限合理

- ✓ 资产支持证券期限应当与项目土地使用权或者经营权的剩余期限、主要固定资产的使用寿命等相匹配，基金期限不得短于资产支持证券期限
- ✓ 管理人可以通过续期机制、持有人会议决议等方式延长期限，并披露期限调整安排和决策机制



□ 产品战配比例适度

- ✓ 基金管理人应当结合产品规模、原始权益人参与战略配售比例等情况合理确定战略配售比例，保证首次发售上市后流通份额适度充裕



□ 产品二级市场风险防控安排有效

- ✓ 基金管理人应设置二级市场异常波动风险防控安排，充分做好二级市场异常波动和解除禁售等风险提示

存续期开展对外借款

- 存续期间拟对外借款的，管理人应披露对外借款类型、金额、比例、用途、增信方式和权利限制情况及必要性
- 对外借款偿还安排和风险应对措施，审慎评估对其对项目持续稳定运营、可供分配现金流的影响，确保可供分配现金流持续稳定，并充分揭示风险

基金经理胜任能力

- 基金经理具备专业胜任能力，工作背景及管理经验应与基础设施基金相匹配
- 若存在兼任情形的，基金管理人应当充分论证基金经理的专业胜任能力和兼任安排的合理性

管理费收取合理

- 基金管理费收取应当遵循统筹收支的基本原则，在相关协议文件中约定费用支付标准和支付路径
- 不得以明显低于行业定价水平等不正当竞争方式招揽业务
- 外部管理机构收取的基础费用应当结合历史运营成本情况等合理确定，浮动报酬与项目运营业绩表现挂钩，体现激励与约束



1

转让应当合法、有效，存在附属权益的，应当一并转让

2

依照规定办理转让批准、登记手续；法律法规没有要求办理登记或者暂时不具备办理登记条件的，应当采取有效措施，维护基础资产安全

3

基础资产涉及债权的，应当按照规定通知债务人债权转让事项

4

结合基础设施基金询价、定价情况合理确定基础资产转让对价，确保转让对价公允

基础资产项目 风险揭示

1

管理人应当披露项目存续期以及清算时可能面临的限制转让情形，揭示风险，并设置风险缓释措施

2

设置专项计划以外特殊目的载体(SPV)的，披露相关安排的必要性，明确SPV注销安排，揭示风险，并设置风险缓释措施

3

基金管理人应当及时披露交割审计报告、购买基础设施项目实际支付的对价、购买的基础设施项目的资产和负债情况、交割日后尚需以基金财产向原始权益人支付或者收取与本次资产交易相关的价款情况

4

基金合同终止或者基金清算涉及基础设施项目处置的，管理人应当披露基础设施项目处置的触发情形、决策程序、处置方式和流程以及相关信息披露安排等

二十六、运作管理安排

新增加



基金份额持有人会议

- ✓ 基金管理人应当披露基金份额持有人会议规则
- ✓ 持有人通过持有人会议行使权利的范围、程序，基金份额持有人会议的召集、通知、决策机制、会议记录和信息披露等重要事项



基金管理人及资产支持证券管理人安排

- ✓ 资产支持证券管理人应当披露存续期间，资产支持证券持有人行使权利的有关安排
- ✓ 基金管理人及资产支持证券管理人应当明确约定并披露其按照相关规定履行运营管理职责的相关安排和机制



加强外部管理机构约束

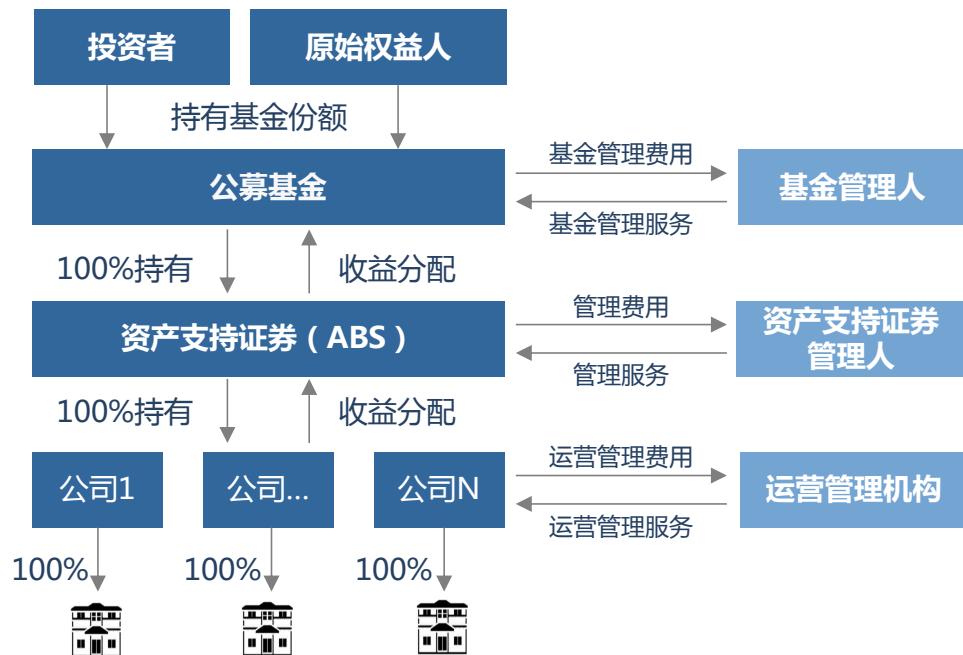
- ✓ 明确约定并披露外部管理机构的解聘、更换条件和流程、履职情况评估、激励机制等安排
- ✓ 外部管理机构同时向其他机构提供同类服务的，可以要求外部管理机构设立独立机构或者独立部门负责本项目的运营管理，并采取措施避免利益冲突



同类产品利益冲突防范

- ✓ 基金管理人管理多个相同类型基础设施基金的，应当披露在同类项目运营管理、扩募安排、决策机制等方面的利益冲突防范机制，并充分揭示风险

二十七、治理机制



持有人大会：

- 除法定职权外，是否存在约定职权（规则中未明确的职权、资产支持证券层面与项目公司层面的职权）
- 议事规则、决策程序等

基金管理人：

- 基金管理人的职权
- 内部决策安排：运营管理委员会（人员组成、决策事项、议事安排等）
- 外部专家（人员组成、履责安排等）

资产支持证券端、项目公司端：

- 职权安排
- 公司治理公司治理结构组建、人员派遣

运营管理机构：

- 委托职权范围（规定、约定）
- 履责安排

二十八、治理机制



1

关联交易

- ✓关联方认定、关联交易类型
- ✓关联交易决策机制安排（关联交易委会等）

2

同业竞争

- ✓同业竞争的主体范围、竞争关系判断
- ✓同业竞争监管要求

3

杠杆融资

- ✓决策主体、杠杆融资安排、融资用途、对收益率影响

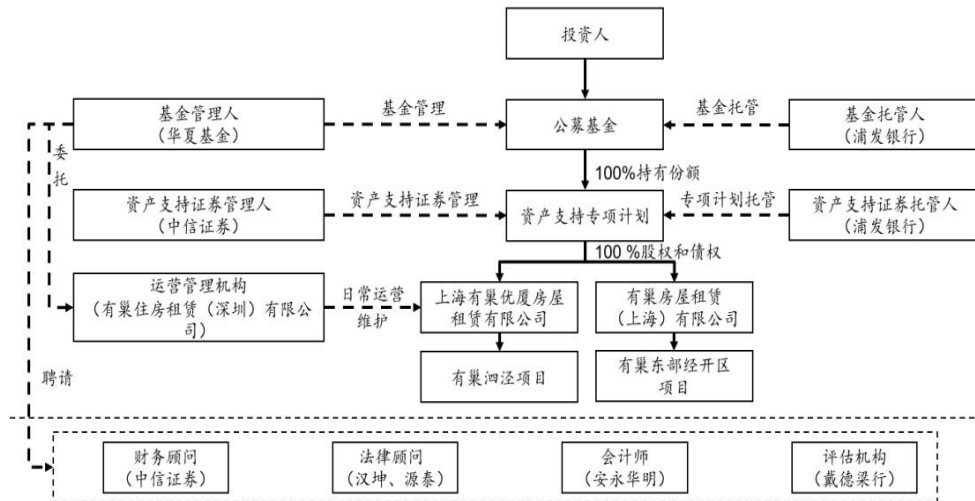
4

收费方式

- ✓收费构成：基金管理人管理费、运营管理服务费
- ✓收费方式：固定费率、浮动费率
- ✓信息披露安排

典型项目：华润有巢租赁住房REITs

产品架构



治理机制安排

- 设立公募REITs投资决策委员会，作为基础设施REITs的外部专家委员会成员，对资产运营、资产处置、基金扩募及相关投融资事项提供决策建议

估值参数

- 相关参数包括但不限于出租率、租金单价、租金增长率、租金收缴率及折现率等

管理费用安排

- 基金管理费=固定管理费（基于净值）+浮动管理费（基于运营收入和超额净收益）
- 运营服务费=人员服务费+基本服务费 A+基本服务费 B+激励服务费

二十九、财务会计

基金层面原则

- 穿透合并项目主体，选用成本法持续核算
- 业务或资产，审慎判断收购项目公司股权的交易性质

01

原始权益人

- 并表或出表的交易安排
- 融资部分计入权益的会计判断

02

可供分配现金流

- 合并净利润调整为EBITDA
- 综合考虑项目公司运营、偿债、现金流等因素后确定调整项
- 调整项变更，需明确程序安排

03

财务信息披露

- 备考财务报表编制原则和历史财务信息披露
- 可分配金额测算，参数合理性、会计师意见等

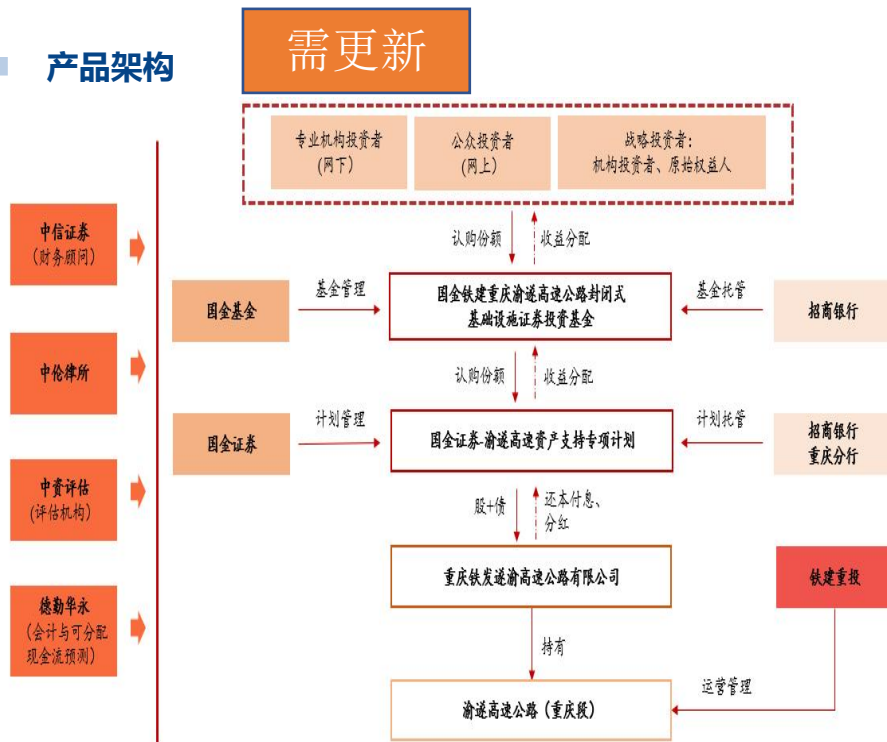
04

典型项目：中国铁建高速公路REIT



上海综合服务周系列活动
之REITs发行人走进上交所

产品架构



并表型REITs融入资金会计处理问题

- 项目发行后将持有51%的REITs份额，实际并表项目公司，融入资金计入权益类科目“少数股东权益”项下。

高速公路改扩建问题

- 现有的高速公路项目收费期限较短，如铁建的渝遂高速公路剩余收费年限为13年，沪杭甬剩余收费期限为10年，广河高速收费剩余期限为15年。
- 后续高速公路REITs项目扩募资金用于既有路产的扩能改造可能将成为常态。

现金流归集

- 运营收支账户不在基金托管人处开立，应当通过签订监管协议做资金闭环管理、提高归集频率等方式防范现金流混同风险。

不忘初心， 行稳致远！