

推进基础设施REITs常态化发行交流会会议综述

吴一帆 甘雨田

(深圳证券交易所债券业务部, 广东 深圳 518000)

摘要: 2020年4月我国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)正式启动, 2021年6月首批项目落地。基础设施REITs是我国直接融资领域的重要制度创新, 逐步成为盘活资本市场资产、服务实体经济、促进经济高质量发展的重要举措。2022年10月25日, 深交所债券业务部举办关于“推进基础设施REITs常态化发行”专题交流会, 共计19家市场主体参加, 对基础设施REITs市场发展提供较为全面的观点。本文梳理了交流会参会代表在审核注册、发行定价、存续期管理、税务处理和二级市场交易等实际业务环节中遇到的难点、痛点问题及优化意见与建议, 为我国基础设施REITs市场下一步健康有序发展提供实务依据。

关键词: 基础设施领域不动产投资信托基金; 常态化发行; 审核机制; 发行上市

Abstract: China's publicly-traded Real Estate Investment Trusts (REITs) were officially launched in April 2020, and the first batch of projects was listed in June 2021. It is an important institutional innovation in the field of direct financing in China, and it has gradually become an important measure to revitalize capital market assets, serve the real economy, and promote high-quality economic development. On October 25, 2022, the Bond Department of Shenzhen Stock Exchange held a special symposium on accelerating the normalization of the offering of infrastructure REITs, with 19 market participants in total. The meeting provided a comprehensive view of the development of the infrastructure REITs market. This paper summarizes the pain points and difficult problems encountered by market parties in the aspects of review and registration, issuance pricing, duration management, tax treatment, and secondary market transactions, provides optimization opinions and suggestions, and provides a practical basis for the further healthy and orderly development of China's infrastructure REITs market.

Key words: publicly-traded Real Estate Investment Trusts, normalization of offering, review mechanism, IPO

作者简介: 吴一帆, 供职于深圳证券交易所债券业务部, 研究方向: 固定收益证券。甘雨田, 女, 供职于深圳证券交易所债券业务部, 研究方向: 债券监管、基础设施REITs。

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A

党的二十大明确指出, 要“健全资本市场功能, 提高直接融资比重”, 发展直接融资是资本市场的重要使命。基础设施领域不动产投资信托基金(以下简称基础设施REITs)是我国直接融资领域的重要制度创新, 在盘活优质企业资产、拓宽市场投资渠道、增强投资者收益和降低资金错配压力等方面作用凸显, 已逐步成为资本市场服务实体经济、促进经济高质量发展的重要举措。2020年4月, 我国基础设施REITs正式启动, 2021年6月首

批项目落地。截至2022年10月20日, 沪深两市累计发行20只REITs产品, 发行规模为618.15亿元, 总市值为730亿元, 整体平均累计涨幅18.10%, 基础设施REITs试点工作取得了阶段性成果, 各方反应积极。

为推动基础设施REITs市场高质量发展, 2022年10月25日, 深交所债券业务部举办“加快推进基础设施REITs常态化发行”专题交流会, 证券公司、基金公司、律师事务所、会计师事务所、资产评估机构和投资

机构在内的19家市场主体参加会议。与会代表就基础设施REITs实务中出现的问题进行充分讨论，并提出相应的优化建议。基于此，本文梳理了基础设施REITs实务中审核注册、发行定价、存续期管理、税务处理和二级市场交易等环节各方遇到的难点、痛点问题，总结了与会代表就推动基础设施REITs常态化发行提出的五方面优化建议，以更好地支持我国基础设施REITs市场健康有序发展。

一、优化审核机制，进一步提升REITs审核工作的标准化、制度化、透明化

把好REITs推荐审核入口关是REITs项目全流程的关键一环。目前，基础设施REITs入口关在项目估值、会计处理、合规手续、募资用途、新类型项目标准等多方面存在优化空间，具体如下。

一是项目估值问题。现行规定明确要求以收益法作为基础设施REITs项目估值的主要方法，实操中可能出现部分资产的REITs项目估值低于其账面价值。若国有企业发行REITs的项目估值低于账面价值，一定程度上可能引发国有资产流失的考核压力和合规顾虑，进而对国资国企参与REITs上市发行的积极性产生一定的不利影响。与会代表认为，首先，REITs项目的估值面临政府补贴、宏观经济波动和新冠疫情等重大事件的影响，在测算时可以综合考虑政府补贴的经济合理性、新冠疫情等重大事件的影响并进行估值纠偏调整，以此使得项目的估值更贴近其内在合理水平。其次，加大对国资国企关于REITs服务国家重大战略、有效盘活存量资产和促进基础设施高质量发展重大意义的宣传、教育和推广，逐步降低、消除国资国企进入REITs市场的顾虑。

二是项目会计处理。基础设施REITs权益或债务属性的区分、原始权益人对REITs合并报表分析以及合并报表时非自持份额处理等会计处理问题，会对市场主体参与REITs的意愿产生重大影响。部分机构认为，在现行基础设施REITs试点框架下，REITs采用“公募基金+资产支持证券(ABS)”架构，其作为封闭式基金具有法规“强制分红”的收益安排，因此应将其计入金融负债。但也有机构认为从REITs的经济实质看，具有“赋予持有方在企业清算时按比例份额获得该企业净资产的

权利”的特征，因此应计入权益工具。对此，与会代表建议，应通过出台专门规则或实操指导等方式对REITs项目的会计处理予以明确，体现基础设施REITs的权益产品属性。

三是项目合规手续。与会代表认为，在基础设施投资建设中部分合规手续缺失的情况具有普遍性。实操中，部分优质基础设施的核心手续齐备，且运营稳健、现金流稳定，但因建设年代久远或客观条件限制，缺失部分合规性手续和文件。与会代表建议，应结合具体情况，对于一些非核心、非关键的合规性手续，确因客观条件限制无法补办的，在严控风险并采取适当缓释措施的前提下，可采用由当地主管部门认定项目稳定运行的函件及原始权益人出具承诺函等形式予以补正，并进行充分风险提示和信息披露。

四是募集资金用途。现行规定引导原始权益人发行REITs的绝大部分净回收资金用于在建项目或新增项目的开发，与部分行业的实际需求和Pre-REITs资金退出需求可能存在一定的不匹配性。与会代表建议，可允许原始权益人募集资金在用于收并购存量基础设施资产的同时配套一定比例的资金用于资产改建改造，在合理合规的前提下进一步拓宽REITs项目募集资金的用途。

五是新型项目标准。部分基础设施行业REITs项目案例少、标准尚未明确，亟需成熟的行业标准化指南和制度性安排。以保障性租赁住房REITs项目为例，目前各地保障性租赁住房项目在保障性租赁住房认定、租金收益、法律合规和财政支持等方面情况差异较大，需要结合基础设施REITs要求进行个案推动。与会代表建议，可以结合REITs案例的落地情况，明确新资产类型审核标准及要求，指导市场规范发展。

二、优化REITs项目发行流程，完善市场定价机制

对于发起人而言，REITs一级市场首发定价决定了标的资产的出售价格，关系到企业投入资本回报率和净回收资金，进而影响企业参与REITs上市发行的积极性。对于投资人而言，定价决定了投资的成本以及回报率。与会代表指出，发行上市阶段需要各方协同发力，统一衔接，提高REITs发行定价效率。

一是发售安排。前期，有较多REITs项目在取得基金

正式批复后便立即启动询价发售，时间较为仓促，致使REITs管理人和财务顾问在询价发售阶段面临一定的压力，不利于投资机构对REITs新品种、新结构、新资产进行充分论证研判并作出合理投资决策，不利于REITs潜在投资者的培育。基于此，与会代表建议，基金管理人和原始权益人需要加强REITs发售阶段统筹，安排好各环节时间，促进信息互通到位，重视市场投融资平衡，推动产品发售、审核批复和市场承受力的有机统一衔接，切实防控各类风险，维护良好发行秩序。

二是询价机制。目前，很多机构投资者为了更多参与网下询价，会按照发行询价区间上限进行报价。这种报价模式市场化程度不足，不利于合理的询价定价。针对上述情况，与会机构建议，未来可以考虑进一步优化询价方式，打开询价区间上下限，探索网下报价高价剔除机制，增加流通盘占比，研究设置分类配售机制，发挥流动性服务商作用，提高做市活跃度，促使市场合理定价。

三、优化存续期管理规则体系，有效支持REITs市场健康发展

与会代表普遍认为，存续期管理是维护REITs产品投资者合法权益的核心，其中信息披露是关键。REITs产品信息披露是连接基础设施资产、REITs管理人与投资者之间的信息纽带，存续期管理合规监管也能够保障投资者的长期利益，发现产品潜在的风险点。在现行制度框架下，充分利用运营管理机构的专业运营管理能力和经验，调动原始权益人的参与积极性，是REITs治理机制需解决的现实问题，同时在以下方面需要进一步落实。

一是信息披露。目前，REITs信息披露内容较为有限，不同类型的REITs在信息披露中未完全根据基础资产类型做适应性调整。与会代表建议，根据不同大类资产的运营特性及上市后的运营效果，择机出台大类资产配套的运营期间监管关注要点、基本信息披露要求等规范性文件，差异性、针对性地披露底层资产运营和相应市场的关键性指标，促进REITs常态化、标准化发展。特别地，与会机构建议明确存续期定期报告中关于REITs基金净值的披露口径；结合已上市REITs项目的实操经验，进

一步明确可供分派调整项的调整口径；明确运营管理机构收费标准、服务内容、职责等关键信息披露要求，并保持相同的披露口径，便于不同项目之间的横向对比，提升信息披露的可读性和可理解性。

二是扩募机制。做大现有REITs的市场规模，促进REITs二级市场长期健康发展，塑造资本市场的价格发现功能，除了新产品的发行，扩募机制也至关重要。境外REITs的研究表明，扩募能力强的REITs往往在二级市场表现更佳，因此REITs产品的项目储备和扩募能力同样关键。与会代表建议，在实操过程中要对拟收购资产价格进行把关，要求REITs管理人对扩募资产的交易价格合理性作出充分说明和披露，引导REITs管理人完善报价机制，合理设定扩募份额，保护投资者利益。

三是投资者关系管理。目前，REITs投资者与管理人沟通的渠道相对有限，投资人无法对管理人披露的信息数据做及时沟通，信息传递渠道有待进一步丰富。对此，与会代表建议，一方面，参照上市公司投资者关系管理工作指引，指定REITs投资者关系管理工作指引，激发优质资产管理人的主动性和积极性，提升REITs运营效率，促进市场长期健康发展；另一方面，REITs管理人可参考上市公司组织投资者调研和交流等活动，加强与投资者互动的频率，切实保护投资者合法权益。

四是持有人大会。对REITs而言，引入与上市公司股东大会制度相近的持有人大会制度，也是促进投资者参与REITs决策的有效手段。与会代表建议，一方面，研究论证REITs设立持有人大会常设机构的必要性和可行性，明确并细化常设机构人员组成和议事规则；另一方面，除REITs招募说明书中约定的基金份额持有人大会召集事由外，每年召开年度持有人大会，增强份额持有人对REITs管理人的监督，同时为REITs管理人提供向投资者介绍REITs产品表现和投资策略的机会。

五是管理人激励。与境内外其他公募基金以及境外REITs相比，我国REITs管理人的费率水平偏低。长期看，较低的管理费不利于参与机构业务资源的持续投入和人才体系的优化建设。与会机构建议，在常态化发行阶段明确规范管理费率、费用收取模式、管理费率的信

息披露安排等，通过合理化费率设置，在投资者、管理人和原始权益人之间实现平衡，充分调动各方共同参与

的积极性。同时，在不存在利益冲突的基础上，适度允许REITs基金经理的兼任安排，提高基金经理与其所管理REITs产品的适配性。

四、进一步完善税收优惠政策及适用范围， 激发REITs市场活力

当前，各有关部门积极发布推动REITs常态化发行的支持政策。实践中，REITs项目较为复杂的结构设计和税收优惠政策的适用范围等多方面因素，往往使得政策利好不能较好地传导到REITs项目发行中。

一是推进减税降费。当前实践中REITs项目存在股债交易结构搭建，即REITs在基础设施资产支持证券投资项目公司设置一定的股债投资比例，即采用“股权投资+债权投资”的投资形式，主要通过反向吸收合并、分红减资等方式实现债务引入，以此实现节税和避免资金沉淀。该类操作执行难度高、流程长，且各地要求不一，落地难度较大。与会代表建议，为推进REITs减税降费、减少搭建股债结构的交易风险、简化产品交易结构和缩短资产重组时间，免征REITs项目公司的企业所得税，或借鉴境外REITs市场的监管规定，在项目公司将90%可供分配金额进行分红时免征所得税。

二是细化税收政策。2022年初，财政部和税务总局发布《关于基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策的公告》，进一步明确了REITs相关的税收优惠政策。实操中，除正向剥离外，其他重组方式是否适用、关联方参与战略配售是否适用、若REITs发行失败重组过程中产生的所得税是否适用等关于前述税收优惠政策的适用性问题有待进一步明确。对此，与会代表建议从REITs全生命周期角度综合进行规划，细化税收优化政策适用范围和执行标准，实现“税收中性”，以推动REITs项目更好更快发展，激发REITs市场活力。

五、持续完善交易制度， 充分发挥做市商对流动性的支撑作用

与会代表普遍认为，REITs市场作为一个具备巨大潜力的新市场，继续完善交易制度、创新交易产品、提升交易流动性是推动REITs市场高质量发展的必由之路。

一是完善交易制度。目前REITs已适用质押式协议回

购，并纳入债券借贷标的券及质押券范围，但实践中运用REITs进行回购和债券借贷的机构还相对较少。此外，REITs的交易场景和创新产品仍有进一步丰富的空间。因此，与会代表建议持续创新REITs交易机制，丰富投资交易及风险管理对冲工具，如REITs指数、对冲工具和开通“沪深港通”等。同时，也可以鼓励发行REITs指数金融产品、收益凭证等，开展收益互换、期权和远期等衍生品业务创新，以满足投资者多层次、多维度需求，助力REITs发展成为更具影响力的大类核心资产。

二是优化做市商机制。流动性服务商开展业务需要有适量的基金份额，目前网下、公众发售环节认购踊跃，而流动性服务商通过该渠道能获得的基金份额较为有限。若通过战略配售方式获得份额，则有一年的锁定期，较难实现提供流动性的目标。相较于其他基金产品，REITs流动性服务商承担更高的库存管理与波动风险，盈利难度大。因此，参会代表建议：第一，采取分配战略投资份额或定向分配一部分REITs发售份额的方式，使得做市商在REITs发行初期具有合理的份额持仓量，积极发挥主动定价和提供流动性服务的作用。第二，加强对REITs做市商的正向激励，支持做市工作能够持续稳定开展。第三，探讨引入流动性服务商T+0交易机制的可能性，进一步提升REITs产品的流动性。

此外，与会代表对我国基础设施REITs未来发展进行了展望。我国基础设施存量规模巨大，随着相关配套政策和机制的逐步完善，我国基础设施REITs将持续扩容，逐渐成为国际通行的大类配置资产，REITs市场的参与主体和资产范围将进一步多元化和国际化。第一，随着REITs市场的持续发展，社保基金等长期资金有望入市，REITs指数体系逐步建立，REITs价格将归于理性，实现可持续的良性发展循环。第二，在REITs市场实现常态化发行后，前期孵化项目Pre-REITs基金、组合投资REITs-FOF基金和REITs-ETF基金等也将随之发展，REITs一二级市场投融资联动将进一步深化。第三，随着REITs常态化发行的深入推进，立法条件不断成熟，加快构建符合REITs特点的系统性制度安排，健全完善REITs规则体系，有助于我国基础设施REITs长久发展，行稳致远。

(责任编辑：杨琨、卢晓琬)