



关于中国证券投资基金业协会（AMAC）向亚太 房地产协会（APREA） 提出的 REITs 相关问题答 复报告（2020 年 9 月）

2020 年 9 月

1. 国际成熟市场中，大部分 REITs 管理人为 REITs 发起人的子公司，他们是如何避免产生内部交易或者信息操纵的发生，例如 REITs 管理人提前知道该 REITs 的不利信息，鉴于 REITs 发起人通常持有该 REITs 比较大部分的份额，如果提前得知相关不利信息，发起人可以在信息向大众公开之前提前兜售 REITs 份额。此部分在国际成熟 REITs 市场上是如何处理和监管的？

答：首先，基于很多 REITs 市场的制度和架构的相似性，内部交易的风险在国际各个 REITs 市场都是存在的；与此同时，在很多的上市公司中也同样存在类似的风险。当涉及公司治理，特别是内部交易时，每一个国家和地区都有各自处理内部交易的法规和监管条例。

公募 REITs 与其他的上市公司在实质上是非常相似的，只不过 REITs 存在一些特殊的要求，比如其应主要投资于可以产生稳定现金流的不动产项目，以及其至少应将收入的 90% 作为分红分配给投资者等。此外，REITs 还存在一些相较于上市公司更严格的要求，使 REITs 的投资风险比一般的上市公司更低。涉及公募 REITs 公司治理的部分，可以参考上市公司相应的监管条例及规范。

正如其他上市公司与其发起人是两个独立实体一样，REITs 与其发起人也是两个独立的实体。虽然 REITs 的发展（如潜在收购项目的供给、管理人员的配置等）可能需要依赖于原始权益人，但仍需意识到 REITs 是独立于发起人存在的。

所以，如果 REITs 碰到一些不利情况，像问题中所阐述，以中国香港 REITs 为例，这些会被认为是内部信息，REITs 管理人的主要的原则和义务之一，是要将这些信息妥当披露，即同时披露给所有的投资者，而不能只选择给原始权益人或某个大股东单独透露此信息。

在一些情况下，REITs 管理人不能马上发布这些新信息，就需要对信息进行保密处理。但因为管理人和发起人之间可能会存在一些共同的董事等高管，客观来讲，发生信息泄露的可能性是存在的。对此，律师等专业服务方需要帮助 REITs 管理人规划出相关的措施，而 REITs 则应进一步落实该等措施，以防止信息泄露的发生。

举例说明，在中国香港地区，香港证监会接受的 REITs 管理人的一些措施包括但不限于：（1）将管理人的办公室设立于安全的地址；（2）设立独立的 IT 系统等信息技术防火墙；（3）落实通讯政策及汇报线（比如，仅将信息汇报限制在“需要知道”的范围内）；（4）设立特殊性情况下的禁售期制度（比如在发布财务数据前）（针对于董事）；以及（5）在交易前需要获得指定合规官的批准（针对于董事）等。香港证监会也有自己的日常监管流程来监视内幕交易。

此外，在国际成熟 REITs 市场，受托人（Trustee）的角色在自律监管方面也起到了好的作用，对 REITs 内部交易等不利于公众投资者的行为进行监督。

如果出现异常交易，相关监管机构将对此进行调查并采取行动。

就中国香港地区而言，证监会就内部交易设立了严苛的责任，内部交易被视为犯罪行为，需要承担刑事责任。如果发起人等仍要以身试法进行内部交易，他们需要对自己的违法行为负责；同样的，对于 REITs 管理人，如果他们故意泄露内部信息造成内部交易的发生，也需要承担相应的法律责任。这种严格的处罚对内部交易行为起到震慑的作用，也有助于减少内部交易行为的发生。

国内对内部交易也有类似的相关规定。鉴于目前国内法律法规、市场环境等国情与新加坡、中国香港地区并不完全一致，如果照本宣科将国际的监管条例和制度搬到国内来，可能也会“水土不服”而起不到预想中的效果。但是，国内可以参考国际的法律法规，结合中国的国情及 A 股上市公司的相关监管措施，形成符合国内情况的监管条例。这需要监管和行业的共同努力，不断改善法律以及金融监管环境。

在监管条例之外，为防患于未然，还应关注和重视对培训和教育。比如 REITs 管理公司的董事也需要定期参加培训，了解他们的义务、责任是什么，哪些行为是违反规定的行为等。

基于此，对于国内 REITs 内部交易的相关问题，我们建议短期内最好的参考，是参照国内对上市公司就内部交易的法律法规来进行监管。从中长期来看，可以参考国际成熟 REITs 市场的规定，更为明确 REITs 各参与方义务及责任，加强监管，加大处罚力度等，不断改进国内法律和金融监管的环境，以更好地防止内部交易行为的发生。

2. 国际成熟市场中，ABS 和 REITs 之间有什么区别？此两者关系与国内产品之间又有什么区别？

答：首先，国际上 ABS 与 REITs 的区别与国内 ABS 与 REITs 的区别相似。

ABS 是一种资产支持证券，有固定的存续期限，其对底层资产并不进行主动管理（包括通常不会进行资产收购或资产处置等），且就 ABS 投资者的收益而言，其更类似于债性投资产品，投资者（尤其是外部投资者）从中获得类似于利息的固定收入。ABS 的底层资产不限于房地产，也可能是应收账款、融资租赁等产生的债权及收费权等。

REITs 则多以基金或信托的形式存在，REITs 可以进行资产收购和资产处置，它通常没有特别规定的存续期限。REITs 主动、积极地对其底层资产及投资组合进行管理，包括制定有效的投资策略、资产升值策略、资本运作策略（包括需要借多少钱、发行多少新的股票等）等方面。

从 REITs 的收益来看，虽然 REITs 规定需要将大部分的收入作为分红分配给投资者，但它不是固定收益的产品。而且，影响 REITs 收益的并不仅仅是底层资产的表现，同时也受 REITs 管理人是否对 REITs 进行了有效管理的影响，包括管理人是否进行了高水平的资产并购和处置，是否执行了好的资产增值计划或者培育租户、保留租户方案，以及是否实施了重新融资策略、对冲策略等，使 REITs 的收益得以相应增加。根据现有的国

际实践，公募 REITs 的运营类似于上市公司，需要对其投资进行好的规划和安排，其在监管方面也与上市公司较为相似。而 ABS 更类似于债性产品，属于不同的监管框架。

此外，ABS 与 REITs 的另一个主要差别是 ABS 主要面对专业投资者，并不是公开发行的产品，而 REITs 将面对社会公众进行公开发售。

综上所述，ABS 产品和 REITs 产品在：（1）底层资产类型；（2）产品性质；（3）收益；（4）存续期限；（5）是否公开发行；及（6）影响收益的因素等方面均存在实质性差别。

我们理解，目前国内监管机构可能对于 REITs 与 ABS 的实质性区别还不是特别明确，所以在对国内公募 REITs 的有些监管方面仍然延续了 ABS 的监管标准。对 REITs 而言，其更需看重底层资产的质量以及 REITs 管理人的能力，从长期来看，这也是国内监管层需要考虑的方面。

国内当前对 REITs 监管中还有一个方面会严重限制 REITs 之后的发展，即对 REITs 借款的诸多限制，这将对 REITs 未来进行新的资产并购造成阻碍。若 REITs 不能很好地进行新的资产并购，这会造成 REITs 基本只管理其在上市之时的初始资产，限制 REITs 不能很好地进行主动的投资和资产管理，从而导致 REITs 与 ABS 变得相似，也使得其优势不再突出。在 REITs 进行资产并购的过程中，通过聘请专业第三方评估交易、充分披露以及份额持有人大会投票表决等机制，可以确保交易的定价合理、符合投资者利益。同时，这也进一步促进了新的投资需求的产生。

对于国内 REITs 的发展，专业的 REITs 管理人是非常重要的，他们需要懂得如何运作 REITs、管理底层资产等各方面。但如何提高专业管理人水平、如何通过完善监管层面的要求确保专业管理人的尽责服务，这是一个长期过程，需要在实践中逐步完善。

3. 国际成熟市场中，是如何对 REITs 资产进行估值的？如有详细资料，请分享。

答：通过总结国际 REITs 市场及以往国内不动产资产证券化产品实操经验，资产合理估值是防范 REITs 市场风险的重要手段，其估值结果对投资人的投资决策、管理人的经营决策有非常重要的影响，资产估值应贯穿于 REITs 产品运营的始末：在产品发行阶段为产品定价提供参考，满足交易所对资产情况的披露要求；在产品存续环节，每年需至少评估一次，定期披露资产信息；在产品退出、市场形势发生重大变化或其他必要之时，也需对物业处置价值或市值进行评估。

我们以中国香港地区和新加坡为参考。

首先，针对不动产尽职调查工作内容，中国香港相关准则就要求评估机构及其他专业机构从市场调研、不动产估值、物业工程三个角度对资产进行详细的尽职调查工作。新加坡《集体投资计划守则》中虽未对尽职调查工作内容作出要求，但在产品实际操作中一般也包含以上三个方面。其中，市场调研及工程尽职调查可对不动产价值评估提供支撑

依据：市场调研报告作为投资人了解基础资产市场行情和展示资产市场竞争力的重要参考依据，发行文件往往会将其作为单独文件完整披露且包含众多对资产估值水平形成支持的市场数据；工程尽职调查报告往往由具有建筑学、建筑结构、建筑设备、物业管理等方面资格或者相应胜任能力的专业人员从性能状况、完损状况、新旧程度等角度对基础资产进行评价，进而对资产建筑物部分未来运营及修理费用进行合理分析与预测。

其次，在不动产评估方法选取方面，新加坡、中国香港 REITs 准则在适用的估值规范及基本原则层面做出规定。通过梳理已发行 REITs 的招股书不难发现，新加坡、中国香港 REITs 在发行环节均完全采用收益法项下的报酬资本化法(DCF)与直接资本化法，部分产品同时采集同类资产的大宗交易市场价格作为辅助验证。

新加坡、中国香港部分 REITs 发行环节不动产评估方法

所在市场	产品名称	收益法		市场比较法	成本法
		报酬资本化法(DCF)	直接资本化法		
中国香港	招商局商业房托	√	√	仅作验证	-
	越秀房地产投资信托	√	√	-	-
新加坡	中国运通网城房托	√	√	-	-
	丰树物流信托	√	√	-	-
	易商红木信托	√	√	-	-
	凯诗物流信托	√	√	-	-
	星狮物流工业信托	√	√	-	-

第三，新加坡、中国香港 REITs 准则内容非常重视对资产相关信息的披露，并对评估报告及发行材料内容作出了细致规定，充分的信息披露原则为两地 REITs 市场健康发展打下重要基础。以新加坡为例，根据新加坡测量师与评估师协会于 2018 年 6 月发布的《SISV PRACTICE GUIDE FOR VALUATION REPORTING for REITs, Listed Companies and Initial Public Offerings (IPOs) including inclusion in Prospectus and Circulars》准则要求，估价师需要为 REITs 发行准备估值概要与估值证书、完整评估报告、尽职调查资料要求清单共三份文件。

他山之石，可以攻玉，境外 REITs 市场实操环节中对尽职调查内容、评估方法、信息披露等方面的要求值得国内基础设施公募 REITs 借鉴：

1. 在产品发行环节，对 REITs 基础资产进行市场调研、不动产估值、物业工程三个方面的尽职调查工作，并分别出具报告；
2. 基础设施公募 REITs 资产估值宜选择收益法作为主要的评估方法。收益法可更为客观反映收益型资产市场价值，且投资人更易通过检查其所披露之估价参数验证资产估值的合理性。

3. 健全的信息披露制度可促使市场规范化运行，推动基础设施 REITs 行业积极健康发展。国内 REITs 市场应加大对基础资产信息的披露力度，并对评估报告内容进行详细要求。

对于不同类别的资产，其估值的细节会根据各资产类别的特性有所区别。这里附件了印度收费公路 REITs: India IRB InvIT 的估值报告供参考（英文）。

估值的公司的独立性以及合格性也是需要特别重视的方面。

此外，基于当前国内的情况，目前对于资产评估方面，大多还停留在间接融资的评估体系，是针对银行贷款所用的评估体系，所以在评估的时候普遍把资产价值评估高估很多，平均约高估了 40%，而银行在给企业贷款的时候通常会对评估值进行打折，打折约 40%。这里估值高估的部分是在推测银行会打多少折扣以确定。如果将这种方式延续到直接融资的 REITs 资产评估中来，就会造成很大的问题，特别是针对国有资产，如果在此资产上进行打折，就会定义为国有资产流失，而实际上是由于资产高估所造成的。所以对于此方面，需要建立一个新的评估体系，不要通过资产的高估和打折来实现资产真实性的评估。

最后，对于 REITs 的估值还有一个需要特别注意的区别，就是 REITs 底层资产的估值和 REITs 股价的估值是不一样的概念。

对底层资产的估值是根据账面价值（book value）进行评估，而 REITs 股价则受市场需求和供给影响，取决于市场对 REITs 是否有好的预期；如果市场看好，则 REITs 股价为溢价，如果市场不看好，则为折价。同时，REITs 的折溢价程度也受 REITs 管理水平、杠杆率、流动性、规模等因素影响。REITs 的管理水平越高，其过往表现越好，投资者越愿意为 REITs 支付相对于资产净值的溢价。杠杆率的差异可能导致产生不同的代理成本，在熊市和牛市中，投资者对杠杆率的偏好不同，使各 REITs 的折溢价也会存在差异。流动性越高的 REITs，投资者往往更愿意为 REITs 投资支付额外的溢价。REITs 的规模同样会影响折溢价的水平，规模大的 REITs 往往有较好的流动性，有规模化和融资方面的优势，但由于底层资产的构成更复杂，投资者难以对其进行评估。

监管机构和行业对此需要有更多的教育活动让人们更熟悉权益型 REITs 与类 REITs 的区别，应用股性产品的思维才能更好地理解公募 REITs。

4. 国际成熟市场中，REITs 管理人是如何进行收费的？收费标准是什么？如有详细资料，请分享。

答：国际 REITs 市场中，REITs 管理人的收费通常包括两个方面，一个是固定收费，另一个是业绩（浮动）收费。

不同的 REITs 其管理费的收取也是不一样的，以新加坡为例：

固定收费包括：

- 以现存总资产价值的一定比例（大部分为现存资产价值的 0.25%-0.5%）进行收费；
或
- 以可分配收入的一定比例（通常是可分配收入的 10%）进行收费。

业绩（浮动）收费通常包括：

- 净资产收入（Net Property Income，大部分为 3%-5% 的区间），占约 57%；
- 每单位分红增长（Difference of Dividend per Unit，通常为 DPU 增长的 25%），占约 29%；
- 可分配收入（Distributable Income，通常为 DI 的 4.5%-5.5%），占约 7%；
- 现存资产价值（如果 DPU 增长大于 2.5%，则以现存资产价值的 0.1% 进行收取；如果 DPU 增长大于 5%，则以现存资产价值的 0.2% 进行收取），此方法占约 5%；
- 以及其他方式，占约 2%。

每支 REITs 会根据其自身的情况以及发展策略去制定不同的管理费模式，在固定收费和业绩（浮动）收费方面进行组合。

新加坡 REITs 管理人收费情况（2018-2019 年）汇总：以不同的固定收费结构分为以下两个表格。

表格一：以现存总资产价值百分比为固定收费结构的新加坡 REITs

固定收费结构（现存资产价值的百分比法）	固定收费百分比	业绩（浮动）收费（方法及百分比）
AIMS AMP CAPITAL INDUSTRIAL	0.5%	现存资产价值百分比法： 如果 REITs 单位分红增长大于 2.5%，则收取现存资产价值的 0.1%； 如果 REITs 单位分红增长大于 5%，则收取现存资产价值的 0.2%。
ASCENDAS REIT（星桥腾飞 REIT）	0.5%	现存资产价值百分比法： 如果 REITs 单位分红增长大于 2.5%，则收取现存资产价值的 0.1%； 如果 REITs 单位分红增长大于 5%，则收取现存资产价值的 0.2%。
ASCENDAS INDIA TRUST（星桥腾飞印度信托）	0.5%	净资产收入（NPI）百分比法：4.0%
CACHE LOGISTICS TRUST（凯诗物流信托）	0.5%	净资产收入（NPI）百分比法：1.5%
ESR REIT（易商红木 REIT）	0.5%	每单位分红增长（DPU）百分比法：25%
FRASERS COMMERCIAL TRUST（星狮商业信托）	0.5%	净资产收入（NPI）百分比法：3.5%

KEPPEL DC REIT (吉宝数据中心 REIT) ***	0.5%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 3.5%
KEPPEL REIT (吉宝 REIT)	0.5%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 3.0%
MAPLETREE LOGISTICS TRUST (丰树物流信托)	0.5%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 3.6%
MAPLETREE INDUSTRIAL TRUST (丰树产业信托)	0.5%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 3.6%
SABANA SHARIAH COMP IND REIT	0.5%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 0.5%
STARHILL GLOBAL REIT (升禧环球信托)	0.5%	-
FRASERS LOGISTICS & INDUSTRI (新狮物流工业信托) ***	0.4%	可分配收入 (Distributable Income) 百分比法: 5.0%
FIRST REIT (先锋医疗产业信托)	0.4%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 5.0%
RHT HEALTH TRUST (印度联通保健信托)	0.4%	可分配收入 (Distributable Income) 百分比法: 4.5%
ASCENDAS HOSPITALITY TRUST (星桥腾飞酒店业信托)	0.3%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.0%
ASCOTT RESIDENCE TRUST (雅诗阁公寓信托)	0.3%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.0%
FAR EAST HOSPITALITY TRUST (远东酒店信托)	0.3%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.0%
FORTUNE REIT (置富产业信托)	0.3%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 3.0%
FRASERS HOSPITALITY TRUST (星狮酒店信托) ***	0.3%	可分配收入 (Distributable Income) 百分比法: 5.5%
FRASERS CENTREPOINT TRUST	0.3%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 5.0%
OUE HOSPITALITY TRUST (华联酒店信托)	0.3%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.0%
OUE COMMERCIAL REAL ESTATE (华联商业信托) ***	0.3%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%
PARKWAYLIFE REIT (百汇生命房地产投资信托)	0.3%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.5%
SUNTEC REIT (新达 REIT)	0.3%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.5%
CAPITALAND MALL TRUST (凯德商用 REIT)	0.25%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.25%
CAPITALAND RETAIL CHINA TRUS (凯德中国零售 REIT)	0.25%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.0%
CDL HOSPITALITY TRUSTS (城市发展酒店信托)	0.25%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 5.0%
DASIN RETAIL TRUST (大信商业信托) ***	0.25%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%

LIPPO MALLS INDONESIA RETAIL (力宝商场信托)	0.25%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.0%
MAPLETREE COMMERCIAL TRUST (丰树商业信托)	0.25%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 4.0%
SPH REIT (新加坡报业控股房地产投资信托)	0.25%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 5.0%
CROMWELL EUROPEAN REIT (克伦威尔欧洲信托) ***	0.23%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%
CAPITALAND COMMERCIAL TRUST (凯德商业信托)	0.10%	净资产收入 (NPI) 百分比法: 5.25%

注: 标注***为 2013 年以后上市的新加坡 REITs

表格二: 以每年可支配收入百分比作为固定收费结构的新加坡 REITs

固定收费结构 (每年可支配收入百分比法)	固定收费百分比	业绩 (浮动) 收费 (方法及百分比)
Mapletree North Asia Commercial Trust (丰树北亚商业信托) ***	10%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%
Soilbuild Business Space REIT***	10%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%
IREIT Global Group***	10%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%
BHG Retail REIT (北京华联零售 REIT) ***	10%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%
Manulife US REIT (宏利房地产投资信托) ***	10%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%
EC World REIT (运通网城 REIT) ***	10%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%
Keppel KBS US REIT (吉宝太恒美国房地产信托) ***	10%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%
Sasseur REIT (砂之船奥特莱斯 REIT) ***	10%	每单位分红增长 (DPU) 百分比法: 25%

注: 标注***为 2013 年以后上市的新加坡 REITs

此外, 亚太其他国家和地区外部 REITs 管理人收费情况如下。

澳大利亚前 15 支 REITs 中只有两支为外部管理模式, 其收费情况如下:

	固定收费百分比	业绩 (浮动) 收费百分比
Charter Hall Retail REIT	现存总资产价值的 0.45%	与其他澳大利亚零售业信托相似
BWP Trust	现存总资产价值的 0.55%	无

中国香港地区前 3 支外部管理 REITs (领展 REIT 为内部管理), 其收费情况如下:

	固定收费百分比	业绩（浮动）收费百分比
CHAMPION REIT (冠君产业信托)	净资产收入 (NPI) 的 12%*	无
HUI XIAN REIT (汇贤 REIT)	现存总资产价值的 0.3%	净资产收入 (NPI) 的 3%
YUEXIU REIT (越秀 REIT)	现存总资产价值的 0.3%	净资产收入 (NPI) 的 3%

注：*每 6 个月的净资产收入 (NPI) 必须超过 2 亿港币才能收取

马来西亚前 3 支 REITs 的收费情况如下：

	固定收费百分比	业绩（浮动）收费百分比
KLCC REIT	现存总资产价值的 0.3%	净资产收入 (NPI) 的 3%
IGB REIT	现存总资产价值的 1.0%	净资产收入 (NPI) 的 5%
Pavillion REIT	现存总资产价值的 1.0%	净资产收入 (NPI) 的 5%

根据以上表格可以看出亚太地区大部分 REITs 管理人的收费包括固定收费以及业绩（浮动）收费，且不同的 REITs 其收费方式及百分比也有所不同。

对此，我们建议对于国内 REITs 管理人的收费，在监管层面可设立较为灵活的规定，以不同方法和百分比区间的形式加以规定。这样可以使得 REITs 管理公司有更多的选择，并根据自身情况以及市场需求来搭配不同的收费方法和比例，以提高自身竞争力，并让市场进行甄选。

联系人：

张文良

中国区负责人

亚太房地产协会 (APREA)

邮箱：allan.zhang@aprea.asia

联系电话：+86 131 2286 5700

微信：

