

不动产信托投资基金（REITs）专题系列研究（二）

——国内 REITs 的设计

作者：高磊、李守倩

在《不动产信托投资基金（REITs）专题系列研究（一）——REITs 概述》一文中，我们向大家介绍了 REITs 的概念、分类，并就 REITs 在国外的起源和发展、REITs 在国内的发展现状以及国内 REITs 与国外标准化 REITs 的差异等做了介绍。在本文中，我们将结合国内当下的实际情况，就当前的政策制度环境下国内 REITs 产品的设计，包括 REITs 的参与主体、REITs 交易结构的搭建、REITs 结构分层、REITs 的增信措施以及其退出方式等向大家一一做简要的介绍和分析。

一、REITs 的参与主体

目前国内通常会采用“专项计划+私募基金”的“双 SPV”结构来搭建 REITs 产品，因此，在 REITs 中的主要参与方就包括了专项计划层面的各参与主体、私募基金层面的主体，此外还有底层物业层面的主要参与主体，具体如下图：

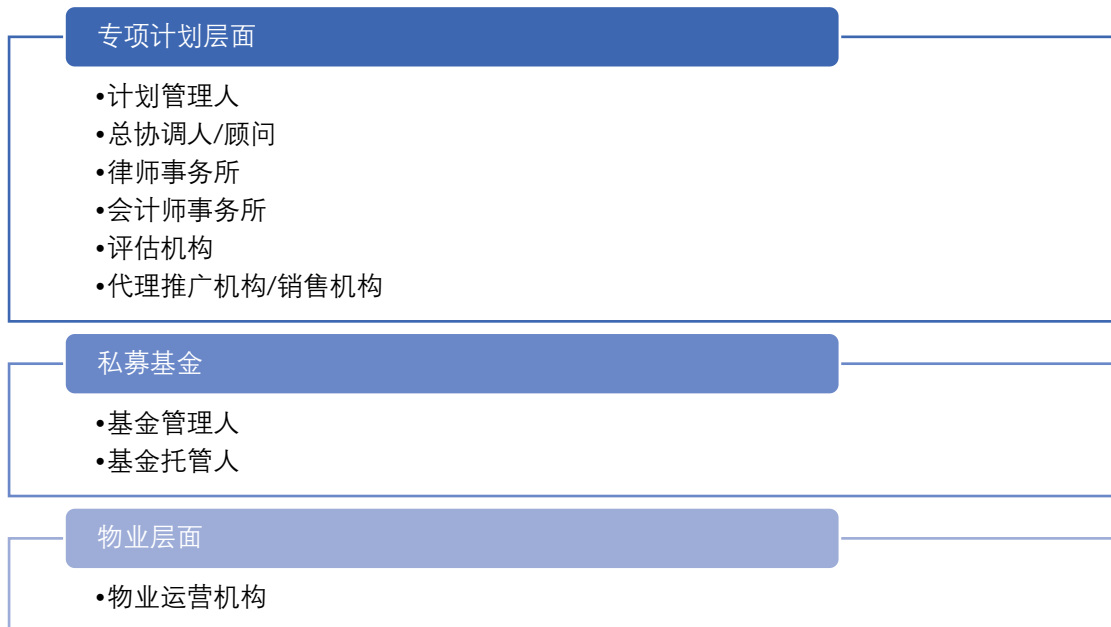


图 2-1 REITs 参与主体

在专项计划层面，计划管理人需根据委托人的委托设立第一层 SPV，即专项计划，一般由资产管理公司担任计划管理人。总协调人/财务顾问一般由地产基

金担任，实际上是项目的主导方。律师事务所、会计师事务所以及评估机构作为第三方中介机构，就整个交易结构中所涉及的法律、审计以及物业价值的评估等事项出具专业意见。其中，评估机构主要是就作为标的物的物业价值进行评估并出具评估报告。

在私募基金和物业层面，基金管理人需要就第二层 SPV 即私募基金进行专业管理，托管人一般由商业银行、证券机构等专业机构担任。物业运营机构是比较重要的参与机构，REITs 租金收入的多少往往取决于物业运营机构的运营管理能力。我国比较缺乏专业的物业运营机构，在已发行的大部分类 REITs 产品中，都是由原始权益人自己来运营和管理物业。

除了上述主体外，如果 REITs 涉及重组，则会有高额的税负，如土地增值税、企业所得税等，这就需要聘请专业的会计师事务所、税务师事务所来提供专业的税务筹划服务。

二、REITs 的交易结构

（一）交易结构整体框架

根据过往的经验，为实现将项目公司层面产生的租金收入层层分配至专项计划层面，而在税收方面不造成过多的损耗，国内 REITs 一般会采用三层的交易结构，即如前文所述，在投资人与项目公司之间构建两层 SPV，其中 SPV1 一般为资产支持专项计划，SPV2 一般为契约型的私募基金或信托计划。下图中是一个比较完整的国内 REITs 常见的交易结构图：

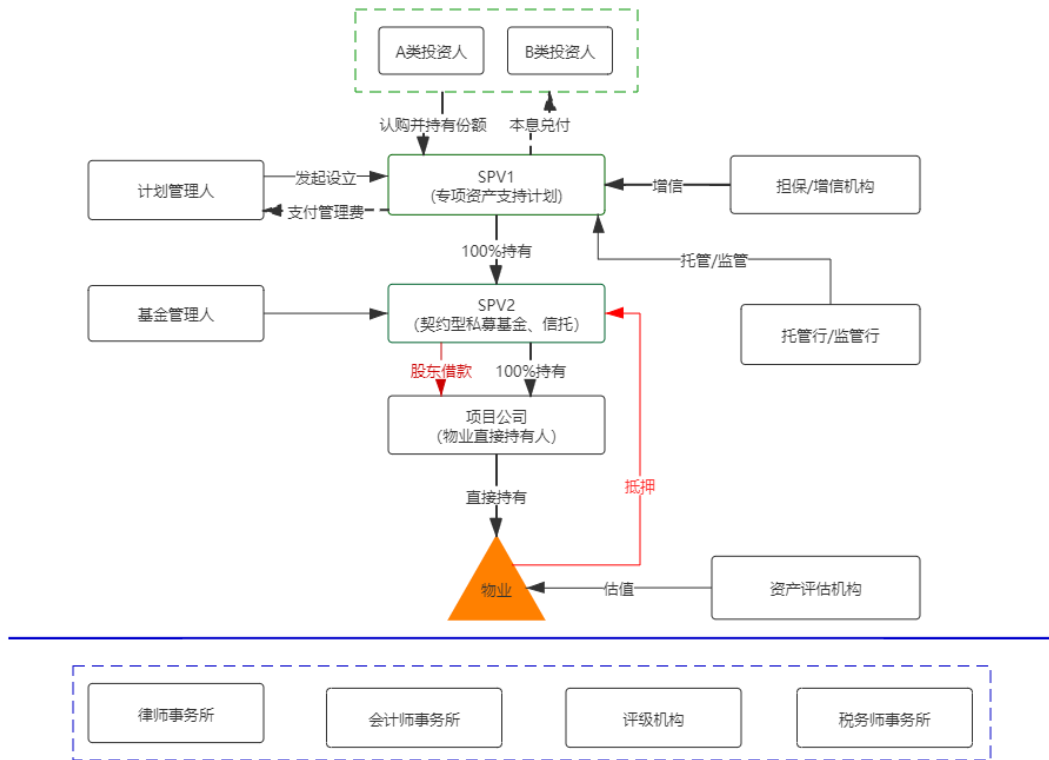


图 2-2 REITs 交易结构

从图 2-2 可以看出，投资者持有的是 SPV1 资产支持专项计划的份额，SPV1 资产支持专项计划 100% 持有 SPV2 契约型私募基金/信托计划的份额，SPV2 契约型私募基金/信托计划 100% 持有项目公司股权，通过这种层层持有的方式，实现投资人间接持有底层的物业。而分配收益时，也是通过底层物业的运营收入层层往上分配，最终将收益分配至资产支持专项计划的投资人手中。

(二) “股+债”结构的搭建

考虑到私募基金只持有项目公司股权，将来的收入来源只有股东分红，现金流不太稳定且周期比较长以及节税等原因，通常会在 SPV2 和项目公司之间辅以股东借款来形成“股+债”的结构，即我们把图 2-2 中“股+债”这部分结构切割出来，如下图所示：

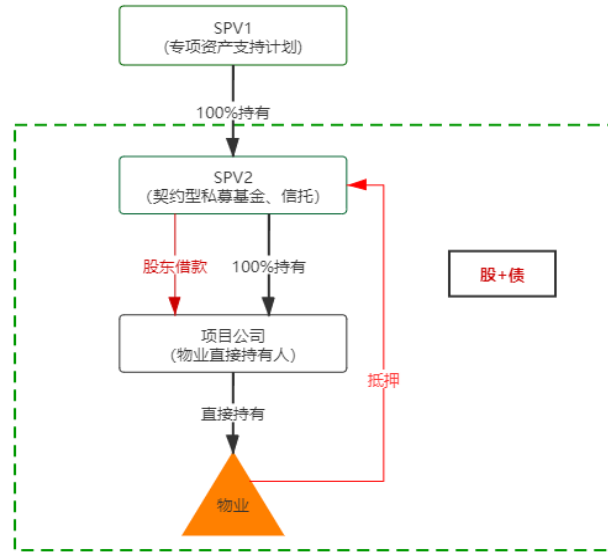


图 2-3 REITs 交易结构中“股+债”结构的搭建

在图 2-3 的“股+债”结构中，2018 年以前债权的搭建主要采用委托贷款模式，但是 2018 年 1 月 6 日原银监会发布了《商业银行委托贷款管理办法》，对商业银行从事委托贷款业务的资金来源和资金投向做了明确规定，“受托管的他人资金”和“银行的授信资金”均不得用于发放委托贷款。自此，通过委托贷款搭建债权的方式成为了历史。此外，2018 年 1 月 12 日，中国证券投资基金业协会发布了《私募投资基金备案须知》，全面停止私募基金借贷类业务。2018 年 1 月 23 日，中国证券投资基金业协会在北京召开“类 REITs 业务专题研讨会”，在协会官方网站发布了会议稿《【协会动态】促进回归本源 助力业务发展——中国证券投资基金业协会资产证券化专业委员会类 REITs 业务专题研讨会在京召开》，在稿件中明确提出：“目前国内类 REITs 业务在实践中的做法主要是在资产证券化业务框架下，构造出基于存量房地产的具有稳定现金流的基础资产，设立发行资产支持专项计划，而私募基金作为持有项目公司权益的载体，是类 REITs 产品交易结构设计和重组的焦点所在。当前产品设计中普遍采用私募基金构建‘股+债’结构实现资产支持专项计划对底层标的物业的控制。委员代表认为，在我国尚未正式出台公募 REITs 制度的时期，借鉴 REITs 的核心理念，探索开展类 REITs 业务，已成为我国资产证券化业务的重要组成部分，有利于促进房地产市场的健康发展，促进盘活存量资产，支持房地产企业降低杠杆率，是资本市场和资产管理行业服务实体经济的重要手段。”“在私募基金投资端，私募基金可

以综合运用股权、夹层、可转债、符合资本弱化限制的股东借款等工具投资到被投资企业，形成权益资本。符合上述要求和《备案须知》的私募基金产品均可以正常备案。”^①

综上所述，尽管基于《商业银行委托贷款管理办法》以及《私募投资基金备案须知》的规定，国内 REITs 交易结构中的“股+债”结构受到影响，但从基金业协会在 2018 年 1 月 23 日召开的“类 REITs 业务专题研讨会”的表态来看，“符合资本弱化限制的股东借款”是被允许的，而这也成为目前类 REITs 项目中构建债权的唯一途径。

（三）底层资产的剥离与重组

1. 物业剥离

在国内 REITs 的交易环节中，首先需要选定拟入池物业资产（以下简称“标的物业”），而持有标的物业资产的项目公司则应当是个“净壳”公司，即项目公司项下唯一的资产就是标的物业，且当前在项目公司项下没有其他任何的负债。基于此，如标的物业的原持有人（以下简称“原始权益人”）持有其他资产，需要将标的物业与非标的资产进行剥离。

能够实现物业剥离的方式主要包括资产转让、实物出资以及新设分立三种方式，三种方式在操作、税收、程序繁简、所耗时长等方面存在差异：

表 2-1 物业剥离方式比较

	资产转让	实物出资	新设分立
操作方式	新设项目公司，原始权益人将资产转让给项目公司	原始权益人以标的物业作价出资新设项目公司，原始权益人持有项目公司 100% 股权，项目公司持有物业	原始权益人分立成两个公司，标的物业由分立出的新项目公司持有
税收	需要缴纳高额的土地增值税，土地增值税适用四级累进税率，增值越快、越高的物业，其转让	税收不确定，存在避税的可能，但需一事一议，具体需跟相应的税务部	彻底避开了土地增值税，税负成本低

^① 详见：http://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh_xhdt/xhdt_xhgg/201801/t20180124_2333.html

	资产转让	实物出资	新设分立
	的税收负担越重	门沟通确定	
程序	简单，只需要做资产权属变更登记	简单	复杂，需要资产分割、通知债权人、公告等法定程序
耗时	一个半月左右	一个半月左右	三个月及以上

在实务中，基于上表中各方面的综合考量，实物出资方式最为常见。但需要注意的是，在将标的物业作为实务出资的情形下，税务成本是不确定的。《财政部、国家税务总局关于企业改制重组有关土地增值税政策的通知》（财税[2015]5号）第四条及第五条规定：“单位、个人在改制重组时以国有土地、房屋进行投资，对其将国有土地、房屋权属转移、变更到被投资的企业，暂不征土地增值税。”

“上述改制重组有关土地增值税政策不适用于房地产开发企业。”据此，如果不是房地产开发企业，则以标的物业作价出资并不需要征收土增税，但是该规定已于2017年12月31日失效，而失效后至今并没有出台相应的延续性政策，所以有些地方依然以该文件作为土地增值税豁免范围的参考税收文件。但是也有地方税务部门并不适用前述通知，如以物业资产作价出资，有可能被税务部门视同销售行为。因此，在以实物作价出资时，需要事先跟具体的税务部门就此进行沟通确认。

此外，需要注意的是，通过实物出资的方式对物业进行剥离，物业要满足无抵押、查封等权利限制的条件。

2. 资产重组

在完成资产剥离后就要进行资产重组，其目的是能够实现专项计划100%持有私募基金/信托，私募基金/信托100%持有项目公司股权，项目公司100%持有标的物业，从而能够达到专项计划间接100%持有标的物业的目标。

资产重组时，为了能够实现资本弱化的2:1的债股结构安排，且由于避免产生企业所得税等原因，在实务中往往会采用反向吸收合并的方式，具体步骤为：

（1）原始权益人新设一个SPV，由该新设SPV从原始权益人处收购项目公司100%股权；

（2）设立私募基金，在完成前一股权收购步骤后，由私募基金再从原始权

益人处收购 SPV100%股权；

(3) 私募基金向 SPV 发放一笔股东借款，形成 2:1 的债股结构；

(4) 由项目公司反向吸收合并 SPV，SPV 主体消灭，项目公司承继 SPV 的债权债务，形成由私募基金持有项目公司股权的同时，私募基金还对项目公司享有债权的结构；

(5) 为了保障股东借款的安全性，同时保证标的物业不被擅自转移，项目公司将标的物业抵押给私募基金。

整个过程如图 2-4 所示：

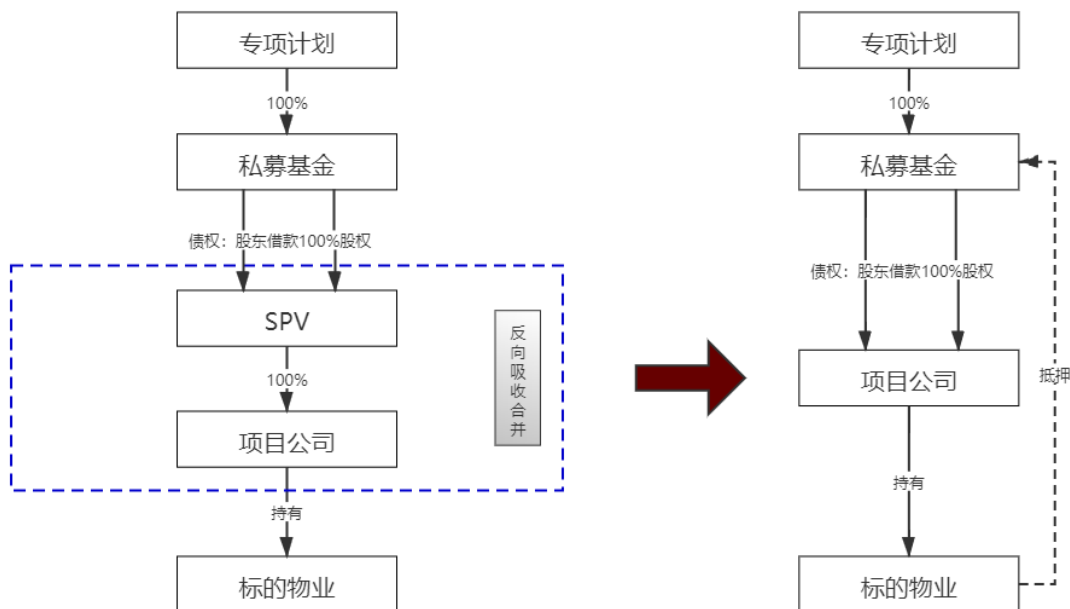


图 2-4 反向吸收合并

在此，需要就债股比为何是 2:1 的问题做一个简单说明：财政部、国家税务总局在《关于企业关联方利息支出税前扣除标准有关税收政策问题的通知》（财税〔2008〕121 号）中规定：“企业实际支付给关联方的利息支出，除符合本通知第二条规定外，其接受关联方债权性投资与其权益性投资比例为：（一）金融企业，为 5:1；（二）其他企业，为 2:1。”据此，除非是金融企业，否则其他企业股东的债权性投资与权益性投资的比例要符合 2:1 的比例。而在 REITs 中，私募基金是为了完成交易而临时搭建的 SPV，并不适用“金融企业”的投资比例，故而适用债股比为 2:1 的比例。

此外，需要注意的一个点是，在设置抵押层面，目前很多地方只认可抵押权人是具有放贷资质的金融机构，即只有银行或者信托公司作为抵押权人时才能设立抵押登记，私募基金作为抵押权人无法实现登记。因此，具体能否实现登记，在实务操作中，还需要跟各地方登记机关确认。

【经典案例分享】

在经过了上面的交易结构的分析后，我们来看一个国内已发行的经典 REITs 案例——“皖新光大阅嘉一期资产支持专项计划”（以下简称“皖新光大阅嘉 REITs”）^②。

2018 年 3 月 30 日，皖新光大阅嘉成功发行，其在结构设计上其便采用了“资产支持专项计划”+“信托计划”的交易结构，具体结构图如下：

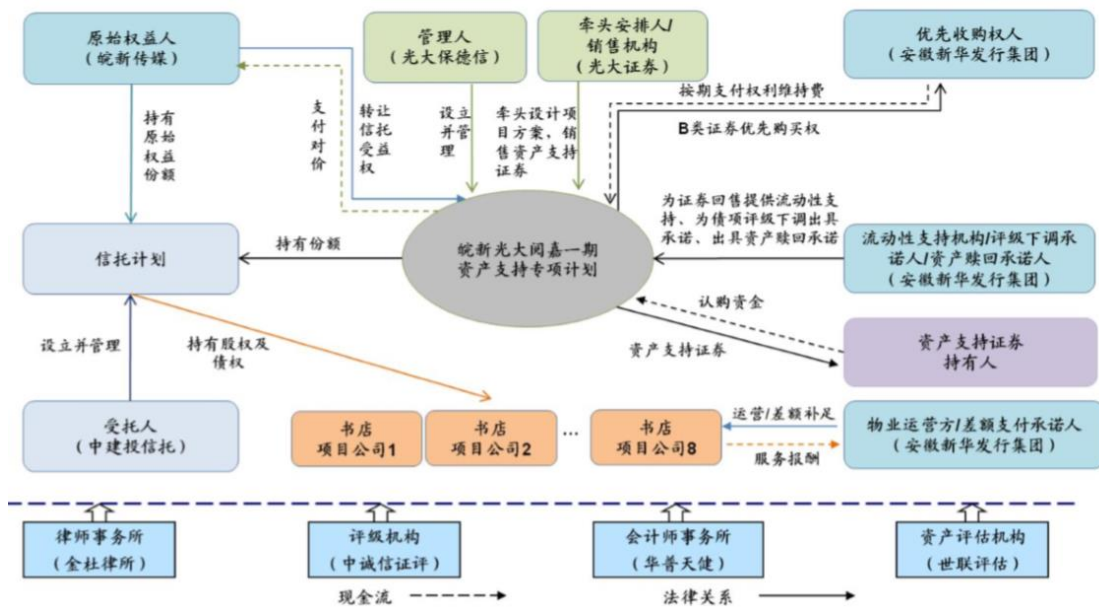


图 2-5 “皖新光大阅嘉一期资产支持专项计划”^③

在图 2-5 所示的整个交易结构中：

（1）光大保德信资产管理有限公司作为计划管理人设立了资产支持专项计

^② “皖新光大阅嘉一期资产支持专项计划”图片来源于网络不动产投资信托基金（REITs）研究中心发布的《2018 年中国 REITs 研究报告》，详情参见报告 37-42 页。

^③ 交易结构图源自不动产投资信托基金（REITs）研究中心发布的《2018 年中国 REITs 研究报告》

划，投资人（即资产支持证券的持有人）通过与计划管理人签订《认购协议》，取得资产支持证券，成为资产支持证券持有人；

（2）计划管理人代表资产支持专项计划签订《信托合同》《信托受益权转让协议》，购买中建投信托作为受托人设立发行的信托计划份额，成为信托计划的份额持有人。

（3）底层物业是皖新传媒原持有的多个书店物业资产，信托计划在底层通过“股+债”结构实现对这些底层物业资产的持有。

三、REITs 的产品分级

我国 REITs 市场，不同的投资人的风险偏好和收益偏好不同，比如金融机构类投资人的风险偏好比较低，倾向于选择安全性高的产品，而私募基金作为投资人时，则对风险的容忍度会比较高。正是基于满足不同的投资人不同的风险和收益偏好，国内已发行的 REITs 通常是分级产品，一般采用“优先级+次级”“A 券+B 券”“A 券+B 券+C 券”以及“A 券+B 券+次级”等几种分级模式。

（一）“优先级+次级”模式

2018 年 2 月，广州越秀集团有限公司在深圳证券交易所取得“中联前海开源-越秀租赁住房一号资产支持专项计划”（储架融资额度人民币 50 亿元）无异议函。2018 年 8 月，越秀集团在深圳证券交易所进一步取得“中联前海开源-越秀租赁住房一号第一期资产支持专项计划”（融资额度人民币 4.97 亿元）无异议函。在“中联前海开源-越秀租赁住房一号资产支持专项计划”中即采用了“优先级+次级”模式：

表 2-2 “中联前海开源-越秀租赁住房一号资产支持专项计划”

	优先级	次级
规模（亿元）	4.47	0.5
分层占比	90%	10%
发行利率	5%	/
收益特征	固定收益	浮动收益
产品评级	AAA	/
还本付息方式	按年付息，一次还本	

“中联前海开源-越秀租赁住房一号资产支持专项计划”中，10%的次级是由原始权益人，即广州越秀集团有限公司自持。广州越秀集团有限公司是一家主体信用评级为 3A 的企业，基于越秀集团强主体信用评级，优先级的产品评级也达到了 3A。此外，在还本付息方式上，优先级采用“按年付息，一次还本”的方式，即存续期内每一年只付利息，产品到期最后一年一次性还本，因此最后一年的还本压力比较大，存在风险后置。

此外，对于“优先级+次级”模式，有些产品中又将其中的优先级分为了优先 A、优先 B 等，比如 2018 年的“中联前海开源-远洋集团一号资产支持专项计划”“深创投中金-苏宁云创资产支持专项计划”等就采用了这种模式。

（二）“A 券+B 券”模式

“A 券+B 券”模式也是比较常见的分层模式，比如“兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托基金（REIT）资产支持证券”“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”均采用了此种模式。在此，我们以“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”为例：

表 2-3 “中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”

	A 类证券	B 类证券
规模	15.75 亿元	14.78 亿元
期限	24 年，每 3 年开放退出	3+1 年
收益特征	固定收益	固定+浮动
产品评级	AAA	AA
发行利率	3.8%	6.95%
付息频率	按年分配	按年分配
本息偿付模式	等额本息	按年付息，一次性还本
偿债来源	物业租金净收入	利息：权利维持费+租金净收入 剩余金额 本金：物业的处置收益

“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”在证券端采用优先 A 和优先 B 的分层模式，一方面能够使得发行人保留对物业的控制权，因为该产品为固收类的产品，外部投资人只享有固定收益，只要完成产品本息的兑付，超额收益部分就可以不向外部投资人分享；另一方面可以放大融资规模，该产品底层的投资标的为南京国际金融中心，系位于南京新街口商圈的地标建筑，包含了写

字楼、商业等物业业态，物业的估值 30.53 亿元，而“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”以优质的资产、合理的结构设计吸引了国有银行、股份制银行、城商行、基金、券商、信托等各类机构投资者，使得 A 类证券认购倍数达到 2.1 倍，B 类证券认购倍数达到 1.43 倍，最终融资规模达到了 30.53 亿元，实现了 100% 的融资效率。

在该单产品中，优先 B 由于是到期一次还本，所以也存在风险后置。2018 年 10 月 16 日，联合信用评级发布《关于下调“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”项下“16 三胞 B”信用等级并将其列入信用评级观察名单的公告》，公告称“‘16 三胞 B’预期收益及本金的足额兑付主要依赖优先收购权人三胞集团支付的相关权利对价，考虑到优先收购权人由于持续大规模并购加之金融去杠杆的宏观环境影响，流动性风险加大，短期偿债压力大，主体信用水平有所下降，对‘16 三胞 B’信用水平的支撑明显减弱”，因此联合信用评级将“16 三胞 B”信用等级下调至‘A’，并继续列入信用评级观察名单。

除了上面提到的常见的“优先级+次级”模式和“A 券+B 券”模式外，实务中也会有“A 券+B 券+C 券”模式和“A 券+B 券+次级”模式，但这两种模式都是在前两种模式基础上演化而来，主要是基于销售的考虑，一般会设很少比例的 C 券、次级，A 类、B 类券卖给风险容忍度较低的投资人，将 C 券、次级卖给风险容忍度较高的投资人，或者是由原始权益人来自持 C 券、次级。

四、REITs 的增信措施

国内 REITs 在发行时，原始权益人（或通过其关联主体）往往会根据项目的具体情况提供一项或多项增信措施，以提高收益的稳定性。增信措施主要分为内部增信措施和外部增信措施。

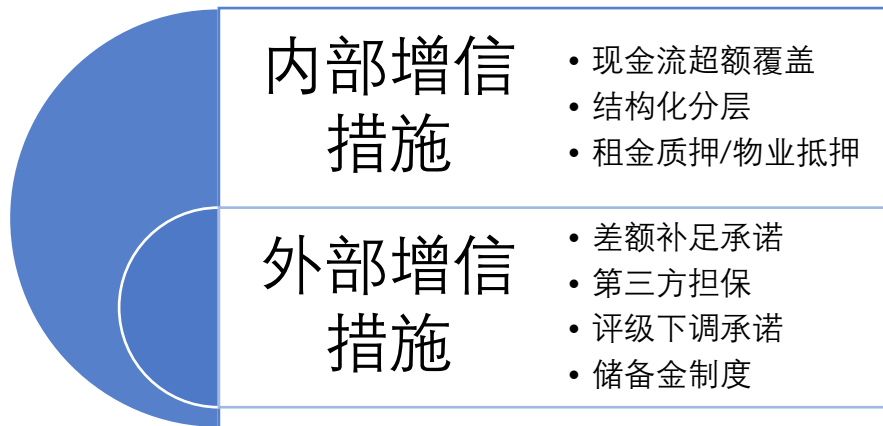


图 2-6 REITs 增信措施

比如，我们在前文中提到的皖新光大阅嘉中，就设置了多项内外部的增信措施，包括结构化分层、物业资产抵押、物业资产运营收入超额覆盖、租金差额补足承诺、实际运营收入差额补足以及流动性支持等。

在此我们给大家介绍一些常用的内外部增信措施。

（一）内部增信措施

1. 现金流超额覆盖

现金流超额覆盖包含物业运营期间的现金流覆盖和物业处置期间的现金流覆盖。

物业运营期间的现金流超额覆盖是指物业运营期间的现金流（包括物业租金净收入+权利维持费+储备金）对优先级证券每年的本息支出进行超额覆盖。且根据主体是否需要增级对覆盖倍数有不同的要求，但覆盖倍数通常在 1 倍以上。

处置期间的现金流超额覆盖是指物业处置的金额（处置净收入-税费）对证券的最后一次本金能够进行覆盖。在“A 券+B 券”模式中，一般优先 A 券是每年等额偿还本息。而优先 B 券是按年付息，最后一年一次还本，具有风险后置性，因此，一般会要求处置期间的收入对最后一次本金能够进行覆盖。处置的方式包括优先收购权人回购、公募 REITs（上市）、物业变卖等。

2. 结构化分层

为提高投资者收益的稳定性，如前文所述，在证券端设计时，发行人通常会

采用结构化分层的内部增信措施，即将专项计划内部分为优先级、次级等，由次级证券为优先级证券的兑付提供一定程度的安全垫。优先级证券内部亦可再进一步地进行细分为优先级、次优先级等。次级证券在分配完该期应付的相关税费和优先级证券预期收益和本金后，分配剩余余额。

3. 租金质押/物业抵押

为担保债权，通常债权人会与项目公司签署抵押/质押合同，由项目公司将其名下的物业抵押/租金收入质押给债权人为债权提供抵押/质押担保。当发生违约事件时，对于处置抵押物的变现资产，专项计划享有优先受偿权。

（二）外部增信措施

1. 差额补足承诺

差额补足承诺人承诺在 SPV 存续期间，若在某一期兑付日前，发现专项计划账户中的余额不足以支持优先级的利息和本金，则由差额支付承诺人按要求将该期资产支持证券的利息、本金和其他资金余额差额足额支付至专项计划账户中。差额补足承诺发生在差额补足承诺人和投资人之间，通常由原始权益人（项目公司）承担差额补足义务。

2. 第三方担保

一般会约定担保人承诺在计划存续期间，若在某一期兑付日前，差额支付承诺人未履行差额支付义务，导致不足以支持该优先级的利息和本金，则由担保人按要求将该期资产支持证券的利息、本金和其他资金余额差额足额支付至专项计划账户中。在第三方提供担保的情况下，担保主体通常为原始权益人的股东、集团公司或专业第三方担保公司。

3. 评级下调承诺

在专项计划存续期内，若信用评级机构对优先级评级低于某个级别的时候，发起人或其关联方应根据交易文件的约定无条件并一次性向管理人指定账户支付相当于截至评级下调终止日全部优先级的未分配本金和预期收益，用以收购优先级全部证券。评级下调承诺的本质是提前终止条款，目的在于主体出现风险恶化时优先保障优先级的偿付。

五、REITs 的退出安排

国内目前发行的 REITs 产品，主要的退出方式包括优先回购、回售以及资产处置三种。

（一）原始权益人行使优先回购权

因国内房地产价格近年来一路攀升，原始权益人发行类 REITs 产品的动机多为通过转移不动产资产来进行融资，而并非想真实出售资产。因此类 REITs 产品一般会设置原始权益人的优先回购权，即原始权益人有权定期优先回购证券，从而保证对底层物业资产的控制，并为此权利支付权利维持费。设置优先回购权既可保障原始权益人享受物业增值的权利，也可增加产品收入来源，提高发行总额，同时，优先回购权的行使也为专项计划投资人提供了一种退出渠道。

（二）投资者行使回售权

类 REITs 产品因为期限较长，一般会设置票面利率调整权和投资者回售权，投资者有权定期（一般为每三年）回售证券，实现类 REITs 产品的退出。比如在“恒泰浩睿-海航浦发大厦资产专项支持计划”便设置了投资者回售选择权。

（三）处置底层资产

类 REITs 产品可以通过直接出售、处置底层物业资产实现退出。在“恒泰浩睿-海航浦发大厦资产专项支持计划”中，设计的退出方式之一是处置底层资产，而这也是最终该项产品实现退出的实际方式。2019 年 1 月 7 日，新加坡大型房地产集团凯德集团宣布与一家非关联第三方公司成立合资公司，斥资 27.52 亿元收购上海浦发大厦，这也是国内首单通过市场化方式处置标的物业实现退出的类 REITs 产品。