

尚融讲堂

第一百二十三课

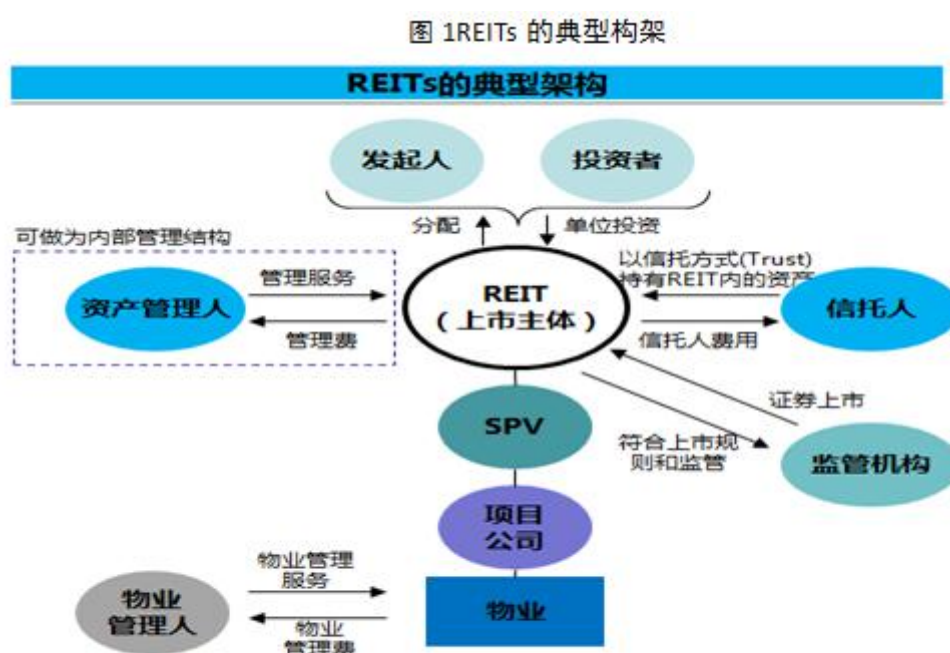
REITs 操作要点与国内典型案例比较研究

一、REITs 产品的典型架构与要点说明

REITs (Real Estate Investment Trusts) 即房地产信托投资基金，是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。房地产信托投资基金通过集中投资于可带来收入的房地产项目，例如购物中心、写字楼、酒店及服务式住宅，以租金收入和房地产升值为投资者提供定期收入。

按照是否面向公众发行，REITs 可分为公募 REITs 和私募 REITs；按照投资获利模式，REITs 主要分为权益投资型、抵押贷款型和混合型三种，其中以权益投资型为主。

目前，REITs 产品的典型架构如下：



资料来源：长富汇银，据公开信息整理，以下图表资料来源同此

REITs 的典型架构中，有如下关键性主体：

表 1 REITs 中的关键主体

REITs 中的关键主体	职责
发起人/委托人	选定证券化资产并转移给 SPV，同时拥有向 SPV 请求拟发售资产取得对价的权利。该项权利是在 REITs 上市发售成功之后 SPV 将持有人认购的资金转移给发起人的基础。完成 REITs 上市发售之后即退出。
托管人	接受 REITs 的委托，以信托的方式为基金持有人拥有不动产并监管管理人，一般为银行或者银行附属的信托公司。
基金管理人	接受 REITs 的委任负责 REITs 资产的管理和运营，包括对外以基金资产为基础的借款及其限额、投资性的房地产项目、管理基金资产产生的现金、确定股息支付的时间、管理基金资产的物业及修缮、负责出租及租金收取事宜等，而且需与受托人保持相对独立性。
基金单位持有人	拥有 REITs 的资产并对其有最终决定权，并对 REITs 产生的收益拥有收益权。
特设公司（SPV）	主要是出于隔离风险、避税等方面的考虑。
物业管理人	负责信托所持房地产的维护、管理。

在 REITs 实施过程中，风险隔离等优势是通过 SPV 实现的，SPV 是证券化交易能否成功的关键。SPV（特殊目的机构）是一个以资产证券化为唯一目的的独立法律实体，是资产证券化交易结构的核心和中枢。通过设立 SPV，实现了破产隔离和真实销售，保证了基础资产现金流的稳定。SPV 不仅是发起人也投资者之间的中介，还连接着受托管理机构，评级

机构，担保机构和证券承销商等中介服务机构。SPV 自身的破产风险隔离特征，保证了所发行证券的安全性，获取了投资者充分的信任和认可，在资产证券化过程中发挥着实质性的作用。

同时，为降低金融产品信用风险，采取合适的增信措施是不可或缺的。在 REITs 实施过程中，金融产品发行人通过抵押、保险以及其他一些协议安排，在现金流不足以偿付产品投资者时，向投资者提供一定程度赔偿的保证，从而使被增级债券获得了高于发行人自身信用水平的信用等级。

在 REITs 实践中，REITs 的信用增级往往采取如下方式：

（1）结构化信用增级

产品结构分为优先级和次级。由原始权益人持有次级份额的这种结构化信用增级方式，一是有助于提高优先级的信用评级；二是原始权益人留存适当份额，可以缓解其他投资人对道德风险的

顾虑；三是可满足优先级的收益率要求；四是原始权益人也可通过持有次级份额，可能获取高额剩余收益，也可能承担较大风险。

（2）原始权益人担保

如果所产生现金流不足以达到预期收益率和偿还本金的要求，则由原始权益人对差额部分进行补足。

（3）提高分红资金覆盖率

以收益权为基础资产的资产管理计划，其现金流要大于所发行资产管理计划的本金和收益，实际现金流高于融资额及预期收益之和，覆盖率在 1 以上。

在目前国内已经成形的案例中，我们将能够看到这三种增信措施都有所采用。

二、国内类 REITs 产品比较研究

2014 年 9 月 30 日，央行表态要积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。住建部也表示要求积极推进房地

产投资信托基金（REITs）试点，支持从租赁市场筹集公共租赁住房房源等多种渠道，发展租赁市场。随着我国房地产行业步入存量时代和房价长期以来的持续上涨，单个物业的交易所需的资金体量也越来越大。资金供给和房地产行业经营造成的资金需求之间的期限错配问题将日益突出，因此 REITs 的推出有其内在需求；另外在宏观经济去杠杆的大背景下，REITs 作为在国外快速发展并且运行模式成熟的资产证券品种，快速推进也在情理之中。下面就近年来我国发行的类 REITs 产品做一个比较分析。

通过对已公开信息的整理，目前国内已经实施的、比较典型的案例主要如下：

（1）海印专项资产管理计划

海印股份以自成立之次日起五年内公司旗下管理的 15 家商业物业的未来五年的经营收益权，设优先级资产支持证券和次级资产支持两种证券，合计募集

资金 16 亿元。其中，优先级资产支持证券不超过 15 亿元。

图 2 海印专项资产管理计划交易结构

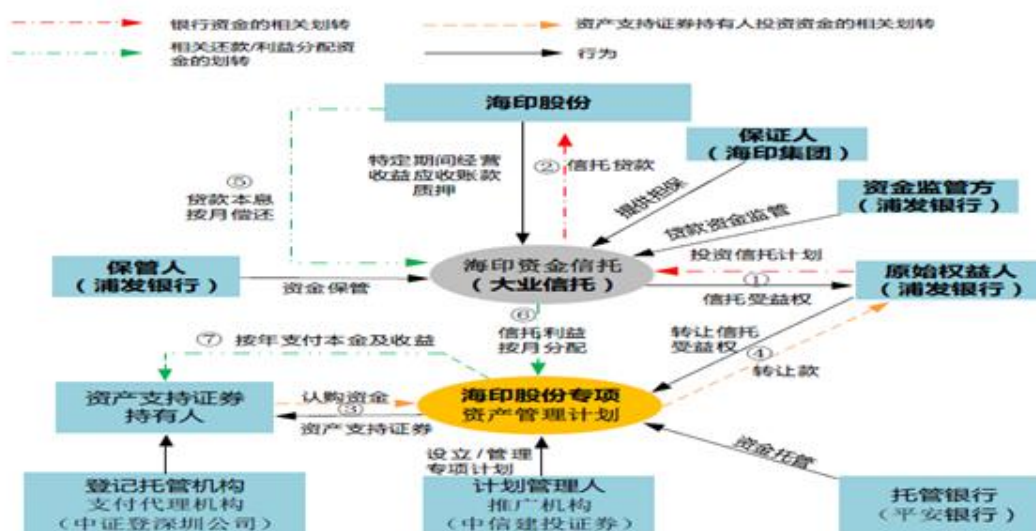


图 3 中信苏宁资产支持专项计划交易结构

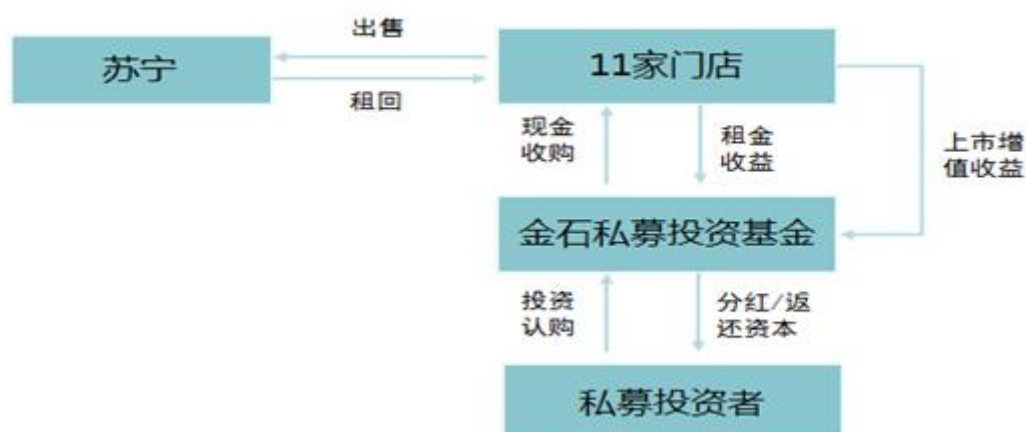


(2) 中信苏宁资产支持专项计划

苏宁云商子公司以 11 家自有门店物业的房屋所有权及对应的土地使用权分

别出资设立。规模接近 44 亿元，其中 A 类证券规模约为 20.85 亿元，期限为 18 年，每 3 年开放申购/回售。类证券规模约为 23.1 亿元，期限为 3+1 年。A 类的预期收益率约为 7.0%-8.5%，B 类的是固定+浮动收益，固定部分约为 8.0%-9.5%。

图 3 中信苏宁资产支持专项计划交易结构



(3) 中信启航专项资产管理计划

中信启航产品总规模 52.1 亿元，优先级和次级按 7:3 比例发行？优先级票面利率 5.5%-7%，最终利率由询价结果确定；次级预期年化收益率在 12%-42%？

图 4 中信启航专项资产管理计划



通过对三支类 REITs 产品的梳理，我们发现，三者存在如下主要区别：

从类型上来看，中信启航专项资产管理计划（以下简称“中信启航计划”）、中信苏宁资产支持专项计划（以下简称“中信苏宁计划”）属于权益类 REITs，海印专项资产管理计划（以下简称“海印计划”）属于抵押型 REITs。这也就意味着，中信启航和中信苏宁的投资者除了可以获得租金收入分红之外，还可以物业升值的带来的收益；海印专项资产管理计划的投资者则只可以得到租金收入分红。

从风险隔离方式上来看，中信启航计划和中信苏宁计划采用了特殊项目实体的方式，但两者又有不同。中信启航计划是以特殊项目公司的形式，中信苏宁计划则采取了特殊目的合伙的形式。海印计划由于采用的抵押型的模式，采取了特殊目的信托的方式。

从增信方式来看，海印计划采用了发起人参与人次级受益凭证和提供担保等多种方式。而中信启航计划和中信苏宁计划的增信方式则是由发起人直接租赁基础资产的使用权，从而确保稳定租金收益。

表 3 三支类 REITs 产品的比较

	中信启航	中信苏宁	海印
类型	权益型	权益型	抵押型
增信方式	优先/劣后	原始权益人担保	原始权益人认购次级、覆盖率大于 1
基础资产	写字楼	11 家旗下商业物业	酒店、写字楼、商业物业等
风险隔离方式	SPC	SPP	信托资产
规模	52.1 亿	44 亿	16 亿
优先/劣后	7/3	20.85/23.15	15/1
收益率	7%/12%~42%	7.0%-8.5%/8.0%-9.5% (固定部分)	7%~8%

三、对国内 REITs 发展趋势的简要判断

(1) REITs 发展潜力巨大

目前，全球已有 20 个国家和地区相继推出 REITs，并且有 7 个国家和地区正着手开辟 REITs 市场。截至目前，全球 REITs 的总市值已经超过一万亿美元。截至 2010 年，美国 REITs 总资产已由 1970 年左右的 10 亿美元发展到 3890 亿美元，40 年年均复合增长率 16.08%。截至 2015 年 1 月，美国上市 REITs 总市值达到 9594

亿美元。在成熟市场，REITs 已被投资者视为股票、债券、现金之外的第四类资产，因此，总体看，国内 REITs 发展仍存广阔空间。

（2）抵押型 REITs 或为较优选择

在美国等成熟市场上，抵押型 REITs 占据了主导地位。我国制度尚不健全，我们认为，先行发展债权型 REITs 相对成熟和简单，在此基础上，有望逐步推行权益型 REITs。一方面，抵押型 REITs 属于固定收益类产品，并不构成征税对象，从而避免了双重征税的问题；另一方面，抵押型 REITs 不涉及项目所有权以及组织架构方面的变更，从而操作简单。在法律、税收等制度完善之时，可再推行权益型 REITs。

（3）相关制度仍需完善

我国 REITs 试点已经启动，但相关的法律法规并不配套，未来应加快法律、税收和信息披露等方面进行制度完善。首先，逐步完善《公司法》《信托法》

等相关法律以建立一个完备的满足 REITs 运行的法律体系。其次，建立符合我国 REITs 发展需要的税收优惠体系。可以参照国际上成熟的税法规定，制定专门的 REITs 减免税收等方面的优惠政策，为 REITs 发展创造良好的税收环境。最后，建立严格的信息披露制度和监管体系。美国公开发行的房地产投资信托基金有严格的信息披露制度，而我国现有的信托计划披露较为简单，且缺乏透明度，仍有进一步完善的空间。

——感谢您的阅读