

君合专题研究报告

2023年4月28日

Pre-REITs 简析

1. 前言

自2020年正式推出基础设施公募REITs以来，截至2023年4月26日，已经发行上市27只产品。投资者对公募REITs认购踊跃，配售比例屡创新低。这反映了公募REITs供不应求。鉴于公募REITs发行的火爆局面，越来越多的投资者开始将注意力前移到REITs发行前的阶段，希望通过提前布局和介入，锁定优质的项目，获得更多的投资机会和收益。Pre-REITs因此应运而生。

2. 什么是 Pre-REITs

Pre-REITs是指在基础设施公募REITs正式设立和发行之前成立的，用于投资、收购、培育具有发行公募REITs潜力的基础设施的基金。其目的是对合适的基础设施进行运营、孵化，并通过发行公募REITs的形式实现退出。其表现形式主要是私募基金。

3. 为什么做 Pre-REITs

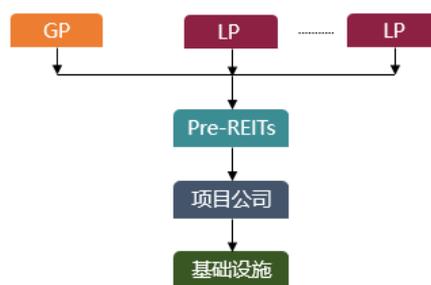
目前投资者认购公募REITs的热情高涨，配售比例的最低记录不断被突破，达到了“一REIT难求”的程度。这一方面增加了投资者认购REITs的难度，另一方面也推高了认购价格。通过Pre-REITs提前收购合适的基础设施项目可以减少竞争，降低收购难度和收购价格。通过发行公募REITs退出，还可以获得可观的收益。

我国基础设施规模庞大，但符合发行条件的基础设施项目相对少。Pre-REITs收购、运营、培育基础设施项目，对其进行改造、重组，使其满足发行条件，有助于缩短申报、审批时间，加快盘活存量资产的速度。通过Pre-REITs在REITs发行前介入

也有利于投资人提前锁定优质项目。

4. Pre-REITs 的形式和架构

Pre-REITs可以是有限责任公司，也可以是有限合伙。因其灵活性，实践中以有限合伙为主。由于契约型基金不是一个实体，只能以基金管理人的名义对外实施各种行为，因此，实践中很少以契约型基金作为Pre-REITs。Pre-REITs通常由基金管理公司担任GP（普通合伙人）或担任基金管理人，投资者担任LP（有限合伙人）。Pre-REITs成立后，可以从原股东受让项目公司的股权，以便间接持有基础设施。原股东或其关联方可以作为LP认购Pre-REITs份额，并继续运营和管理基础设施。Pre-REITs的基本架构如下：



5. 不动产私募基金或将成为 Pre-REITs 的主要形式

中国证券投资基金业协会于2023年2月20日发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（简称“《不动产私募基金试点指引》”），允许符合要求的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金，投资基础设施项目、商业经营用房和居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租

赁住房)，并放宽了基金在借款、担保、扩募及融资等方面的限制。截至 2023 年 4 月 12 日，已有 7 家私募基金管理人通过试点备案。

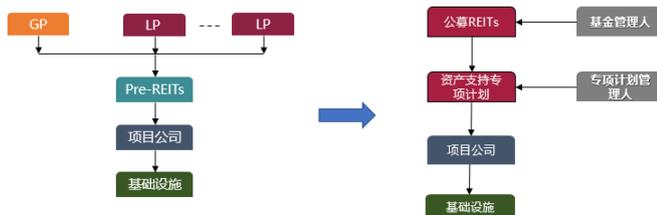
《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（中国证券监督管理委员会公告[2020]71 号）对一般私募投资基金向被投资企业提供借款、担保作出了严格限制，而《不动产私募基金试点指引》将不动产私募投资基金向被投资企业提供借款、担保的限制条件显著放宽。一般私募投资基金仅允许以股权投资为目的向被企业提供 1 年期以内借款、担保，且到期日不得晚于股权投资退出日，最低股债比不超过 4:1，而不动产私募投资基金的借款或者担保到期日放宽到基金清算完成日，其中，有自然人投资者的不动产私募投资基金最低股债比放宽到 1:2，全部为机构投资者的不动产私募投资基金的股债比没有任何限制。这有利于 Pre-REITs 搭建符合资本弱化要求的股债结构，并有利于与公募 REITs 衔接。

不动产私募投资基金扩募无需满足《私募投资基金备案须知（2019 版）》中对基金组织形式、组合投资情形下投资于单一标的的资金比例以及增加认缴出资比例等特殊限制条件¹，而是满足《不动产私募基金试点指引》的一般要求即可进行扩募。这有利于 Pre-REITs 投资、收购多个基础设施项目。

不动产私募投资基金可以基于商业合理性，将基金财产对外提供抵质押，通过申请经营性物业贷款、并购贷款等方式，扩充投资资金来源。

6. Pre-REITs 和公募 REITs 如何衔接

申请注册发行公募 REITs 时，Pre-REITs 需要将项目公司和底层资产转让给公募 REITs。其交易结构如下：



7. 注意事项

(1) Pre-REITs 作为原始权益人需要认购公

募 REITs 份额

由于 Pre-REITs 持有项目公司股权，并间接持有基础设施，因此，Pre-REITs 属于原始权益人。根据规定，原始权益人或其同一控制下的关联方须参与公募 REITs 的战略配售，即需要认购 REITs 份额，且认购比例合计不能低于 REITs 全部发售份额的 20%，其中 20% 部分持有期自上市之日起不能少于 5 年，超过 20% 的部分，持有期自上市之日起不能少于 3 年，REITs 份额持有期间不允许质押。因此，Pre-REITs 或其关联方需要出资认购 REITs 20% 以上的份额，且五年之内不能转让。这意味着 Pre-REITs 的投资者不能通过发行 REITs 一次性收回全部投资和收益。

不过，如果有多个原始权益人，合计认购的比例不低于 20%，持有期不低于五年即可。例如，有两个原始权益人，每个认购 10%，合计达到 20% 即可。但是，基础设施项目的控股股东或实际控制人，或其同一控制下的关联方原则上还需要单独满足认购不少于 20%，持有期不少于 5 年的要求。

基于上述规定，Pre-REITs 投资人在申请设立、发行公募 REITs 前需要考虑 Pre-REITs 是否作为单一原始权益人。如果不作为单一原始权益人，能否找到合适的合作方，愿意共同作为原始权益人，并参与 REITs 份额的战略配售。

(2) Pre-REITs 向公募 REITs 转让基础设施项目收回的资金使用有限定

根据规定，基础设施公募 REITs 的净回收资金（指扣除用于偿还相关债务、缴纳税费、按规则参与战略配售等资金后的回收资金）应主要用于在建项目、前期工作成熟的新项目（含新建项目、改扩建项目）；其中，不超过 30% 的净回收资金可用于盘活存量资产项目，不超过 10% 的净回收资金可用于已上市基础设施项目的小股东退出或补充原始权益人流动资金等。在符合国家政策及企业主营业务要求的条件下，回收资金可跨区域、跨行业使用。

此外，对回收资金的使用进度也有限制。公募 REITs 购入项目（含首次发行与新购入项目）完成之日起 2 年内，净回收资金使用率原则上应不低于 75%，3 年内应全部使用完毕。净回收资金使用进度明显不符预期的，申请新购入项目将可能受到限制。如回收资金使用进度不及预期，国家发改委将提醒

有关项目原始权益人；确有必要时，国家发改委将提请有关省级发展改革委约谈项目单位，了解具体情况，提出整改建议。已上市公募 REITs 的原始权益人需要在每季度结束后 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。

根据上述规定，Pre-REITs 投资人通过发行公募 REITs 收回的资金不能完全自由使用。因此，Pre-REITs 投资人应是专注或长期投资基础设施项目的投资人。

(3) 拟收购的基础设施项目须满足一定条件才能发行公募 REITs

Pre-REITs 投资、收购、培育基础设施项目的目的是通过发行公募 REITs 退出。因此，在投资、收购前，投资人应调查核实拟收购的基础设施项目未来能否符合公募 REITs 要求。根据规定，拟发行公募 REITs 的基础设施项目须满足如下条件：

1) 权属清晰

基础设施项目权属清晰、资产范围明确，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。

2) 成熟稳定

项目运营时间原则上不低于 3 年。对已能够实现长期稳定收益的项目，可适当降低运营年限要求项目现金流投资回报良好，近 3 年内总体保持盈利或经营性净现金流为正。申报发行基础设施 REITs 的特许经营权、经营收益权类项目，REITs 存续期内部收益率（IRR）原则上不低于 5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%。

3) 收益来源分散

项目收益持续稳定且来源合理分散，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。

4) 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，保障性租赁

住房项目原则上不低于 8 亿元。原始权益人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 EITs 资产规模的 2 倍。

5) 合法合规

符合税收、国有资产转让等政策规定，不存在重大瑕疵和合规性风险。不存在他项权利设定，基金成立后能够解除他项权利的除外。已通过竣工验收，工程建设质量及安全标准符合相关要求，已按规定办理审批、核准、备案、登记等手续。土地实际用途应当与其规划用途及其权证所载用途相符。如果不一致，需要律师说明实际用途的法律、法规及政策依据，基金管理人和资产支持证券管理人需要在相关文件中充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。

6) 有权机关同意转让

原始权益人、项目公司相关股东已履行内部决策程序，并协商一致同意转让。

以划拨、协议出让方式取得土地的，须取得当地政府或自然资源主管部门、原土地出让合同签署机构对项目以 100%股权转让方式发行基础设施 REITs 无异议函。

对房地产、股权、收益权等转让或处置存在限定条件或特殊规定、约定的，须取得有权机构同意 100%股权转让的无异议函。

Pre-REITs 应确保用于公募 REITs 发行的基础设施资产符合上述要求。如尚不符合，则须采取补救措施。如不能采取补救措施，则应慎重考虑是否收购。上述无异议函往往需要原股东协助和配合才能获得，因此，Pre-REITs 的投资人和管理人需要考虑如何将原股东与 Pre-REITs 进行绑定。

(4) Pre-REITs 收购基础设施项目能否适用税收优惠政策存在不确定性

2022 年 1 月 29 日，财政部、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》，对公募 REITs 设立前以及设立阶段转让基础设施资产、项目公司股权等行为涉及的企业所得税给予适用特殊性税务处理或递延缴纳所得税待遇，主要包括原始权益人向项目公司划转基础设施资产免征企业所得税，原始权益人向公

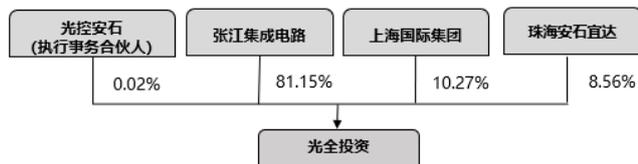
募 REITs 转让项目公司股权允许递延纳税。

Pre-REITs 收购项目公司之前，原股东往往也需要对基础设施进行必要的重组，包括向项目公司划转基础设施资产，向 Pre-REITs 转让项目公司股权等。由于 Pre-REITs 不是公募 REITs，能否适用上述税收优惠存在较大的不确定性。

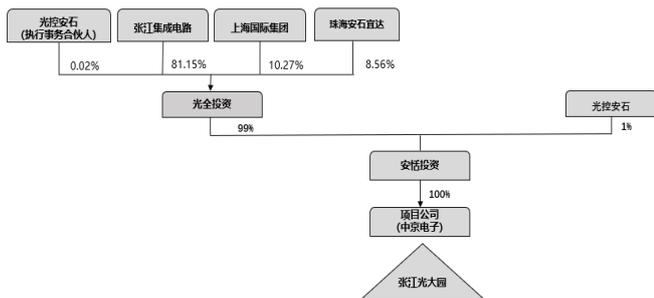
8. Pre-REITs 案例

日前，国寿投资公司旗下国寿资本公司发起设立了中国人寿领航 Pre-REITs 增值策略型基金，规模约 50 亿元，拟投资公募 REITs 准入领域的优质项目。济南高新控股集团、兴业银行与兴业证券共同成立了济高兴业基础设施投资基金，规模 15 亿元，由兴证资本担任管理人，主要投资产业园资产。

截至目前通过 Pre-REITs 介入，并通过公募 REITs 退出的典型案例是华安张江光大园项目。该项目的底层资产是位于上海市的张江光大园的房屋及其所在土地，由项目公司（上海中京电子标签集成技术有限公司，“中京电子”）于 2008 年-2014 年期间开发建设。该项目的 Pre-REITs——上海光全投资中心（有限合伙）（“光全投资”）成立于 2016 年 5 月，截至华安张江光大园公募 REITs 发行前，其组织结构如下：

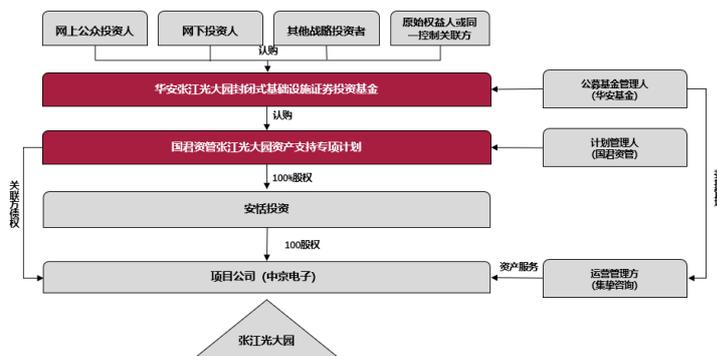


2016 年和 2017 年光全投资和光控安石（北京）投资管理有限公司（“光控安石”）先后收购了项目公司（中京电子）的股东——上海安恬投资有限公司（“安恬投资”）的股权。收购完成之后的股权结构如下：



光全投资和光控安石作为原始权益人申请

以张江光大园项目发行基础设施公募 REITs。上海张江集成电路产业园开发有限公司（“张江集成电路”）和珠海安石宜达企业管理中心（有限合伙）（“珠海安石宜达”）作为原始权益人（光全投资和光控安石）的关联方，分别认购了 10% 的份额。2021 年 6 月 17 日，华安张江光大园公募 REITs 发行上市。上市时的结构如下：



在这个案例中，光大安石作为基金管理人，与张江集成电路等设立 Pre-REITs 基金，收购张江光大园项目，并进行培育、孵化，最终通过发行公募 REITs 退出，并获得可观的收益。

9. 各地纷纷出台 Pre-REITs 支持政策

2022 年以来，各地方政府纷纷出台支持 Pre-REITs 的政策。例如，广东省和南京市规定，对刚投入运营的现金流较少但增长潜力较好的资产，可引入金融资本、产业资本和政府引导基金，组建 Pre-REITs 基金，孵化成熟后发行 REITs，实现各类资本的有序退出。

北京市东城区和通州区则分别出台了支持政策。其中，通州区规定，对注册于通州区的 Pre-REITs 机构，单只基金募集规模达到 10 亿元以上的，在基金管理企业取得超额收益的前提下，结合区域经济贡献，给予基金实缴规模的 0.5%、不超过 1000 万元的资金补助，并给予办公场所运营补助。

10. 结语

公募 REITs 市场方兴未艾，Pre-REITs 未来可期。中国基础设施存量规模巨大，即便一小部分发行公募 REITs，也是万亿级别的市场。日前国家发改委和证监会出台政策鼓励百货商场、购物中心等商业项目发行公募 REITs。相信这将进一步助推 Pre-REITs 和公募 REITs 市场的繁荣。

。

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”。

ⁱ 根据《私募投资基金备案须知（2019 版）》，对于一般私募投资基金，须同时满足以下条件，才可以扩募，但增加的认缴出资额不得超过备案时认缴出资额的 3 倍：

1. 基金的组织形式为公司型或合伙型；
2. 基金由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管；
3. 基金处在合同约定的投资期内；
4. 基金进行组合投资，投资于单一标的的资金不超过基金最终认缴出资总额的 50%；
5. 经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过。