

碳中和类 REITs 投后管理探析

常安

中国能源建设集团投资有限公司

DOI:10.12238/ej.v8i9.2954

[摘要] 类REITs产品是在中国特定金融环境下,借鉴REITs核心逻辑设计的结构化金融产品,其优势主要体现在资产流动性、收益模式、风险分散等多个方面。其投后管理直接关系到产品存续的稳定性与投资者收益的可持续性[1],本文深入细剖类REITs投后管理的全流程,从兑付、续发、信息披露等核心环节入手,深度解读其关键要点,为市场参与者提供全面的管理思路与操作指引。

[关键词] 类REITs; 投后管理; 碳中和

中图分类号: F273.2 **文献标识码:** A

Analysis of post investment management of carbon neutral REITs

An Chang

China Energy Engineering Group Investment Co., Ltd.

[Abstract] Class REITs products are structured financial products designed based on the core logic of REITs in a specific financial environment in China. Their advantages mainly lie in asset liquidity, return models, risk diversification, and other aspects. The post investment management of REITs is directly related to the stability of product survival and the sustainability of investor returns. This article delves into the entire process of post investment management for REITs, starting from core links such as redemption, renewal, and information disclosure, and deeply interprets its key points, providing comprehensive management ideas and operational guidance for market participants.

[Key words] class REITs; Post investment management; carbon neutrality

前言

类REITs是一种借鉴标准REITs的核心逻辑和架构设立的产品,其通常以契约型或公司型架构设立,借助既有金融产品制度框架完成资产整合配置的产品^[2]。本文以中N建二级央企发行的以资产支持专项计划作为碳中和出表类REITs(简称本类REITs产品)终端产品的典型样本切入,对其投后管理机制展开剖析。

1 产品架构与投后资金流向

本类REITs产品为“3+3+N”模式,最长期限16年,规模约8.5亿,发行于20x2年,作为中国内地首单碳中和REITs产品面世,并于20×4年完成第一个3年周期存续并顺利续发。其具体架构如下图所示:

计划管理人(代表专项计划)于专项计划设立日(标的债权交付日)受让原始权益人对项目公司享有的标的债权,成为标的债权的债权人。私募基金资金全部实缴到位后,基金管理人向私募基金于中基协备案,并向原始权益人收购项目公司100%股权,支付股权转让价款,同时向项目公司增资和发放股东借款。

2 收益率对比测算

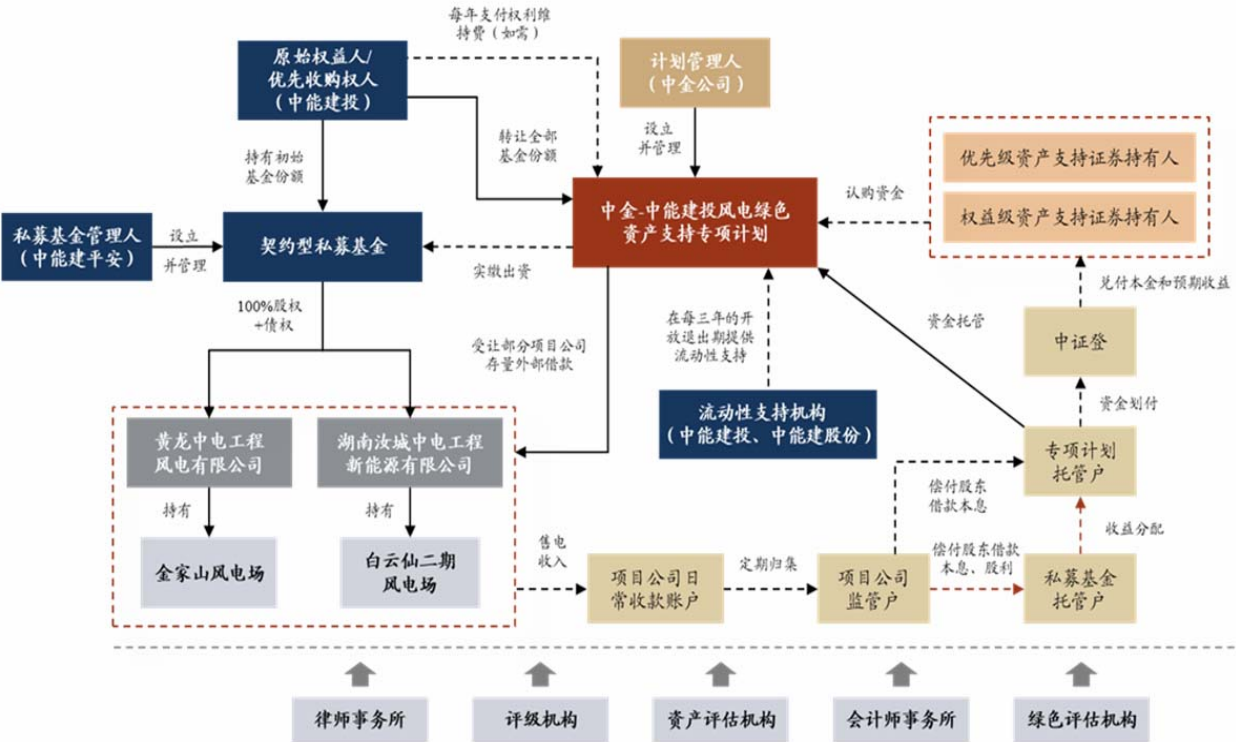
以净现值法对比项目正常经营与作为类REITs产品底层产

品两种情况下给原始权益人带来的效益:项目正常经营情况下,原始权益人对所持项目采用收益全部归集制管理,在测算中假设其补贴资金可及时到位,经计算NPV≈30,154万元;在本类REITs产品中,底层风电项目采用收益法作为估值手段,将未来收益折现至评估基准日作为挂牌价,此外,本类REITs产品虽性质为出表权益融资工具,但因行业的专业性,计划管理人无实际管理底层项目的能力,因此原始权益人仍被聘为进行日常运维机构,年度委托运营费也是原始权益人收益来源之一,经计算NPV≈29,660万元。

结果可见,项目正常经营给原始权益人带来的收益仅略高于类REITs。其本质在于,项目初始增值收益可作为资本金投入其他新项目中,即原始权益人可用仅比Wacc略高的成本,将资产的全部评估价款用作资本金,可见其在降低财务成本和资产负债率方面的优势。

3 运行期的监督与信披

本类REITs产品作为一种以底层资产为核心驱动的权益型金融工具,其存续与发展高度依赖底层项目的持续现金流供给。投后管理对本类REITs产品布置以下监督手段:



3.1 现金流监控

每月底项目公司根据其实际运营情况预留相应的资金后,需将收款账户内相应的运营收入划付至监管账户。特别强调的是,虽然当下市面权益类REITs产品结构几乎都有原始权益人或其股东流动性支持要素,但市场主体均尽量避免因底层资产现金流不足触发增信的情况发生。因在审计对产品融资来源的股债归纳判定中,能否依靠底层项目独立产生现金流是维持整个产品运行的最关键条件,过度依赖原始权益人增信会使其判定更偏向债权融资。

3.2 预算执行

原始权益人、底层项目公司应定期向计划管理人提供上一季度的预算执行情况报告;特别地,如需要对已批准的经营计划进行变更或超出已批准的年度财务预算方案范围外的对外支出,项目公司需提前向计划管理人提交变更后的经营计划。

3.3 偿债压力测试

以20x4年为例,跟踪期内,底层项目公司运营净现金流合计为7599.42万元,对当年应付优先级资产支持证券应付本息覆盖倍数为1.28倍。压力情景下,自20x4年度开始每年较预测值下降18%,计划期末尾年度较预测值下降5%,底层项目公司的预测运营净现金流扣除专项计划相关费用后对资产计划中优先级本息的覆盖倍数为1.02~1.27,基本符合要求。

3.4 行为监控

预计将导致底层项目公司运营净现金流减少超过20%以上的重大维护或改造计划,计划管理人应召开全体资产支持证券持有人大会进行表决;此外,项目公司用章台账需定期由计划管理人查阅审核。

4 兑付行为与时间序列

本类REITs产品架构中,现金流产生方向为由下而上,即“项目公司-私募基金-专项计划”;在实际兑付分配计算中却相反,为最大化提高资金使用效率,先明确计算计划投资人分配金额、各项费用总和后,从底层监管户中依序抽取。以20x4年为例,时间序列与行为如下所示:

5 监管要求:标的资产原状分配

根据证监会审核窗口指导,类REITs产品架构中多层级设置易导致监管效力弱化,难以实现对底层资产的有效监控。20x2年上半年,发行人通过原状分配的方式,将私募基金所持有的全部项目股权与债权以未经实质改变的原始状态直接划转至资产计划层面。标的资产为平价转让,仅在基金管理人(代表私募基金)与计划管理人(代表专项计划)双方产生交易印花税,最大限度降低交易环节的资金损耗与时间成本,也规避了因溢价交易引发的税务成本增加与估值争议风险,实现资产计划对标的资产的扁平化、穿透式持有,此后私募基金相关管理费与托管费也不再产生。

表1 兑付时间与行为序列

时间序列	定义及行为	具体日期
运营管理费支付日 (T-20)	运营管理机构向底层项目公司收取运营管理费。	20x4/11/12
运营管理机构报告日 (T-11 日)	运营管理机构向计划管理人出具《当期底层项目公司受托运营报告》。	20x4/11/25
项目公司股利分配日 (T-10 日)	底层项目公司根据中国法律以及公司章程规定向其股东分配与其所持有的底层项目公司股权所对应的股息、红利等股权投资收益。	20x4/11/26
标的债权付息还本日 (T-10 日)	借款人根据借款合同、《债权转让协议》、基金借款合同及《基金债权转让协议》的约定,向专项计划账户偿还标的债权利息及本金(如有)。	20x4/11/26
专项计划账户核算日 (T-9 日)	计划管理人应当在该日对专项计划账户内的资金进行核算。	20x4/11/27
权利维持费支付日 (T-8 日)	原始权益人根据《优先收购协议》的约定因行使其对非其所持有的全部优先级资产支持证券或标的资产的优先收购权而向专项计划账户支付权利维持费。为免疑义,在专项计划进入专项计划处置期后,原始权益人不再支付权利维持费。	20x4/11/28
专项计划托管银行报告日 (T-7 日)	专项计划托管银行向计划管理人披露《专项计划账户核算报告》。	20x4/11/29

时间序列	定义及行为	具体日期
计划管理人报告日 (T-4 日)	计划管理人向资产支持证券持有人披露《收益分配报告》。	20x4/12/4
专项计划分配日 (T-3 日)	计划管理人向专项计划托管银行发送分配当期应分配的资产支持证券所有收益和本金的划款指令之日。	20x4/12/5
权益登记日 (T-1 日)	权益登记日日终在登记托管机构登记在册的资产支持证券持有人有权于该兑付日取得相应类别资产支持证券在当期的收益。	20x4/12/9
普通分配兑付日 (T 日)	专项计划向投资人兑付收益。	20x4/12/12

表2 投资收益计算

项目	优先级	权益级
兑付日	20x4/12/10	20x4/12/10
计息天数(天)	365	365
期初未偿本金余额(元)	710,479,100.00	65,000,000.00
期初面值(元)	92.39	100.00
每十份利息(保留3位,四舍五入)(元)	32.337	100.000
该档分配利息(元)	24,867,153.00	6,500,000.00
如每千元兑付兑息金额(含税)小数位数为三位,则 兑付/兑息金额中增加1000元长款	1,000.00	-
每十份分配本金(保留1位,四舍五入)(元)	45.0	-
每十份分配本息(元)	77.337	100.000
该档分配本金(元)	34,605,000.00	-
该档分配本息(元)	59,472,153.00	6,500,000.00
该档手续费合计(元)	2,973.61	325.00
该档应划转金额(元)	59,476,126.61	6,500,325.00
本金分配比例	4.50%	0.00%
期末未偿本金余额(元)	675,874,100.00	65,000,000.00

6 到期续发

考虑到底层项目公司在本类REITS发行前已经Pre-REITs方式成为表外资产,原始权益人目标为保持融资规模并保证资产持续出表,因此拟通过续发新一期专项计划,即续发类REITs来衔接本类REITs的退出。

具体操作中,原始权益人与计划管理人于20x4年6月30日为基准日对底层项目公司股权与债权价值开展评估工作;于20x4年9月24日(R-50日)前召开持有人大会确定收购方案,约定若届时标的资产收购对价不足以全额偿付本期类REITs未偿本息及

费用的,由流动性支持机构以权利维持费进行补足;于20x4年9月启动交易所申报工作,并在11月前完成封卷。20x4年12月10日(R日),本类REITs项目首期专项计划终止,并完成续发类REITS投资人的本息兑付事宜。

表3 底层项目现金流抽取

项目	本金金额	利率	起息日	还本付息日	实际支付金额
黄龙-借款利息-原基金债权	46,139,973.83	10%	20x3/11/27	20x4/11/26	4,613,997.38
黄龙-借款利息-计划债权	175,019,173.24	10%	20x3/11/27	20x4/11/26	17,501,917.32
汝城-借款利息-原基金债权	38,909,829.92	10%	20x3/11/27	20x4/11/26	3,890,982.99
汝城-借款利息-计划债权	157,531,023.01	10%	20x3/11/27	20x4/11/26	15,753,102.30
黄龙-借款还本-原基金债权	-	-	-	-	2,695,918.01
黄龙-借款还本-计划债权	-	-	-	-	10,226,216.06
汝城-借款还本-原基金债权	-	-	-	-	2,273,467.07
汝城-借款还本-计划债权	-	-	-	-	9,204,398.85

表4 优先收购权时间与行为序列

时间序列	定义及行为
优先收购权行权询征日 (R-95日)	计划管理人向优先收购权人发送《优先收购权行权询征函》。
行权锁定期 (R-95日至R-80日)	在行权锁定期内,优先收购权人有权决定是否对非由其所持有的全部优先级资产支持证券或相 应标的资产行使优先收购权。
 (R-80日至R-78日)	优先收购权人根据《优先收购协议》的约定决定行使对非由其所持有的全部优先级资产支持证 券的优先收购权后,管理人就收购事宜进行公告。
 (R-78日至R-50日)	如对优先级资产支持证券进行收购,则由评估机构对优先级资产支持证券进行评估,由管理人向 优先级持有人发出邮件告知,所有优先级持有人均需回复同意,如对标的资产进行收购,则由优 先收购权人与计划管理人共同制定收购方案,并召开持有人大会,根据不同的资产价格情况由优 先级或权益级持有人大会表决通过。
 (R-50日)	若优先收购人不行使优先收购权或优先收购人终止优先收购权,则触发售回安排。

表5 售回行权时间与行为序列

时间序列	定义及行为
票面利率调整公告日 (R-46日)	在优先收购权人未行使或终止行使对非由其所持有的全部优先级资产支持证券和标的资产相 应的优先收购权的情形下,计划管理人向资产支持证券持有人公告优先级资产支持证券票面预 期收益率调整结果之日。
回售登记期 (R-45日至R-31日)	R-45日(含该日)起至R-33日(含该日),参与售回的优先级资产支持证券持有人有权在此期间 任何一个工作日的9:00时至17:00时,向计划管理人发出回售登记申请。其中,在R-34日的 17:00时起,已申请参与售回的优先级资产支持证券持有人不得撤回其回售申请;在R-32日计 划管理人将于该日的9:00时至17:00时,对拟参与售回的优先级资产支持证券份额进行核算及 确认登记。
 (R-30日至R-11日)	计划管理人按照各参与售回的优先级资产支持证券持有人登记确认的参与售回的优先级资产 支持证券份额按比例撮合卖出该等回售份额。
 (R-10日至R-5日)	如果截至R-10日,存在全部或部分未完成售回的,则计划管理人应迟于R-5日通知并要求流 动性支持机构对该等未完成售回的优先级资产支持证券的回售提供流动性支持。
 (R-3日)	流动性支持机构将各自所需支付的流动性支持资金划付至流动性支持机构与计划管理人指定 的账户或计划管理人按照届时的交易规则确定的账户
售回行权日 (R日)	持有人有权在该日期将所持有计划份额按照规定的条件回售给原始权益人。

7 结语

随着市场利率下行,本期类REITs续发后,优先级利率由3.5%降至3%,有效降低财务成本。通过上文分析可知,类REITs产品在盘活存量资产,解决长期资产占用资金的问题上具备显著优势。在投后方面,类REITs需围绕“兑付安全化、续发灵活化、披露透明化”^[3],通过现金流闭环监控、增信措施动态评估、市场环境前瞻分析^[4],实现从“重发行”到“重管理”的转型^[5]。

[参考文献]

[1]袁义翔.Y私募股权投资基金公司投后管理优化研究[D].重庆理工大学,2024.

[2]吴云飞.中信建投证券课题组,基础设施REITs发展的国际经验及借鉴[J].证券市场导报,2021,(01):12-21.

[3]钟腾,王文湛,易洁菲.中国类REITs产品投资属性研究——基于三个典型案例的分析[J].金融论坛,2020,25(03):38-47.

[4]鲁筱,叶剑平.我国REITs发展的关键路径研究[J].建筑经济,2022,43(01):11-18.

[5]叶珮瑶.基础设施REITs双重委托代理问题研究[D].天津大学,2022.

作者简介:

常安(1992--),男,汉族,河北省泊头市人,硕士研究生,中级审计师,研究方向:资产评估、资产证券化产品的发行与投后管理。