

REITs，类 REITs 的差别你真的了解吗？

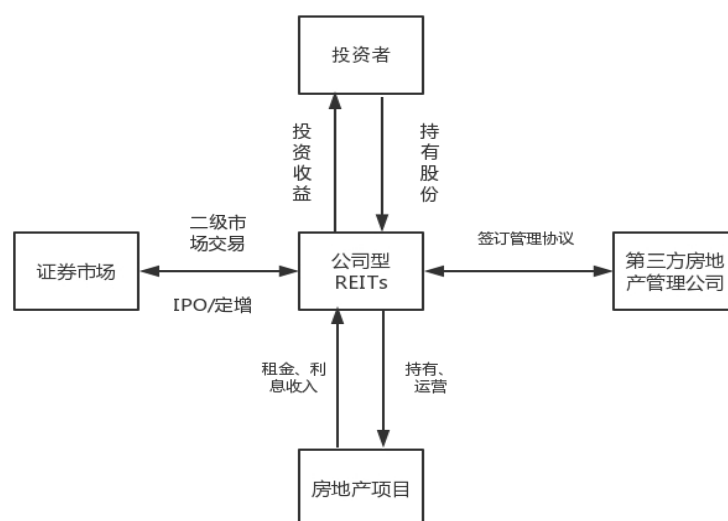
REITs（Real Estate Investment Trusts）即房地产信托投资基金，是一种通过发行股份或受益凭证汇集资金，由专门的基金托管机构进行托管，并委托专门的投资机构进行房地产投资经营管理，将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。房地产信托投资基金通过集中投资于可带来收入的房地产项目，例如购物中心、写字楼、酒店及服务式住宅，以租金收入和房地产升值为投资者提供定期收入。

国内由于目前尚未推出严格意义上 REITs 的相关法律法规，目前在市场上发行的产品均是部分符合了国外成熟市场 REITs 的标准，因此称其为类 REITs 产品。虽然随着近几年国内不断有类 REITs 产品的发行尝试，我国目前发行的类 REITs 产品同成熟市场 REITs 产品相比在交易结构、税负水平、运营方式收入来源、收益分配方式、募集范围等方面仍具有一定差异。

一、交易结构组织形式不同

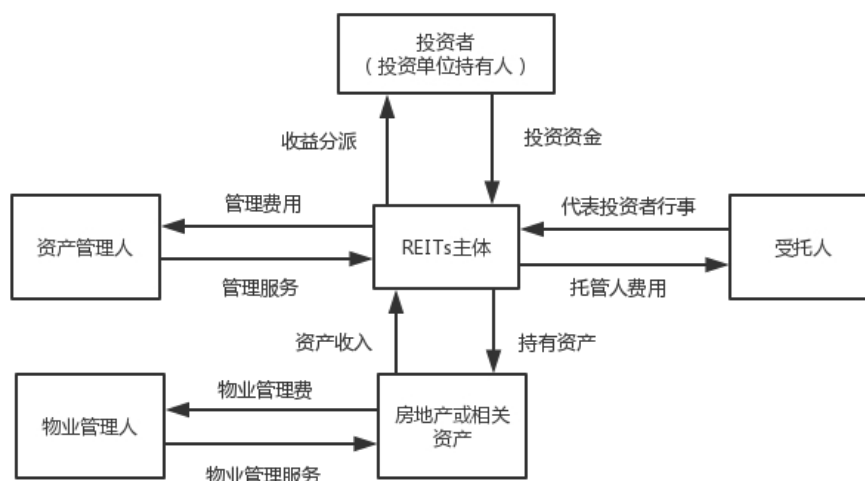
美国的 REITs 多采用公司制的模式，且主要是通过股权方式在资本市场公开上市融资和交易。在公司制 REITs 的模式下，投资者通过认购股票成为公司的股东，间接持有了物业资产的股份。公司将投资收益以股利的方式分配给投资者。

图 1：公司型 REITs 组织结构图



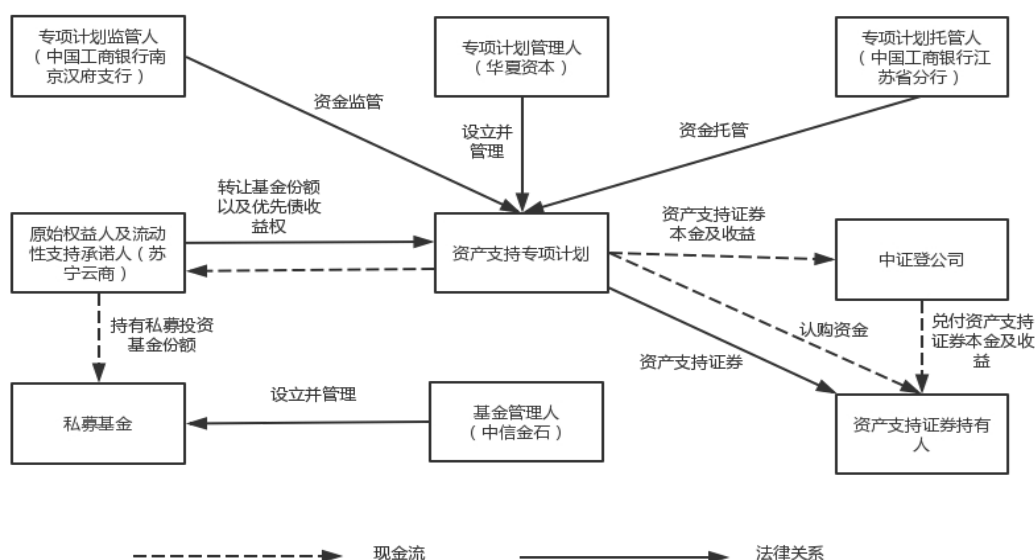
亚洲较为流行的则是信托制/基金制 REITs。在这种模式下，REITs 持有人持有的是信托凭证或基金份额，REITs 本身即为信托/基金实体，多数需要外聘基金管理人和物业资产管理人。

图 2：信托制/基金制 REITs 组织结构图



在 REITs 市场发展的初期，采用信托型/基金型（契约型）的 REITs 结构，做成有期限的、可上市交易的封闭式基金，可以减少 REITs 设立的法律程序，容易为管理层和投资者接受。但是，由于公司型 REITs 拥有一个独立的按照投资者最佳利益行事的董事会而非像信托/基金型 REITs 的投资者那样要委托外部管理人负责 REITs 的运营发展，公司型 REITs 通常可以更好的解决投资者和管理者利益冲突的问题。

图 3：“中信华夏苏宁云创资产支持专项计划”交易结构图



国内目前的操作模式主要是通过发行专项资产管理计划即契约型的方式。该方式也为证券提供了可在交易所转让的流动性。但专项资产管理计划并不能直接收购物业公司股权，所以在此一般通过私募基金收购物业公司股权。以苏宁云创项目为例，中信金石设立私募投资基金，通过《私募投资基金股权转让协议》，收购苏宁云商持有的项目公司 100% 的股权。华夏资本再通过专项管理计划，购买物业资产的全部私募投资基金份额，从而间

接持有物业资产¹。

二、面临承担的税负水平不同

国外成熟市场 REITs 产品通常可以享受一定税收优惠。如美国，其国内税法规定，在满足投资范围、收入比例、组织形式等各方面要求后，如果将 REITs 公司应税收益的 90% 以上分配给投资者则可以免征公司层面的所得税，仅投资者个人需缴纳个人所得税；但 REITs 公司分配后的留存收益仍需缴纳公司所得税²。

而在我国，在基础物业资产转移给 SPV（如私募基金和信托公司）时，由于所有权发生转移，根据现行法律原始权益人还需缴纳 25% 的企业所得税³，如果原始权益人为房地产开发公司还另需按照累进税率缴纳 30-60% 的土地增值税⁴，如在以后《公司法》允许的条件下通过公司制成立 REITs 公司，在 REITs 公司运营层面还需缴纳公司所得税，因此我国 REITs 所承受税负还处于比较高的水平。

三、运营方式收入来源不同

以美国为例，由于采用公司型组织结构，REITs 公司的运营多以不断提高盈利水平，为股东谋求长期回报为目的。因此在 REITs 公司发展过程中通常会适时不断收购新的物业资产或投资于其他靠销售方式如酒店、高尔夫球场获得收入的业务，扩大 REITs 经营规模。但为达到美国国内税法免交公司所得税的要求，在投资范围上仍需满足不少于 75% 的比例投资于可产生稳定租金收入的房地产或地产相关产业，同时 75% 以上的收入须来自于房地产租金、房地产抵押贷款利息、相关处置收入或其他合格投资收益。

我国当前类 REITs 产品多采用专项计划购买私募基金份额，私募基金全额收购基础物业资产的方式。基础资产的选择通常由发起人即原始权益人决定，在专项计划成立之初便确定若干物业资产作为基础资产，在产品存续期内专项计划也不会购买新的物业资产，即类 REITs 的规模一般是固定的。其项目收入也仅限于基础物业公司的运营收入以及产品到期退出时物业资产的处置收入或原始权益人支付的权利对价等。

四、收益分配方式不同

美国、新加坡、香港等成熟市场在 REITs 收益分配方面，都采用了需将应税收益的 90% 以股利或分红形式分配给投资者才可享有税收优惠的规定。

我国由于没有针对 REITs 的法律法规在收益分配方面的具体要求，在受益权形式上出现了优先级、次级等多种类别的收益类型。其中优先级证券大多只享有发行时确定的固定利率或享有部分在计划退出资产处置时产生的增值收益，大部分资产处置的收益分配权由次级或称权益级享有；而享有物业处置收益的次级或权益级通常期限较短，不能达到长期持有享受增值的目的。

五、募集形式不同

国外成熟市场 REITs 产品的投资人范围广，投资期限长。以美国为例，REITs 在成立时受益人即须在 100 人以上，持股最多的 5 名股东所持份额不能超过总流通值的 50%；如要满足上市要求则需更多的股东持股或满足一定交易量；投资者通常可长期持有也可交易转让。

我国当前产品受限于专项资产管理计划形式的限制，多为私募形式，募集范围一般在

200 人以下。在 3-5 年后产品到期退出时即使我国在各方面都具备了发行公募 REITs 的条件，因为原始权益人拥有优先回购权，如果原始权益人如果需要支付的权利对价较少的话，根据不同交易条款的设置也可能影响产品最后以发行公募 REITs 形式退出。

上述不同可总结为以下内容：

国外主流 REITs		我国类 REITs
交易结构组织形式	公司型/契约型	契约型
税负水平	REITs 收益分配达到一定比例（90%）后，分配给投资者的部分免征公司层面所得税	资产转移过程中需缴纳公司所得税、土地增值税等较高税负
收入来源	具有法律法规相关要求，REITs 公司或计划会购入新资产，但大部分收入来源于可产生稳定收入的房地产租金、相关处置收入或其他合格投资收益	未设法律法规相关要求，目前大部分来自于项目成立时的基础物业公司运营收入、处置收入等
分配要求	90%收益分配给投资者，可长期持有	分设优先级和 B 级或次级，优先级享有固定收益，B 级或次级可享有物业处置收益但通常期限较短
募集形式	具有公募 REITs，成立时在 100 人以上，上市公开发行人时股东数量要求更高	一般在 200 人以下，原始权益人拥有的优先回购权，可能影响最后以公募 REITs 形式退出

通过以上比较可以看出，国内现有冠以“REITs”命名的产品与国际标准的 REITs 存在很大区别，REITs 的标准化、国际化道路依然任重道远。但是 REITs 这些具有中国特色的市场实践毋庸置疑地为我国 REITs 发展积累了实实在在的经验。对比国外 REITs 的税收驱动、政策驱动发展路径来看，我国之所以未能设计出国际标准的 REITs 产品，主要在法律法规、基础设施配套等方面存在以下障碍：

1、缺少针对 REITs 的专项法律法规

美国通过国内税法规定了成立 REITs 需要满足的各方面要求，香港、新加坡等国家则是采用 REITs 专项立法来正式推出标准 REITs 产品。我国由于目前仍未出台相关的专项法律法规，目前发行的类 REITs 产品在投资期限、范围、收入来源、分配方式等诸多方面仍没有统一标准。

2、税收优惠难以获得

目前我国税法规定在资产转移至 SPV 时，原始权益人还需根据物业评估价值缴纳 25% 公司所得税以及 30%-60% 的土地增值税以及其他一般增值税、印花税等。如果在《公司法》允许的条件下，以公司制运营 REITs 则面临在 REITs 运营期间缴纳公司所得税和个人所得税的双重征税困境。

3、产权不够明晰完整

根据美国较成熟的经验，REITs 一般投资于具有稳定收益的物业中，要求物业产权必须完整明晰。而我国很多房地产项目都以出售为目的，产权被分割成许多小产权用以出售，开发者由于不拥有完整的产权而对基础资产的选择造成了一定障碍。

不过，我国虽尚未出台正式的有关 REITs 的政策法规，但对于 REITs 的讨论和探索一直在进行，最早的政策尝试可追溯至本世纪之初。

2007 年 6 月，人民银行联合住建部等部门召开会议，认为应按照“试点与立法平行推进”的原则推进 REITs。

2008 年，银监会发布《信托公司管理办法》的修订版，鼓励 REITs 的发展。

2009 年 8 月，人民银行和银监会发布《房地产集合投资信托业务试点管理办法》，提到 REITs 将被两家监管机构共同监管。

2009 年 11 月，人民银行发布了《银行间债券市场房地产信托受益券发行管理办法》征求意见稿

2010 年 6 月，人民银行、住建部等多个部门联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，提到应当鼓励公租房的新融资渠道，探索使用 REITs、信托等形式。

2014 年，国内首只 REITs 产品——中信启航专项资产管理计划获得监管层批准，并首次尝试在交易所流通，计划 3 年后公募上市。同年，人民银行《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》中，提出了将积极稳妥开展 REITs 试点工作。

随后中国的类 REITs 进入快速发展道路，相继出现了中信苏宁、海航大厦、云南彩云之南酒店、中信华夏苏宁云享等类 REITs 产品。

在对 REITs 讨论和探索的过程中，银监会在 2009 年推出的《房地产集合投资信托业务试点管理办法(草案)》以及人民银行在 2009 年起草的《银行间债券市场房地产信托受益券发行管理办法》为我国 REITs 的顶层设计提供了可行的初步框架。在银监会的方案中对 **REITs 的成立标准、投资要求、收益分配要求、信息披露要求**等方面均进行了规范化要求：

- (1) 在信托计划成立时：期限不少于 5 年；信托单位持有人不少于一百个；
- (2) 投资范围、收入比例方面：投资对象中包含 80%以上能产生可预见现金流的房地产项目；总收入的 75%来源于房地产项目产生的租金收入、处置收益等；
- (3) 在收益分配方面规定：信托计划的收益分配比例不得低于信托计划净收益的 90%。

在人民银行的方案中，对 REITs 的交易结构进行了贴近国情的规范化设定，允许将 **REITs 设定为结构化产品**，规定了在银行间市场发行房地产信托受益券的具体安排：

(1) 房地产信托受益由房地产物业租金收入和处分房地产物业所得构成，受托人应在扣除相关税费和必要储备之后，将其余信托收益全部分配给受益人。

(2) 信托受益权应区分优先级收益权和次级受益权，优先级受益权应当为固定收益产品，可在银行间债券市场进行转让。超过优先级的收益应该分配给次级持有人，次级受益权应当由委托人全部持有等。

随着市场不断渐进发展，实践经验持续积累，我国在关于 REITs 的制度环境安排上将更加容易具有针对性，能够设计出符合国情的 REITs 政策法规。可以期待在合适的市场时点，我国的 REITs 的政策法规也将瓜熟蒂落，符合国情的标准化 REITs 产品也会顺利推出。

¹ 《中信苏宁资产支持专项计划说明书》

² 美国《国内税收法》第 865~858 条。

³ 《中华人民共和国企业所得税法》第一章第四条。

⁴ 《中华人民共和国土地增值税暂行条例》第十条。

免责声明：本报告系根据公开信息做出的独立判断。对于公开信息，本公司不保障其真实性和准确性。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见不构成任何机构或个人做出证券买卖出价或询价的依据。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不承担任何法律责任。本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。