

REITs 新规：一文看懂《国家发改委〔2023〕236 号文》

昨日（3月24日）下午，国家发改委官方公众号发布了《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（发改投资〔2023〕236号），对今年以及将来一段时间的 REITs 发行工作进行了系统性地安排和部署。

20 分钟后，作为呼应，证监会官方公众号同步发布了《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》。

两文齐发，意义非同一般。此举标志着，2020 年以来，证监会〔2020〕40 号文推动的 REITs 试点工作取得了良好的效果。2023 年起，REITs 发行将全面步入常态化。

国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知

（发改投资〔2023〕236号）

各省、自治区、直辖市及计划单列市、新疆生产建设兵团发展改革委，有关中央企业：

为贯彻落实党中央、国务院决策部署，按照《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（国办发〔2022〕19号）、《中国证监会、国家发展改革委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》（证监发〔2020〕40号）等要求，进一步提升基础设施领域不动产投资信托基金（以下简称“基础设施 REITs”）项目申报推荐的质量和效率，促进基础设施 REITs 市场平稳健康发展，现就有关工作通知如下：

【解读】

开篇明义，236 号文是以 2020 年 REITs 试点工作启动以来的成果经验为基础、以落实国办进一步盘活存量资产扩大有效投资要求为目标的重要文件。文件重点关注的问题是进一步提升 REITs 的质量和效率。

这说明与试点期间相比，申报的项目质量要求会更高，单纯对标过去已发行项目，未必能达到常态化后的要求；同时，申报速度和审批速度都会提速，REITs 工作不再是点状供给，而要形成规模化的市场供给。

截止 2023 年 2 月末，中国内地已上市 REITs 25 只，募集资金超过 800 亿元人民币。与此相对比的是，全球 REITs 市场已超过 2 万亿美金，其中美国超 1.5 万亿美金，中国香港约 2000 亿港币。因此，内地的 REITs 市场还存在巨大的提升空间，大量沉淀资金亟待盘活和再投资，建设一个平稳健康的 REITs 市场迫在眉睫。

一、认真做好项目前期培育

(一) 充分认识前期培育工作的重要性。基础设施 REITs 项目的前期培育, 包括梳理筛选资产、制定产品方案、完善合规手续、解决难点问题等工作。切实做好项目前期培育, 对于加强项目储备、保障项目合规、提升资产质量、促进稳健运营、提高推荐效率具有重要意义。各地方发展改革委要高度重视基础设施 REITs 项目前期培育工作, 帮助和指导发起人(原始权益人)、基金管理人等共同做好项目培育, 推动项目尽快具备申报条件, 并及时向我委反映共性问题 and 解决建议。

【解读】

此条强调, 应充分重视前期培育对于推动 REITs 项目申报及运营的作用, 也客观反映出自 REITs 试点以来, 上报材料的质量参差不齐、不尽如意, 缺乏系统梳理及专业培训。

和股权投资市场类比, REITs 市场也需要上市前的辅导期。

辅导的主体是各地发改委, 大概率会由发改委牵头组织或遴选专业机构和人士予以实施, 这为产业园区的轻资产服务机构带来了更多参与 REITs 发行的机会; 辅导的对象是发起人(原始权益人, 也就是我们说的原业主)和基金管理人; 辅导的内容包括了资产筛选、产品方案、完善手续、解决难点等。

(二) 确保申报材料真实客观。发起人(原始权益人)要按照《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》(发改投资〔2021〕958号)、《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)新购入项目申报推荐有关工作的通知》(发改办投资〔2022〕617号)、本通知及项目申报格式文本的要求, 认真准备项目申报材料, 真实、全面、客观反映项目情况, 不得弄虚作假、避重就轻、违规包装。要如实提供项目历史收益数据, 全面分析可能影响项目收益的各项因素, 客观预测项目未来收益水平。如发起人(原始权益人)、基金管理人等未真实、全面、客观反映项目情况, 故意瞒报漏报甚至弄虚作假的, 我委将视情节轻重, 采取提醒谈话、暂停受理等方式予以处理, 并提请有关部门依法予以惩戒。

【解读】

此条表明, 从申报材料填写和经验看, 收益水平是最基本的考核要素, 但存在弄虚作假、避重就轻、违规包装的风险。

收益水平, 主要体现在收入和成本。

收入客观和真实地反映资产的收益情况, 但存在发起人通过关联交易, 做大收入, 从而满足

REITs 发行要求的可能。对产业园区而言，同一实控人旗下的其他主体，租赁发行资产，其租赁面积和租金水平，都可以由实控人进行左口袋到右口袋的调节。

成本部分也存在较大的调整空间。比如，同一主体旗下的产业资产可能由一个团队在整体运营，但 REITs 发行资产只是所有产业资产的一部分。这时，如果将团队的运营成本过多地计入发行资产，则降低了投资人的收益率，提升了发起人未发行资产的净利润；反之，如果运营成本过少地计入发行资产，则短期来看，发行资产的收益率良好，但发行后，如果发起人逐步调整成本核算规则，回归到正常合理状态，则发行资产收益率将下降。

本条规定措辞严厉，处罚手段也层次分明，路径清晰，从提醒谈话、暂停受理到依法惩戒，可以看出，发改委已经发现了试点期间的诸多问题，下大决心封堵漏洞。

（三）组织做好部门协调。各地方发展改革委要与中国证监会当地派出机构、沪深证券交易所，以及本地区行业管理、自然资源、生态环境、住房城乡建设等部门加强沟通配合，共同协调解决项目前期培育阶段遇到的重点难点问题，尽可能缩短项目培育周期。要按照国办发〔2022〕19 号文件的要求，在依法合规的前提下，积极落实项目盘活条件，重点围绕投资管理手续完善、产权证书办理、土地使用合规、资产转让条件确认等，协调有关方面对项目发行基础设施 REITs 予以支持。

【解读】

此条就推动 REITs 市场发展做出了方向性的阐述，即面对问题，在依法合规的前提下，各审批部门应该尽量去帮助发起人解决问题。

李强总理新一届政府在加强自身建设方面所提出的具体要求，强调各级政府部门和公务人员要有服务意识、发展意识，不能“光踩刹车、不踩油门”；不能“尽设路障、不设路标”；凡事要多作“应不应该办”的价值判断，不能简单地只作“可不可以办”的技术判断。

从试点期间的申报项目来看，从项目启动到项目提交 REITs 申请，往往长达数年时间，甚至超过十几年。期间，产业政策、土地政策都发生了较大的变化。很多项目在过去取得建设运营权时，可能会有一些模糊地带未能界定清楚。此次发改委明确要求，只要不违法违规，应当协调解决问题。

至于如何在依法合规的前提下去协调解决，第（六）条有更为详细的说明。

二、合理把握项目发行条件

（四）支持消费基础设施建设。贯彻党中央、国务院关于把恢复和扩大消费摆在优先位置的决策部署，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础

设施 REITs。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。项目用地性质应符合土地管理相关规定。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。发起人（原始权益人）应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，更好满足居民消费需求。严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资。

【解读】

此条明确将消费基础设施纳入到 REITs 范围之内。

但由于商业地产和房地产的捆绑性极强，不少商住用地是同时捆绑取得，不少商业用房也是住宅用房的底商，因此文件特别强调优先支持百货商场、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，严格禁止发起人从事房地产业务，更不能将回收资金挪用于房地产开发。

值得注意的是，文件只规定了发起人是开展业务的独立法人主体，但未明确其实控人是否禁止经营房地产业务。这为涉房企业的商业资产 REITs 留下了一定的可能性。

（五）合理把握项目收益与规模。根据不同类型基础设施 REITs 项目的具体情况，合理把握项目收益水平。申报发行基础设施 REITs 的特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内内部收益率（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%。可通过剥离低效资产、拓宽收入来源、降低运营成本、提升管理效率等多种方式，努力提高项目收益水平，达到项目发行要求。首次发行基础设施 REITs 的保障型租赁住房项目，当期目标不动产评估净值原则上不低于 8 亿元。

【解读】

产业园区大都属于经营收益权项目。

对于此类项目，内部收益率（IRR）从过往大约 4%明确提高到 5%。这看似微不足道的 1 个百分点，在实操中其实难度很大。要知道，第一批发行 REITs 的张江高科、中关村、招商蛇口、苏州高新都是顶级的产业运营商，且资产分布在上海、北京、深圳、苏州等一线产业城市，其发行时的 IRR 也不过 4%左右。

提高收益率，只有两种办法：一是增加收益，要么提高租金水平，要么降低空置率，但对于一个运营成熟的物业来说，相对都较难；二是降低物业估值，这就需要发起人综合考虑是否降价发行了。

同时，文件还细心地给出了一些具体达成的方式方法，如拓宽收入来源、降低运营成本、提升管理效率等，此要求背后暗指 REITs 等资产上市以后，不能仅将上市作为项目发行的终点，而是更加强调发行上市后的资产运营、物业服务、产业发展等，即对此类轻资产的持续运营能力提出了更高的期望和要求。

（六）严把投资管理合规性。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。项目投资建设时无需办理但按现行规定应当办理的有关手续，应按当时规定把握，并说明有关情况；项目投资建设时应当办理但现行规定已经取消或与其他手续合并的有关手续，如有缺失，应由相关负责部门说明情况或出具处理意见；按照项目投资建设时和现行规定均需办理的有关手续，如有缺失，原则上应由相关负责部门依法补办，确实无法补办的应由相关负责部门出具处理意见。如项目曾进行改变功能用途的重大改扩建，应主要依据改扩建时的相关手续办理情况判断其投资管理合规性。

【解读】

此条是对第（三）条的执行细节补充，明确指出，对合规性的判断，应当依照投资建设时的法律法规和政策进行判断，不能用当下的合规性追溯过往。这是“法不及过往”原则在 REITs 市场的合理运用。

这条规定，向地方政府的有关审批部门即提出了明确的协调要求，又给出了免责的尚方宝剑。过去没有要求的，现在也不应该要求；过去要求的，现在不要求了，也就可以放行；过去要求的，在发展过程中，若经过有关手续（或依据相关手续变更办理情况，这句话很艺术）进行了变更，则视为可以变更。

相信有了这宝贵的第（六）条，大量悬而未决、进退两难的项目能够得到实际的推进。

三、切实提高申报推荐效率

（七）规范项目申报受理流程。项目前期培育阶段结束、基本符合申报条件后，发起人（原始权益人）应按发改投资〔2021〕958号文、发改办投资〔2022〕617号文等要求，向有关省级发展改革委报送项目申报材料。省级发展改革委应及时对项目申报材料进行初步审核，对基本符合条件的项目应于5个工作日内正式受理；对明显不符合发行条件或材料不完整、不齐全的不予受理，并于5个工作日内作出回复。

项目受理后，我委、省级发展改革委将明确专人对接，优化工作流程，加快工作进度，共同开展项目判断。省级发展改革委应及时将符合条件的项目申报文件和相关材料报送我委。为提高工作效率，如涉及省级其他部门的有关事项已由该部门（包括其下级部门）出具无异议函或书面支持意见，省级发展改革委向我委报送项目申报文件时不宜再重复会签。

【解读】

此条再次明确省发改委是向国家发改委报送 REITs 项目的主体单位，承担辖区内项目申报的初审职能。同时，为了提高效率，对省发改委的审核时间严格界定在 5 个工作日之内，不管项目行不行，都必须回复，避免出现悬而不决的拖延现象。

此外，对于省级其他部门也进行了放权，省级其他部分依照职权已经审核通过的事项，省发改委无需再审，重复会签。

(八) 完善中央企业申报流程。中央企业可将项目申报材料和项目所在地省级发展改革委意见直接报送我委，也可通过省级发展改革委报送。直接报送的，我委及时对申报材料进行初步审核，对基本符合条件的项目于 5 个工作日内正式受理；对明显不符合发行条件或材料不完整、不齐全的不予受理，并于 5 个工作日内作出回复。

【解读】

此条是第(七)条的例外情形，给央企开了直通国家发改委的绿色通道。当然，报送的前提，还是必须得到省发改委的意见，并不是完全绕过省发改委进行申报，只是在时效性上，可以自主掌握申报时间，不必等待省发改委按批次的统一申报。

(九) 及时开展咨询评估。对省级发展改革委正式报送和我委直接受理的项目，我委将按照《国家发展改革委关于修订印发〈国家发展改革委投资咨询评估管理办法〉的通知》(发改投资规〔2022〕632号)的规定，及时选取咨询评估机构，办理咨询评估委托书，由咨询评估机构对项目是否符合推荐条件进行综合评估。项目评估时间一般不超过 30 个工作日；咨询评估机构因特殊情况确实难以在规定时限内完成的，征得投资司书面同意后，可以适当延长完成时限。咨询评估机构应在规定时限内提交评估报告。

【解读】

此条规定了国家发改委评估项目的执行办法和执行时限。

从执行办法来看，国家发改委将选择咨询评估机构进行综合评估。从全世界范围来看，REITs 的市场已经超过了 2 万亿美金，而内地刚刚处于起步阶段，从事咨询评估工作的机构不论是数量还是质量，都有极大的提升空间，哪些机构能够参与此项工作，对于产业空间而言，是否需要专业的产业运营服务商就项目的产业运营质量、发展潜力等进行综合评估，都还有待进一步明确，不过市场空间极大，充满了机会。

从执行时限来看，要求在 30 个工作日内完成，和试点期相比，是极大的加速，表明国家发改委已经对评估要点、评估标准、评估流程等胸有成竹。

(十) 加快做好项目推荐。自项目正式受理之日起 3 个月内，应完成省级发展改革委报送、委托咨询评估、有关业务司局会签、向中国证监会推荐项目的相关工作。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。

【解读】

此条强调，正式受理后整体时间的要求，应加快完成各环节，推动更多 REITs 项目发行上市。

四、充分发挥专家和专业机构作用

(十一) 发挥专家前期辅导作用。项目前期培育阶段，我委将适时组织相关行业专家对项目进行辅导，就投资管理手续合规性、项目收益稳定性等方面研提意见。项目申报材料准备过程中，我委将根据需要组织行业专家提出修改完善意见。针对个别对项目有重大影响的关键问题，发起人（原始权益人）可聘请权威的独立第三方机构出具专业意见。我委将根据工作需要，必要时组织专业力量，对有关项目进行现场核查。

【解读】

此条是对第（一）条的细化。在 REITs 项目做申报之前，应提前组织行业专家做辅导，类似证监会审批项目进行辅导的形式，而且未来发行可能也会采用辅导期的方式，主要在于两个方向：一是合规性辅导，二是提高资产收益。

收益性辅导主要对产业运营等提出了专业要求，这也为轻资产运营机构留出了更多的市场机会和发展空间，这要求企业申报时不仅要关注上市发行的合规性，不能仅关注已有的条件和过往的成绩，更多要为提高后续运营能力做准备。

对于产业园区而言，过往一般是券商牵头，协同律师事务所、会计师事务所为 REITs 项目发行上市作合规性等辅导，但由于其不熟悉产业运营，未来可能会变成“券商团队+产业运营团队”对 REITs 发行上市进行综合辅导。所以未来产业方面、轻资产运营方面的行业专家将变得越发重要，在强调辅导的同时，更加强调第三方机构的专业意见与审查，也给专业运营机构留出了更多的机会和更大的市场空间。

(十二) 确保咨询评估客观公正。咨询评估机构应独立、客观、公正地开展咨询评估工作，认真梳理项目问题、提出意见建议，确保评估时效和质量。咨询评估机构和有关评估人员应严格遵守廉洁纪律和保密纪律，未经我委同意，不得与发起人（原始权益人）、基金管理人、资产支持证券管理人以及相关中介机构私自联系，不得泄露咨询评估情况。咨询评估机构及其直属单位、控股或参股企业，以及所有评估人员，不得与发起人（原始权益人）、基金管理人、资产支持证券管理人等单位存在利益关联关系或直接商业竞争关系，不得参与被评估项目发行基础设施 REITs 的前期准备工作。

【解读】

第（九）条的咨询评估机构是 REITs 发行的裁判员，第（十一）条的前期辅导机构和实际参与 REITs 发行的中介机构是运动员。此条明确要求，参与方不能即当运动员又当裁判员。

（十三）督促中介机构履职尽责。为基础设施 REITs 项目提供服务的财务顾问、法律顾问、审计机构、评估机构、税务咨询顾问等中介机构，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。上述机构应切实发挥业务专长，依法依规履行职责，保证出具的相关材料科学、合规、真实、全面、准确。

【解读】

此条表明了中介机构的相应职责。并明确规定了财务、法务、审计、评估等中介机构自身的合规性。

五、用好回收资金促进有效投资

（十四）严格把握回收资金用途。基础设施 REITs 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发起人（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；除国家有特殊规定外，任何地方或部门不得设置限制条件，影响企业按照市场化原则依法合规使用回收资金。

【解读】

此条对回收资金的用途进行了非常清晰的限制。

首先，回收资金主要用于继续建设新项目，为全社会增加基础设施，将回收资金主要用于解决发起人现金流问题，有违国家推行 REITs 市场的初衷。但同时，也给解决问题项目，盘活不良资产留出了一定的空间，不超过 30%的回收资金可用于该用途。

其次，回收资金基本不能直接套现，不超过 10%左右的净回收资金可以用于小股东退出，此等退出实际就是 REITs 发行后马上套现走人，对 Pre-REITs 参与方来说不太友好，但对于早期参与项目的小股东来说，是快速退出的通道。此举有助于 REITs 市场形成天使投资（拿地）、

VC 投资（建设）和 Pre-REITs 投资的全产业链。

同时，回收资金也不能被发起人挪用，不能超过比例对发起人作流动资金补充，实际就是专款专用。

最后，回收资金可以用于跨行业、跨区域使用。这就为规模化、多元化经营打开了空间。尤其是有利于利用回收资金，快速新购入项目，提高了跨行业、跨地区选择标的的能力。

（十五）督促回收资金尽快使用。加快基础设施 REITs 净回收资金的投资进度，尽快形成投资良性循环，更好支持实体经济发展。基础设施 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，应审慎考虑新购入项目安排。如回收资金实际投入项目与申报时拟投入项目不一致的，应按要求向有关省级发展改革委备案并说明情况。

【解读】

此条表明，回收资金应尽快投入到进一步发展之中，形成良性循环，滚动发展，推动实体经济进一步发展。2 年内必须有 75% 的资金要用出去，3 年内必须要全部使用完毕。

对于产业园区来说，3 年内要使用完资金，这就意味着资金用途必须在发行时就已经落地，新建土地已经纳入囊中，否则发行后再考虑土地拓展，压力较大。

（十六）建立回收资金使用直报制度。为确保回收资金尽快用于项目投资、有效支持实体经济发展，已上市基础设施 REITs 项目发起人（原始权益人）应于每季度结束后 5 个工作日内向我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。如回收资金使用进度不及预期，我委将及时提醒有关项目发起人（原始权益人）；确有必要时，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。

【解读】

此条表明，REITs 发起方应每季度向国家发改委汇报回收资金使用情况，并报送省发改委知晓，及从政府部门的角度督促企业将回收资金投入市场之中。

六、切实加强运营管理

（十七）充分认识运营管理的重要性。加强基础设施 REITs 项目运营管理，有利于向社会更好提供公共产品，保障公共利益；有利于提升项目运营质量和收益能力，保障投资者利益；有利于实现项目公共属性和经济属性的有机统一，保障基础设施 REITs 市场的平稳健康发展。

不仅仅是上市，而是更多的提升质量和收益，给后面轻资产能力的提升更多的机会。既要实现社会价值，也要有经济价值。

（十八）注重项目运营可持续性。运营管理机构应结合项目情况，依法依规创新运营模式，科学合理制定运营计划，做好底层资产更新维护，保障项目运营和收益的可持续性。要积极采用新技术、新工艺、新材料，提升运营质量，降低运营成本，保障项目盈利能力。要努力创新商业模式，挖掘项目商业价值，拓宽项目收益来源，提升 REITs 产品的市场价值。

（十九）加强资产运营管理指导。基金管理人每年向基金投资人公开年度运营情况时，应将有关情况抄送我委和有关省级发展改革委；如发生影响资产价值和项目收益的重大突发性事件，应在履行相关信息披露程序后及时抄送。有关省级发展改革委要对遇有较大问题的项目加强帮助指导，提出意见建议。基础设施 REITs 新购入项目应同已发行项目的实际运营表现挂钩，运营表现严重不符预期、引发较大负面舆情或出现重大生产经营安全事故的，应暂停新购入项目安排。

【解读】

上述三条对 REITs 资产的运营提出了较高要求，杜绝发行就是终点、出道即巅峰的现象发生。

从产业园区资产来看，全国存量资产市场巨大，以 REITs 发行为指挥棒，倒逼园区进一步提升自己的管理水平和盈利能力，才能从根本上解决资产盘活问题。否则，为发行而发行，未上市而上市，就可能出现资产套现退出、将沉淀资金转嫁到投资人身上继续沉淀的结局。

本通知自印发之日起生效。此前有关文件与本通知不一致的，以本通知为准。

特此通知。

国家发展改革委

2023 年 3 月 1 日