



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

类 REITs 产品交易结构分析及 信用评级关注要点

- 类 REITs 产品概要
- 类 REITs 产品的交易结构
- 类 REITs 产品的税务安排
- 类 REITs 产品信用评级关注要点
- 总结与展望

结构融资评级部

分析师：

钱子阳、刘志轩

2018 年 5 月

类 REITs 产品交易结构分析及信用评级关注要点

摘要：作为国内资产证券化产品重要的品种之一，类 REITs 产品受到越来越多的关注。本文首先从基础资产的形成和产品结构两要素对市场中的类 REITs 产品的交易结构进行了分析。在基础资产形成方面，介绍了目前市场上主要的几种基础资产形成模式，并从设计前提、税务安排和政策环境等维度分析了各模式的设计动因以及可能存在的优劣势。在产品结构方面，总结了偏股型和偏债型类 REITs 产品的不同结构设计特点；再结合类 REITs 产品交易结构的基础上梳理了“标的物业装入公司”、“转让项目公司股权”、“项目公司反向吸收合并”以及“项目公司运营期间”这四个环节可能涉及的税费及对应的相关政策内容等。最后，结合类 REITs 的交易结构指出产品信用评级的主要关注点。

一、 类 REITs 产品概要

REITs (Real Estate Investment Trust, 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投资基金。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。

二、 类 REITs 产品的交易结构

目前对于类 REITs 的交易结构设计, 参与方较多, 整个项目交易环节众多, 且由于国内暂无针对类 REITs 产品的制度性税务安排, 故类 REITs 产品的产品模式亦无定式。本文对已发行类 REITs 从基础资产形成以及产品结构两要素进行交易结构分析。

（一） 基础资产形成

1. 专项计划+私募基金（股权受让+委托贷款）+项目公司模式

前提：标的物业在项目公司名下，且项目公司有存量债务；

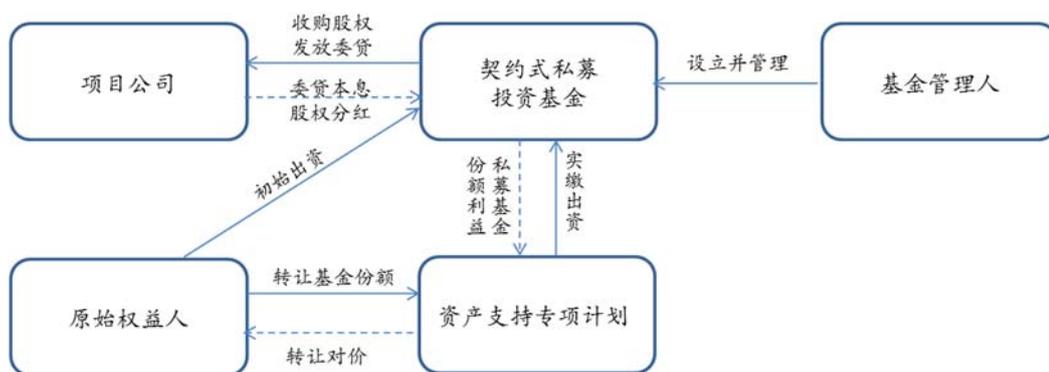
交易结构：首先由基金管理人根据相关法律法规设立私募投资基金（契约型、封闭式），原始权益人作为基金份额投资人与基金管理人、基金托管人签订基金合同，并缴付初始基金出资（通常金额较小，例如 100 万），并办理私募资金备案手续；随后原始权益人向专项计划转让其持有的基金份额，并由专项计划向私募基金实缴剩余出资，履行出资义务；接着私募基金以部分金额向项目公司受让股权以成为标的物业的持有人，并且以标的物业抵押在委贷银行为条件向项目公司发放委托贷款。该委托贷款用于清偿项目公司的存量债务。私募基金获得委托贷款的本息和项目公司股权分红，并以此向专项计划分配私募基金份额利益。

优势：（1）私募基金在未来有可能能够公开上市交易，方便投资者的退出。在国内类 REITs 的收益分配的安排上，一般都已在普通分配之后加入了处置分配和份额分配，为未来可能的公募上市做好了准备；（2）可以不用完全实缴资本就可完成备案，减少过桥资金。根据《私募投资基金登记注册备案办法》，基金业协会并未要求申请机构应当具备特定金额以上的资本金才可登记。但作为必要合理的机构运营条件，申请机构应根据自身运营情况和业务发展方向，确保有足够的资本金保证机构有效运转。相关资本金应覆盖一段时间内机构的合理人工薪酬、房屋租金等日常运营开支。律师事务所应当对私募基金管理人是否具备从事私募基金管理人所需的资本金、资本条件等进行尽职调查并出具专业法律意见。针对私募基金管理人的实收资本/实缴资本不足 100 万元或实收/实缴比例未达到注册资本/认缴资本的 25% 的情况，协会将在私募基金管理人公示信息中予以特别提示，并在私募基金管理人分类公示中予以公示；（3）可以引入专业的地产投资机构作为私募基金管理人来参与物业的运营和管理。私募基金的投资者一般是机构投资者，对于投资者人数和投资起点金额有较高的要求。专业投资者为了寻求其收益率的稳定性和可预期性，已经希望未来在处置时能够参与物业增值收益的分配，会对私募基金的管理者和物业的运营方有一定要求。若有专业的地产私募基金来参与物业的运营和管理，可以有效提升物业的运营效率，增强未来现金流的稳定性，现金流的稳定增长可促使物业公允价值的提高，因此引入专业的地产私募基金来参与物业的运营和管理可以有效保障投资者的利益。

关注点：采取股权+债权的结构安排，首先可以规避一定的企业所得税。企业所得税是我国的一个主要税种，正常情况下税率为 25%，且对于投资人来说若在项目公司运营层面缴纳完企业所得税，再进行股东分红，股东层面还需缴纳相

应税款，涉及重复征税的问题。因此，通过发放贷款形成债务，可以相应减少项目公司运营层面的企业所得税。但为了避免恶意避税，财税[2008]121号文规定在计算应纳税所得额时，企业实际支付给关联方的利息支出，其接受关联方债权性投资与其权益性投资比例是受到限制的，具体而言金融企业为 5: 1，其他企业为 2: 1，不超过上述规定比例和税法及其实施条例有关规定计算的部分，该利息支出准予扣除，超过的部分不得在发生当期和以后年度扣除。再者也可以规避折旧对基础资产现金流的影响，因为股东分红必须从净利润中分配，但商业物业的折旧额一般较高，分配给股东的红利势必会受到影响。因此，让项目公司通过归还借款的方式把资金分配给投资者，可以有效保障投资者的利益。同时，为了对抗善意第三人风险和或有的道德风险，即使项目公司发生了股权变更，投资人也会要求对标的物业办理抵押，构建债务结构可以顺利办理抵押。

图表 1. 私募基金+项目公司（股权转让+委托贷款）模式



资料来源：新世纪评级根据相关资料整理。

2. 专项计划+单一资金信托（股权受让+信托贷款）+项目公司模式

2018年1月6日，银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》(银监发[2018]2号)，对委托贷款资金来源等进行了新的规范，该管理办法规定“受托管理的他人资金”不得用于发放委托贷款，故类REITs产品中私募基金以向项目公司或者SPV发放银行委托贷款构建债务结构的形式将需要重新调整。此外，在2018年1月12日基金业协会更新的《私募投资资金备案须知》中规定，私募基金通过委托贷款、信托贷款等形式直接或间接从事借贷活动的产品将无法备案，私募基金作为持有项目公司权益的载体的角色将受到重大影响。在2018年1月23日，基金业协会在北京召开的“类REITs业务专题研讨会”中明确了在私募基金投资端，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。虽然“类REITs业务研讨会”使得私募基金在类REITs结构中仍

然可以操作（即模式 1 中的委托贷款替换为股东借款），但是以信托计划“股+债”持有不动产也将成为另一常见模式，即以单一资金信托受让项目公司股权向项目公司发放信托贷款形成债权，或者以股东借款的债权和股权设立财产权托（见下文第六种模式）。

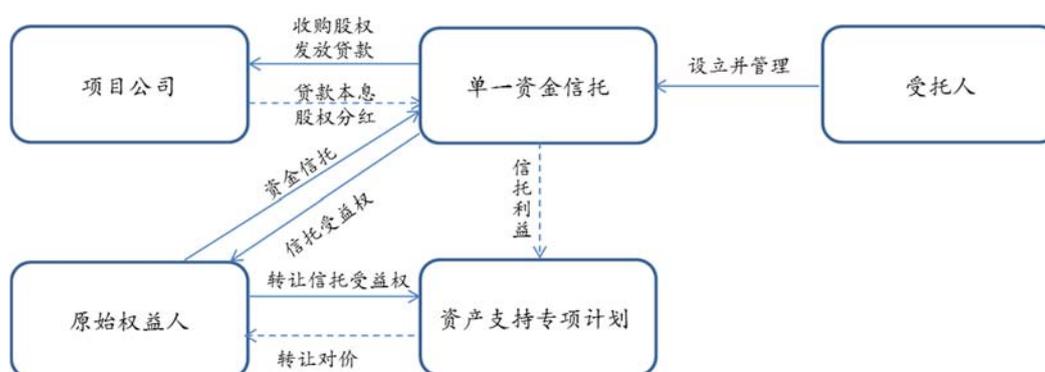
前提：标的物业在项目公司名下，且项目公司有存量债务；

交易结构：首先原始权益人作为委托人与受托人签订单一资金信托合同，将信托资金委托给信托公司设立单一资金信托；接着信托公司（代表单一资金信托）以部分金额向项目公司受让股权以成为标的物业的持有人，并且以标的物业抵押给单一资金信托为条件向项目公司发放信托贷款，用于清偿项目公司的存量债务。这样，信托公司（代表单一资金信托）就可以获得信托贷款的本息和项目公司的分红，并以此向专项计划分配信托利益。

优势：上述结构受委贷新规和《私募投资资金备案须知》的影响较小，同时单一资金信托本身可发放信托贷款，在发放信托贷款的同时将标的物业抵押给信托。

关注点：私募基金一般无需全资实缴即可成立，原始权益人以少量资金成立私募基金后，将私募基金份额转让给专项计划，由专项计划履行实缴剩余资金的义务。但是单一资金信托理论上需要全资实缴方可成立，故通常情况下原始权益人需要寻找过桥资金来成立单一资金信托，而在当前监管环境、市场条件下过桥资金的成本较高。另外，根据《信托业保障基金管理办法》，资金信托需按新发行金额的 1% 缴纳信托业保障基金，也在一定程度上变向增加了发行人的发行成本。

图表 2. 单一资金信托+项目公司（股权转让+信托贷款）模式



资料来源：新世纪评级根据相关资料整理。

3. 专项计划+私募基金（股权受让）+项目公司模式

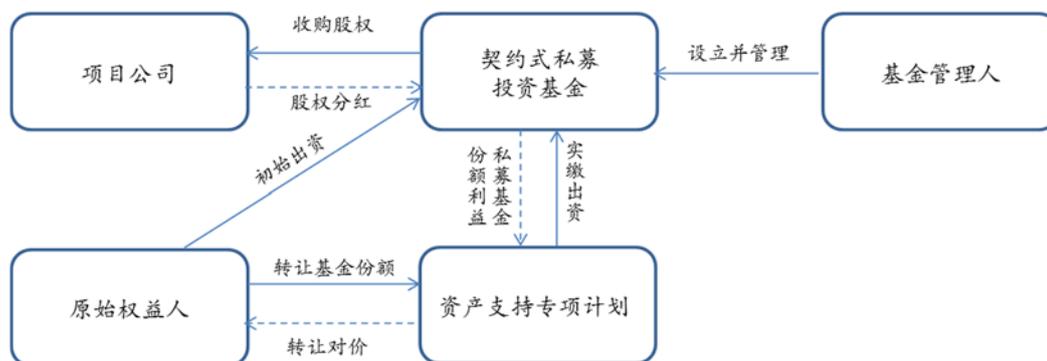
前提：标的物业在项目公司名下，但项目公司没有存量债务；

交易结构：首先由基金管理人根据相关法律法规设立私募投资基金（契约型、封闭式），原始权益人作为基金份额投资人与基金管理人、基金托管人签订基金合同，并缴付初始基金出资（通常金额较小），并办理私募资金备案手续；随后原始权益人向专项计划转让其持有的基金份额，并由专项计划向私募基金实缴剩余出资，履行出资义务；接着私募基金向项目公司受让股权以成为标的物业的持有人。私募基金获得项目公司的股权分红，并以此向专项计划分配私募基金份额利益。

优势：该交易结构不涉及各类贷款事宜，在当前监管环境、市场条件下易于推动，以私募基金受让项目公司股权，并成为物业资产的持有人，以项目公司的股利为私募基金份额利益的唯一来源，交易结构简明清晰。

关注点：一般意义上讲，项目公司在缴纳过企业所得税之后方可进行股利分配，且获得股利的投资人还需再次缴纳所得税，形成了双重税负。若有项目公司有债务负担，作为债务人向债权人归还贷款的本息可以起到避税效果。另外，物业资产每年产生的折旧较大，会减少项目公司每年形成的净利润，可供股利分配的金额会受到折旧额的影响，而折旧为会计意义的概念，并非实际现金流，该部分现金流可能会形成一定的资金沉淀。此外，我国的公司法规定公司分配当年税后利润时，应当提取利润的 10% 列入公司法定公积金，只有当该法定公积金的累计额达到公司注册资本的 50% 时方可不再提取。因此，该种交易结构除了受到税收政策、折旧事项的影响之外，还可能受该法定公积金提取规定的影响。

图表 3. 私募基金+项目公司（股权转让）模式



资料来源：新世纪评级根据相关资料整理。

4. 专项计划+私募基金(股权受让+委托贷款)+SPV+项目公司模式

如在交易结构（3）所述，项目公司在运营期间应缴纳的企业所得税，若在交易结构不能合理避税，会使得标的物业的相关收入再向投资人分配之前需缴纳相应税收，进而提高类 REITs 发行人的发行成本，降低发行人的发行意愿。故对于没有存量债务的项目公司，则需构建项目公司存量债务，减少项目公司运营层面的企业所得税，这样项目公司标的物业运营获得相关净现金流可以优先通过偿还贷款本息的方式分配给投资人。

前提：标的物业在项目公司名下，但项目公司没有存量债务；

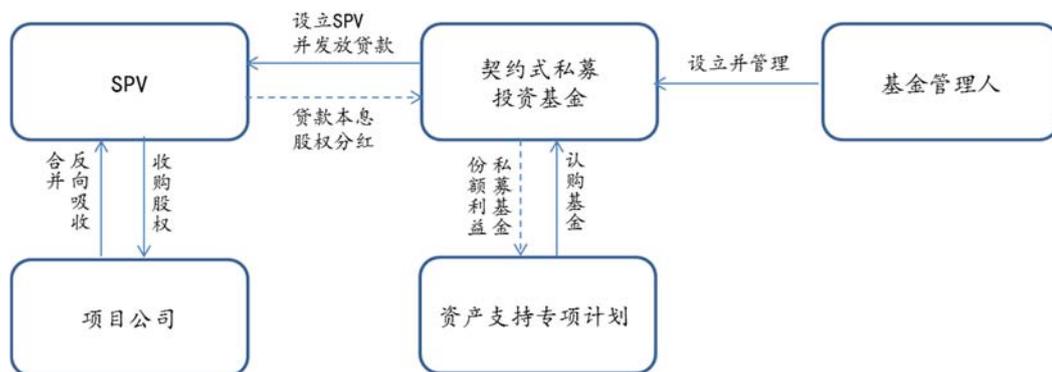
交易结构：首先原始权益人设立一个 SPV 公司，该 SPV 公司向原始权益人受让其持有的项目公司的 100% 的股权，可在《项目公司股权转让协议》合同中约定先交割股权，后支付股权转让款；接着由基金管理人根据相关法律法规设立私募投资基金（契约型、封闭式），原始权益人作为基金份额投资人与基金管理人、基金托管人签订基金合同，并缴付初始基金出资（通常金额较小），并办理私募资金备案手续；私募基金备案完成后，私募基金向原始权益人受让其持有的 SPV 公司 100% 的股权，可在《SPV 股权转让协议》中约定先交割股权，后支付股权转让款，因此私募基金持有项目公司 100% 的股权；随后原始权益人向专项计划转让其持有的基金份额，并由专项计划向私募基金实缴剩余出资，履行出资义务；获得全部出资后，私募基金按照前述《SPV 股权转让协议》的约定支付尚未支付的 SPV 股权转让价款，并以标的物业抵押给委贷银行为条件向该 SPV 公司发放委托贷款；SPV 公司随即以股权转让对价和获得的委托贷款向项目公司支付约定支付尚未支付的股权转让款，受让全部股权；接下来项目公司反向吸收合并 SPV 公司，SPV 公司主体资格消灭，项目公司主体继续存续，私募基金对 SPV 持有的委托贷款债权与股权转化为对项目公司的委托贷款债权与股权，私募基金成为标的物业的持有人，并根据对原 SPV 公司的委托贷款债权和股权获得委托贷款的本息和项目公司股权分红，并以此向专项计划分配私募基金份额利益。

优势：该交易结构通过新设 SPV 公司并对 SPV 公司发放委托贷款构建存量债务，可以合理避税，减少项目公司运营层面的企业所得税，这样项目公司标的物业运营获得相关净现金流可以优先通过偿还贷款本息的方式分配给投资人。且项目公司反向吸收合并 SPV 公司能起到避免更名及重新签署或变更底层相关租赁合同的效果，简化了相关程序，提高了融资效率。

关注点：涉及多次股权交易，程序较为复杂，有一定的时间成本，且在合理避免企业所得税之外，于股权交易阶段可能会涉及其他的规费。反向吸收合并一

一般而言在 SPV 公司清算后，清算所得需缴纳企业所得税，仍需关注地方税务实际操作程序。且财税[2008]121 号文规定企业接受关联方债权性投资与其权益性投资比例是受到限制的，具体而言金融企业为 5: 1，其他企业为 2: 1，在接受委托贷款时，设立的 SPV 公司是否适用该规定可能要参考相关部门的意见。若适用于该规定，为了构建足够的委贷债权以达到避税的效果，则需要与之相当的权益性资本，可能会增加原始权益人的资金负担。

图表 4. 私募基金+SPV(股权转让+委托贷款)+项目公司（股权转让）模式



资料来源：新世纪评级根据相关资料整理。

5. 专项计划+单一资金信托（股权受让+信托贷款）+SPV+项目公司模式

前提：标的物业在项目公司名下，但项目公司没有存量债务；

交易结构：该模式是将模式（4）的私募基金换用单一资金信托。首先原始权益人设立一个 SPV 公司，该 SPV 公司向原始权益人收购其持有的项目公司的 100% 的股权；接着原始权益人与信托公司、签单一资金信托合同，将信托资金委托给信托公司设立单一资金信托，原始权益人成为信托受益人，享有信托受益权；信托公司与原始权益人签订《股权转让协议》，受让其持有的 SPV 股权，进行实现单一资金信托通过 SPV 间接持有项目公司 100% 股权，同时信托公司向 SPV 发放信托贷款，项目公司则以其持有的标的物业向信托公司提供抵押担保；接下来项目公司反向吸收合并 SPV 公司，SPV 公司主体资格消灭，项目公司主体继续存续，信托公司对 SPV 持有的信托贷款债权与股权转化为对项目公司的信托贷款债权与股权。

6. 专项计划（股权受让）+项目公司

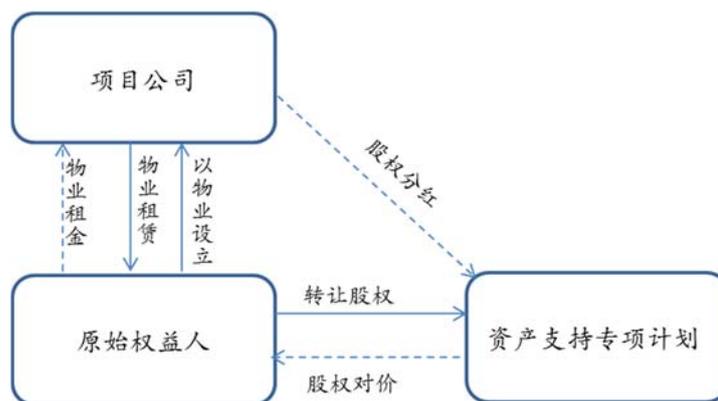
前提：标的物业在项目公司名下，但项目公司没有存量债务；

交易结构：不通过私募基金或者信托计划，原始权益人直接将其对项目公司的股权转让予专项计划。项目公司以其运营标的物业的租金收入向专项计划分配股权分红。

优势：交易结构简单明了，不涉及私募基金或者信托计划，按照正常的 ABS 项目在基金业协会备案即可，在项目设立时流程简单，在资金转付时所需协调的机构较少，且面临的法律、政策风险相对较小。

关注点：该结构中，项目公司在分配股权分红之前可能会面临高额的企业所得税。且股权分红的金额会受到折旧金额和项目公司法定公积金的影响。

图表 6. 专项计划（股权受让）+项目公司模式



资料来源：新世纪评级根据相关资料整理。

7. 专项计划+财产权信托+项目公司（股权转让+股东借款）

前提：标的物业在项目公司名下，项目公司有存量债务；

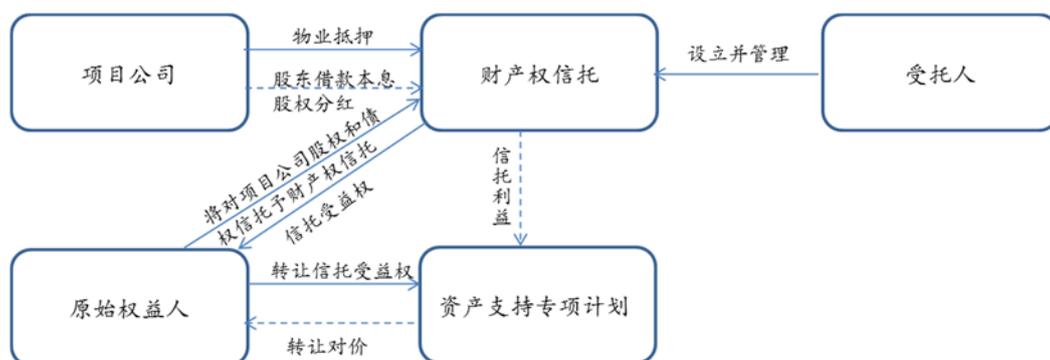
交易结构：原始权益人先对其持有的项目公司发放股东借款以清偿存量债务；随即原始权益人作为委托人将对项目公司拥有的股权和股东借款的债权信托予财产权信托，由受托人负责管理；债务人、债权人和信托公司签订债权债务确认协议后，项目公司将标的物业抵押给该财产权信托；原始权益人向专项计划转让其持有的信托受益权；财产权信托获得股东借款的本息和项目公司股权分红，并以此向专项计划分配信托利益。

优势：随着委贷新规对于委托贷款的规范化管理，且更新的《私募投资资金备案须知》规定，私募基金通过委托贷款、信托贷款等形式直接或间接从事借贷

活动的产品将无法备案，因此常用的通过私募基金以向项目公司或者 SPV 发放银行委托贷款构建债务结构的形式未来将可能需要重新调整。信托业保障基金的收取比例亦较单一资金信托低。使用股东借款亦可以避免寻找资金过桥方，降低融资成本。

关注点：通过发放股东借款以清偿存量债务，要求原始权益人有较强的资金实力，且财税[2008]121 号文规定企业接受关联方债权性投资与其权益性投资比例是受到限制的，具体而言金融企业为 5: 1，其他企业为 2: 1，只有符合该规定的股东借款才能够起到合理避税的作用。且为了符合该规定，需要与之相当的权益性资本，可能会增加原始权益人的资金负担。再者，在未来 REITs 份额可以上市交易的时候，信托计划对应的信托单位可能无法上市交易。

图表 7. 专项计划+财产权信托+项目公司（股权转让+股东借款）模式



资料来源：新世纪评级根据相关资料整理。

上述结构的前提都包含了标的物业在项目公司名下，对于标的物业不在项目公司，需先设立项目公司将标的物业装入项目公司，避免直接转让标的物业所带来的契税等税收。

除了上述结构外，也有少许项目采取了单一资金信托与私募基金并存；融资人不完全持有项目公司股权等。总之，根据不同的实际情况构建不同的基础资产是类 REITs 项目的一大特征，目的一般在于构建完备稳定的现金流以及方便进行节税避税等税务安排。

(二) 产品结构分析

1. 偏股型 or 偏债型

从产品的结构上，市场上的类 REITs 产品还可细分可分为偏股型和偏债型，具体的结构特征如下所示：

图表 8. 偏股型类 REITs 及偏债型类 REITs 结构特征

	偏股型类 REITs	偏债型类 REITs
期限	通常期限较短	通常期限较长； 目前市场上以 18~24 年为主。
分层	优先 A 级/优先 B 级/优先 C 级(或有)/次级；	优先 A 级/优先 B 级/优先 C 级(或有)/次级；
还本付息	期间付息，到期一次还本或期间预留利息储备金后过手还本；	期间付息，优先 A 级期间固定还本， 优先 B 级到期一次还本；
结构特征	1) 强信用主体对优先级享有优先收购权，但所支付的权利维持金较少，主体增信的效果较弱； 2) 净现金流和权利维持金只够覆盖期间利息一般无法覆盖全部优先级本金，若期间没有行使回购权利，优先级本金的退出主要依赖类 REITs 份额上市或者标的物业的市场化处置。	1) 强信用主体对优先 A 级的回售提供流动性支持； 2) 强信用主体对优先 B 级享有优先收购权，并支付权利维持金； 3) 各期净现金流对优先 A 级本息超额覆盖，优先 B 级期间利息依靠剩余净现金流和实缴权利维持金进行偿付，优先 B 级的本金通过优先收购人行权，不行权的情况下主要以计提的权利维持金进行偿付（主体增信效果较显著）；若另行设置强信用主体的差额支付和保证担保，权利维持金部分至少满足优先 B 的利息偿付； 4) 强信用主体对优先级证券进行差额支付或保证担保或提供刚性整租合同（或有）。

资料来源：新世纪评级根据相关资料整理

2. 现金流分配模式

类 REITs 产品的情景分配同常分为四种模式：

(1) 普通分配（或称“一般分配”）

普通分配指分配的原始资金来源于目标公司运营管理标的物业产生的收入，在扣除相关费用后在每个普通分配日进行一次普通分配。

(2) 处置分配

处置分配指分配的原始资金来源于资产处置收入和公募上市收入（包括销售资金、出售价款和 REITs 份额），扣除相关费用后进行的分配，其中原状分配可

能作为处置分配的一种特殊形式。

(3) 份额分配

在实现类 REITs 上市的情况下，以其持有或出售 REITs 份额获得的收益进行的分配，以及锁定期（因为法律法规或相关政府监管机构限制的一定期限内）结束后对已虚拟分配的 REITs 份额进行的实际分配。

(4) 虚拟分配（或称“名义分配”）

REITs 份额在锁定期无法转让至投资者名下，可实际分配的 REITs 份额需要进行登记和确认权益。在锁定期结束后，虚拟分配可进行实际分配，也就是上述的份额分配。

三、 类 REITs 产品的税务安排

从上文的分析可以看出，类 REITs 产品的税务优化至关重要，不仅可以影响基础资产的现金流，更直接的原因是增加发行人的发行成本，影响其发行意愿。本节从标的物业装入项目公司、项目公司股权转让、项目公司反向吸收 SPV 以及项目公司运营阶段四个方面梳理了可能需缴纳的税收。

(一) 标的物业装入项目公司可能涉及的税费

若标的物业不在项目公司内，需要将标的物业装入项目公司，方式主要有以下几种：（1）由原始权益人出资成立项目公司，原始权益人将不动产转让给项目公司；（2）原始权益人以公司分立方式将不动产剥离到分立企业；（3）原始权益人出资成立全资子公司，然后将不动产划转（投资）到全资子公司。

上述过程涉及的相关税种主要有土地增值税、契税、增值税及其附加、企业所得税和印花税。若原始权益人为非房地产企业，则土地增值税有相应的优惠减免政策。契税方面，财税[2018]17 号明确了契税适用的优惠措施。增值税及其附加方面，不同的标的物业装入项目公司的方式对应不同的征税标准，原始权益人将营改增之前取得的不动产在营改增之后转让或投资于项目公司用于出租的，原始权益人按 5% 缴纳增值税。若标的物业所在地和项目公司注册所在地不一致，各地区增值税附加税的税率可能存在不一致。企业所得税方面，原始权益人以转让方式销售不动产的，在满足一定条件时可以在 5 年内分期均匀缴纳，但若以资产划转、公司分立方式办理资产过户的可适用特殊性税务处理办法，或可免征企业所得税，需与主管税务机关沟通确认其是否同意以账面净值划转。在《印花税法暂行条例》中的税目中并未明确资产划转是否属于印花税的应税范围，故印花税亦存在一定的沟通空间，且印花税的税率本身较低，对税收成本的影响有限。

图表 9. 标的物装入项目公司可能涉及的税费

涉及税费	相关政策	内容	备注
土地增值税	国税发[2016]70号、土地增值税暂行条例	纳税人将开发产品用于职工福利、奖励、对外投资、分配给股东或投资人、抵偿债务、换取其他单位和个人非货币性资产等，发生所有权转移时应视同销售房地产； 转让国有土地使用权、地上的建筑物及其附着物并取得收入的单位和个人，为土地增值税的纳税义务人（以下简称纳税人），应当依照本条例缴纳土地增值税。 土地增值税实行四级超率累进税率。	适用于房地产开发企业
	财税[2015]5号	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。	1、不适用于房地产开发企业； 2、执行期限为2015年1月1日至2017年12月31日。但最近的政府工作报告中对该项税务优惠的延续予以了明确。
契税	财税[2018]17号	同一投资主体内部所属企业之间土地、房屋权属的划转，包括母公司与其全资子公司之间，同一公司所属全资子公司之间，同一自然人与其设立的个人独资企业、一人有限公司之间土地、房屋权属的划转，免征契税。母公司以土地、房屋权属向其全资子公司增资，视同划转，免征契税。	执行期限为2018年1月1日至2020年12月31日。
增值税及其附加	财税[2016]36号	不动产出资视为有偿转让不动产，故需缴纳增值税。 1.一般纳税人销售其2016年4月30日前（后）取得的非自建的不动产，可以选择适用简易（一般）计税方法，以取得的全部价款和价外费用减去该项不动产购置原价或者取得不动产时的作价后的余额为销售额（以取得的全部价款和价外费用为销售额计算应纳税额），按照5%（11%）的征收率计算应纳税额； 2.一般纳税人销售其2016年4月30日前（后）自建的不动产，可以选择适用简易（一般）计税方法，以取得的全部价款和价外费用为销售额，按照5%（11%）的征收率计算应纳税额。	按照相关规定缴纳附加税费。
企业所得税	财税[2014]116号	居民企业（以下简称企业）以非货币性资产对外投资确认的非货币性资产转让所得，可在不超过5年期限内，分期均匀计入相应年度的应纳税所得额，按规定计算缴纳企业所得税。	
	财税[2014]109号	<u>对100%直接控制的居民企业之间，以及受同一或相同多家居民企业100%直接控制的居民企业之间按账面净值划转股权或资产，凡具有合理商业目的、不以减少、免除或者推迟缴纳税款为主要目的，股权或资产划转后连续12个月内不改变被划转股权或资产原来实质性经营活动，且划出方企业和划入方企业均未在会计上确认损益的，可以进行特殊性税务处理。</u>	划入方企业取得被划转股权或资产的计税基础，以被划转股权或资产的原账面净值确定的或可免征企业所得税
印花税	印花税法暂行条例	产权转移书据为应纳税凭证	

资料来源：新世纪评级根据相关资料整理。

(二) 转让项目公司股权可能涉及的税费

在上文的交易结构中，可以看到类 REITs 项目中，项目公司的股权会发生转让，标的物业的实际持有人会发生相应变化。其中涉及的税种主要有增值税及其附加、土地增值税、企业所得税、契税和印花税。基本可以明确的是，因不涉及物业资产权属转移，因此无需缴纳契税。土地增值税和增值税及其附加，暂无明确的约定，但股权转让的操作过程中大多认为不涉及这两个税种。在这个过程中，企业所得税由于项目公司基本由标的物业构成，故其价值和物业公允价值相差不大，因此税额应当较小。印花税由于税目涵盖范围的缘故，且税率本身较低，故对税收的影响亦有限。

图表 10：转让项目公司股权可能涉及的税费

涉及税费	相关政策	内容	备注
土地增值税	——	目前，大多认为转让股权原则上不涉及土地增值税；但少数认为依照国税函[2000]687号文件，转让企业100%股权时，被转让企业股权表现形式的资产主要是土地使用权、地上建筑物及附着物，应当按照规定缴纳土地增值税；依照国税函[2009]387号文件，股权转让且股权转让金额等同于房地产的评估值。因此认为这一行为实质上是房地产交易行为，应按规定征收土地增值税；依照国税函（2011）415号文件，利用股权转让方式让渡土地使用权，实质是房地产交易行为，应依照《土地增值税暂行条例》的规定，征收土地增值税。	无明确约定
契税	——	物业资产权属未转移，无需缴纳契税	
增值税及其附加	——	目前，大都认为转让非上市公司股权不属于增值税征税范围	无明确约定
企业所得税	国税函[2010]79号	企业转让股权收入，应于转让协议生效、且完成股权变更手续时，确认收入的实现。转让股权收入扣除为取得该股权所发生的成本后，为股权转让所得。企业在计算股权转让所得时，不得扣除被投资企业未分配利润等股东留存收益中按该项股权所可能分配的金额。	考虑到实际操作中，项目公司价值与物业资产价值相当，缴纳相关企业所得税不大。
印花税	印花税暂行条例	产权转移书据为应纳税凭证	

资料来源：新世纪评级根据相关资料整理。

(三) 项目公司反向吸收 SPV 公司可能涉及的税费

项目公司反向吸收合并 SPV，一般而言不涉及增值税、土地增值税和契税，但 SPV 清算所得需要按规定缴纳企业所得税。

图表 11. 项目公司反向吸收 SPV 公司可能涉及的税费

涉及税费	相关政策	内容	备注
增值税、土地增值税、契税、企业所得税		反向吸收合并不征收增值税、土地增值税、契税，SPV 清算所得按照规定缴纳企业所得税。	

资料来源：新世纪评级根据相关资料整理

(四) 项目公司运营期间可能涉及的税费

项目公司运营期间涉及的税种主要有房产税、增值税及其附加、企业所得税和土地使用税。在增值税及其附加的税额确定上，需关注标的物业装入项目公司时取得的进项增值税发票能否进行抵扣。上文交易结构中的股+债的结构是为了合理节/避此处的企业所得税。

图表 12. 项目公司运营期间可能涉及的税费

涉及税费	相关政策	内容	备注
房产税	房产税暂行条例	房产税的税率，依照房产余值计算缴纳的，税率为 1.2%；依照房产租金收入计算缴纳的，税率为 12%。	
增值税及其附加	国家税务总局公告 2016 年第 16 号	一般纳税人出租其 2016 年 4 月 30 日前取得的不动产，可以选择适用简易计税方法，按照 5% 的征收率计算应纳税额；一般纳税人出租其 2016 年 5 月 1 日后取得的不动产，适用一般计税方法计税。同时按照相关规定缴纳附加税费。	按照相关规定缴纳附加税费； 需关注项目公司增值税是否可由标的装入项目公司时取得的进项增值税发票进行抵扣。
企业所得税	——	项目公司取得的租金收入与其他收入合并后扣除相关成本费用后，按照 25% 的税率缴纳企业所得税	
土地使用税	城镇土地使用税暂行条例	在城市、县城、建制镇、工矿区范围内使用土地的单位和个人，为城镇土地使用税（以下简称土地使用税）的纳税义务人（以下简称纳税人），应当依照本条例的规定缴纳土地使用税。土地使用税以纳税人实际占用的土地面积为计税依据，依照规定税额计算征收。	

资料来源：新世纪评级根据相关资料整理

四、类 REITs 产品信用评级关注要点

类 REITs 产品的信用评级主要关注其基础资产的质量、增信主体的信用支持、产品结构、其他增信措施和交易安排以及各参与方的履职能力等因素。

（一）基础资产的质量

基础资产的质量是类 REITs 产品安全兑付的核心要素，这里基础资产的质量主要分为两块：标的物业的净现金流情况和标的物业的估值情况。

（1）标的物业的现金流

衡量标的物业现金流对类 REITs 产品保障程度的量化指标为 DSCR（偿债备付率，Debt Service Coverage Ratio），其值为（当期净现金流-相关税、费）/当期优先级应付本息，DSCR 越高，标的物业现金流对优先级本息安全兑付的保护程度越好。影响标的物业现金流的因素有很多，包括标的物业的业态、租户租赁情况、物业的运营能力、标的物业的区域情况和周边物业的竞争情况等。

标的物业的业态特点影响现金流的稳定性。物业业态包括但不限于：

1) 写字楼，一般运营方和租户之间有租赁合同，租金水平和回款期限较为确定，合同期限内现金流较易预测且相对稳定；

2) 商场，与写字楼相似，通过租赁合同确定租金水平和回款期限，但有一定比例是与业绩挂钩的浮动租金；

3) 酒店，全年房价波动大，外界影响因素较多，有淡季和旺季，周期性明显，现金流相对难预测；

4) 厂房，租户集中度高，未来现金流的稳定性将取决于个别租户的运营情况。

当然，不同的物业业态有其不同的等级。等级越高，物业的运营表现也会越好。

对租户租赁情况的考察，主要集中在：

1) 租户的集中度，集中度越低，单个租户违约的影响便会越小，现金流稳定性相对较强；

2) 租金方式，一般分为三种：“纯租金”（按面积收取基本租金）、“纯扣点”（按销售额以一定的比例抽取租金）和“租金加扣点”。一般写字楼以纯租金为主要运营模式，纯租金的帐期短，回笼租金迅速；而“纯扣点”模式和“租金加扣点”较为灵活，此两类模式下可减少商户的运营成本，利于商户的运营发展；

3) 空置率，一定程度上可反应该物业的市场吸引力和市场价值，空置率高，物业未来的现金流的稳定性和增长性则难得到保障和衡量；

4) 收缴率，可间接反映物业租户的信用质量、租户的缴纳租金意愿以及物业运营方的管控能力；

5) 续租和退租的情况，考察历史续租和退租的情况，包括是否为主动退租，对物业的运营能力及未来续退租可能性的判断上也是辅助信息。

物业运营方负责标的物业的日常运营维护、招商、租赁合同的签订和成本的

管控等。运营方的物业管理能力（包括招商、激励约束制度、成本管控）会影响标的物业未来的现金流情况。同时，标的物业持续运营的时间越长，运营能力相对会越稳定。此外，需关注标的物业投保的情况，包括投保的险种、范围、金额、以及保险合同中约定的理赔程序等情况。

标的物业的区域选择通常考虑周边的设施配套和交通的便利性。标的物业所在的城市等级越高、区域越核心、周边交通越便利，其租金水平、出租率和现金流的情况也会越好，同样也会提升物业资产的估值水平及保值能力。从国内市场上已发行的类 REITs 产品看，入池的标的物业通常处于一、二线城市优质地段，能够为标的物业未来现金流的表现提供一定支持。

在周边物业竞争方面，若在标的物业所处区域的附近有同类业态的物业，可能将会对标的物业后续运营产生一定的分流影响。重点关注竞争物业与标的物业之间的运营管理差异、市场发展定位是否趋同、定价招租的优劣势及其他潜在因素等。

（2）标的物业的估值

衡量标的物业估值对类 REITs 产品保障程度的量化指标是“抵押率”，其比值为优先级本金规模/标的物业价值，抵押率越低，债务的保障程度越好。目前市场上的类 REITs 产品通常无法通过净现金流覆盖全部的优先级本金及收益，若在存续期间未行使回售或回购的权利，或是产品未设计增信主体的保证或差额补足，一部分优先级在产品到期时需要靠处置标的物业实现退出。这样，标的物业的估值以及抵押率的保障情况就会显得尤为重要。

目前市场上物业资产估值方法主要有三种：市场比较法、收益法和成本法。

1) 市场比较法，是指根据将估价对象与估价时点近期有过交易的类似房地产进行比较，对这些类似房地产的已知价格作适当的修正，以此估算估价对象的客观合理价格或价值的方法。市场比较法通常用于拥有成熟、活跃的房地产市场；

2) 收益法，是预计估价对象未来的正常净收益，选择适当的报酬率或资本化率、收益乘数将其折现到估价时点后累加，以此估算估价对象的合理价格或价值的方法。收益法的关键因素包括未来净收益的大小、获得净收益期限的长短以及资本化率的高低。收益法较适用于租金收益较为稳定的物业，例如写字楼、商场、酒店等商业地产；

3) 成本法，基本原理是在于投资者所愿意支付的对价不会超过构建该项资产的线性构建成本。该方法被评估的资产的预期收益需要能支持其重置和投入的价值。目前在国内市场上，以公允价值计量的投资性房地产评估方法主要为市场比较法和收益法。在我国租售比较低的大环境下，单单以市场比较法容易出现估值偏高的情况，在进行估值分析时，通常还会以收益法进行验证。成本法在仓库或标准化厂房等处运用较多。

另外，由于物业类资产通常会存在抵质押权利负担的情况，需要进行证券化融资对之前的债务进行清偿以解除该权利负担，所以产品结构设计中一般会在交易文件中约定变更抵押权顺位的安排，约定在一定时限内将类 REITs 的底层信托变更登记为该商业物业的第一顺位抵质押权利人。

（二）增信主体的信用支持。

为了提高类 REITs 产品优先级的评级及发行规模，产品通常会引入强增信主体来缓释基础资产的不确定风险，提升产品信用质量。通常引入强信用主体的增信安排包括：

1. 强信用主体对基础资产现金流不足以覆盖优先级利息及本金的差额部分承担补足或保证担保。
2. 强信用主体提供刚性的整租合同。
3. 强信用主体为优先级产品的回售提供流动性支持。
4. 强信用主体拥有产品某档优先级的优先收购权，并为该权利每期支付权利维持金，其中权利维持金分为实付部分和计提部分，实付部分弥补当期该档证券未付本息，其余为计提部分。权利维持金的金额大小将影响产品的信用质量，同时一定程度上也会影响优先收购权人在开放期回购的意愿。

我们需要根据交易条款具体安排关注强信用主体对类 REITs 产品的增信效果以及强信用主体自身的信用质量变化。

（三）产品结构

偏股型 vs 偏债型

在前文已介绍了偏股型和偏债型类 REITs 产品的结构特点，两种产品评级主要关注点也各有不同。对于偏股型类 REITs 产品，由于缺少强信用主体，需更多会关注标的物业产生现金流的能力以及标的物业本身的估值水平和保值能力。主要的关注点包括：1.抵押率及物业资产保值能力；2.现金流表现及现金流对优先级证券当期应付本息的覆盖程度。相较于偏债型类 REITs 产品，偏股型类 REITs 产品通常抵押率较低，发行规模偏小。

对于偏债型类 REITs 产品需关注：1.增信主体的信用质量及增信效果；2.每期现金流及权利维持金对优先级本息的覆盖程度；3.抵押率及物业资产保值能力。相较于偏股型类 REITs 产品，偏债型类 REITs 产品抵押率较高，发行规模更大。

（四）其他增信措施及交易安排

类 REITs 产品通常还会设置保证金条款、利息储备金以及评级下调事件等。

1. 保证金条款。

由于发行规模的需求，发起机构通常会在成立时缴纳保证金来增加每期现金

流对优先级本息的覆盖程度。

2. 利息储备金

在类 REITs 产品中,为了缓解未来现金流的不确定性所带来的每期优先级偿付的流动性风险,通常会设置利息储备金,即在上期优先级利息兑付完后足额预留下期所要偿付的利息总额。

3. 评级下调事件

评级下调事件,即在产品存续期间,某档优先级信用等级出现下调,发起机构或增信主体将向管理人或受托人一次性支付当期该档证券未分配的的本金和预期收益。该事件的设置一定程度上可缓解未来现金流表现不佳或主体信用质量下滑给优先级投资者带来的不利影响。

(五) 各参与方的履职能力

类 REITs 产品的交易结构安排涉及参与机构众多,若有关机构未能按照约定及时、完整地履行相关职责和义务,可能会对产品的安全兑付造成一定负面影响。

五、 总结与展望

本文整理了目前市场上已有的类 REITs 产品结构、分别对交易结构设计、各环节涉及的税务安排以及类 REITs 产品信用评级关注点做了基本介绍。目前,国内市场上发行的类 REITs 产品均只是部分符合 REITs 的产品特征,相较于国外,国内的 REITs 市场的标准化道路仍面临以下问题需要完善:

1. 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。目前我国尚未出台相关的专项法律法规;
2. 国内就 REITs 产品未制定专门的税收优惠政策,需与主管税务机关就单一项目进行沟通确定税负水平及适用政策,且项目公司运营层面需缴纳企业所得税,投资者取得投资收益之后亦需再次缴纳所得税,存在双重赋税问题,使得国内类 REITs 产品的投资回报率受到较大影响;
3. 国内的类 REITs 产品属于“私募”性质,仅对机构投资者销售,且不能在公开市场流通,市场流动性偏弱;
4. 国内的类 REITs 产品或多或少具有债权的性质,与国际主流市场的 REITs 股权性质不太一样,这也决定了目前的类 REITs 产品不同程度的需要引入强主体为其信用背书,未来若弱化债权性质,逐步着重于强资产,将会是一大改进。

随着房地产逐渐进入存量时代,轻资产模式是大势所趋,中国版的 REITs 将逐渐优化。

附件：截至 2018 年第一季度末已发行的类 REITs 概况

序号	项目名称	发行总额 (亿元)	起息日	优先 A 级 占比 (%)	优先 B 级 占比 (%)	次级 占比 (%)	优先 A 级 信用等级	优先 B 级 信用等级	优先 A 级 期限 (年)	优先 B 级 期限 (年)	优先 A 级 发行利率 (%)	优先 B 级 发行利率 (%)	流通 场所
1	皖新光大阅嘉一期资产支持专项计划	5.55	2018-03-30	63.96	36.04	0.00	AAA	AA+	18.00	18.00	6.10	6.50	上海
2	中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产支持专项计划	17.17	2018-03-13	90.00	0.00	10.00	AAA	-	-	-	5.50	-	上海
3	中联东吴-新建元邻里中心资产支持专项计划	20.50	2018-02-09	70.73	0.00	29.27	AAA	-	5.00	-	5.80	-	上海
4	西安迈科大厦资产支持专项计划	5.40	2017-12-22	44.44	48.15	7.41	AAA	AA	18.00	18.00	7.00	8.50	深圳
5	招商创融-海富通-步步高资产支持专项计划	12.40	2017-12-22	46.77	43.15	10.08	AA+	AA	18.00	18.00	7.00	7.00	深圳
6	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	2.70	2017-11-03	48.15	0.00	51.85	AAA	-	5.00	-	5.30	-	深圳
7	渤海汇金-中信资本悦方 ID Mall 资产支持专项计划	27.70	2017-10-20	50.69	15.02	34.30	AAA	AA+	4.00	4.00	5.50	5.80	深圳
8	苏宁广场 2017 年资产支持专项计划	19.50	2017-12-21	25.13	60.00	14.87	AAA	AA+	18.00	18.00	6.50	7.50	深圳
9	畅星-高和红星家居商场资产支持专项计划	26.50	2017-09-13	51.62	16.30	32.08	AAA	AA+	5.00	5.00	5.70	6.10	上海
10	天风光大-亿利生态广场二期资产支持专项计划	7.36	2017-07-28	50.27	17.66	32.07	AAA	AA+	18.00	18.00	6.40	7.00	深圳
11	中联前海开源-勤泰一号资产支持专项计划	35.00	2017-08-03	28.57	60.00	11.43	AAA	AA+	5.00	5.00	5.70	6.90	深圳
12	招商创融-福晟集团资产支持专项计划	17.00	2017-06-28	50.00	47.06	2.94	AA+	AA	18.00	18.00	7.50	7.80	深圳
13	中信-金石-碧桂园凤凰酒店资产支持专项计划	35.10	2017-07-12	27.07	62.93	10.00	-	-	9.00	9.00	6.00	6.80	报价系统
14	开源-北京海航实业大厦资产支持专项计划	22.00	2017-03-16	优先 A/B/C: 45.45/45.45/9.09		0.00	优先 A/B/C 均为 AAA		优先 A/B/C:17/2/2		优先 A/B/C:5.15/6.23/6.90		上海
15	中银招商-北京凯恒大厦资产支持专项计划	30.05	2017-03-15	53.24	28.29	18.47	AAA	AA	10.00	10.00	4.60	5.20	上海
16	恒泰弘泽-广州海航双塔资产支持专项计划	27.00	2017-03-02	优先 A/B/C: 41.85/56.30/1.85		0.00	优先 A/B/C 均为 AAA		优先 A/B/C:18/18/18		优先 A/B/C:5.00/6.50/7.00		上海
17	兴业皖新闻嘉一期房地产投资信托基金(REIT)资产支持证券	5.54	2017-02-20	59.62	40.38	0.00	AAA	AA+	18.00	18.00	4.80	5.40	银行间
18	天风光大-亿利生态广场一期资产支持专项计划	10.77	2017-01-17	54.79	19.97	25.24	AAA	AA+	18.00	18.00	5.20	5.60	深圳
19	恒泰弘泽-华远盈都商业资产支持专项计划	7.36	2017-01-24	优先 A/B/C: 39.40/59.24/1.36		0.00	优先 A/B/C:AAA/AA/AA		优先 A/B/C:18/18/18		优先 A/B/C:5.80/6.30/6.49		报价系统
20	长江楚越-中百一期资产支持专项计划	10.40	2016-12-26	43.27	31.73	25.00	AAA	AA	5.00	5.00	5.10	6.00	上海

序号	项目名称	发行总额 (亿元)	起息日	优先 A 级 占比 (%)	优先 B 级 占比 (%)	次级 占比 (%)	优先 A 级 信用等级	优先 B 级 信用等级	优先 A 级 期限 (年)	优先 B 级 期限 (年)	优先 A 级 发行利率 (%)	优先 B 级 发行利率 (%)	流通 场所
21	平安苏宁广场资产支持专项计划	16.80	2016-12-27	20.83	65.48	13.69	AAA	AA+	21.00	9.00	5.20	6.00	上海
22	中信皖新阅嘉一期资产支持专项计划	5.55	2016-12-13	64.86	35.14	0.00	AAA	AA+	18.00	18.00	4.20	4.70	上海
23	中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划	30.53	2016-11-28	51.59	48.41	0.00	AAA	AA	24.00	4.00	3.80	6.95	上海
24	首誉光控-光控安石大融城资产支持专项计划	25.00	2016-08-05	52.00	12.00	36.00	AAA	AA+	7.00	7.00	3.80	4.30	深圳
25	中信华夏苏宁云享资产支持专项计划	18.47	2016-06-24	64.97	0.00	35.03	AAA	-	4.00	-	4.00	-	深圳
26	东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划	10.50	2016-06-16	47.62	23.81	28.57	AAA	AA	5.00	5.00	5.35	6.50	深圳
27	恒泰浩睿-彩云之南酒店资产支持专项计划	58.00	2015-12-23	优先 A/B/C: 13.28/85.00/1.72		0.00	优先 A/B/C:AAA/AA+/AA+		优先 A/B/C:18/9/9		优先 A/B/C:4.49/6.39/7.99		上海
28	招商创融-天虹商场(一期)资产支持专项计划	14.50	2015-12-11	65.00	0.00	35.00	AAA	-	5.00	-	5.24	-	深圳
29	恒泰浩睿-海航浦发大厦资产支持专项计划	25.00	2015-12-02	61.24	38.76	0.00	AAA	AA+	18.00	3.00	5.30	6.90	上海
30	中信华夏苏宁云创二期资产支持专项计划	33.35	2015-06-29	50.28	49.72	0.00	AAA	AA+	18.00	4.00	5.60	-	深圳
31	中信华夏苏宁云创资产支持专项计划	43.95	2014-12-16	47.44	52.56	0.00	AAA	AA	18.00	4.00	6.17	-	深圳
32	中信启航专项资产管理计划	52.10	2014-04-25	70.06	0.00	29.94	AAA	-	5.00	-	7.00	-	深圳

资料来源：新世纪评级根据公开信息整理。