

## 不动产信托投资基金（REITs）专题系列研究（四）

### ——商业物业 REITs 探讨

作者：高磊、李守倩

一单 REITs 产品的成功发行，以选定合适的底层资产为前提。就当前国内市场而言，REITs 产品的底层资产非常广泛，不仅有写字楼、购物中心、零售物业、酒店公寓等商业物业资产，还包括高速公路、机场、港口、数据中心等基础设施类资产。在本专题系列研究之（三）《基础设施 REITs 探讨》一文中，我们已经就基础设施 REITs 做了介绍，本文中我们主要针对商业物业 REITs 底层资产的选择、各项合规要点跟大家做简要分享，并就商业物业 REITs 在国内的发展前景做分析展望。

#### 一、商业物业 REITs 底层资产的选择

##### （一）物业的类型

在本专题系列研究之（三）《基础设施 REITs 探讨》一文中，我们梳理了 2018-2019 年国内已发行 REITs 的底层资产情况。其中就商业物业资产而言，囊括了购物中心、写字楼、酒店、公寓等传统商业地产，也包含一些新的物业类型，比如物流园区、产业园区等。综合而言，购物中心、租赁住房以及写字楼作为 REITs 底层物业资产的相对较多。

##### （二）物业的位置

物业的位置是商业物业 REITs 底层资产选择的核心标准所在。从已发行的商业物业 REITs 产品看，不同的物业类型在位置的选择上会有不同的考虑。

就购物中心、百货、书店门面、商业综合体、家具卖场等这类购物类为主的商业体而言，虽然一线城市的中心商圈基于位置佳、人气旺等原因而成为最佳的选择，但是并不是唯一的选择。因为从商圈的角度来考虑，二三线甚至四线城市的商业体作为 REITs 底层物业的效果并不比一线城市差，特别是如购物中心、商业综合体之类的商业体。这主要是因为，二三线城市优质商业体的数量相比一线城市较少，而一旦出现优质商业体则可能带动新型城市中心的建设，也即在二三

线城市中这部分物业的有效辐射居民范围将更广，可能会在某种程度上弥补位置的些许不足。

就写字楼而言，已发行的 REITs 产品中，在一线城市的占比确实远高于二线城市，而三四线城市则基本不作为考虑的对象。这主要是因为办公楼的选择主要看城市的经济发展水平，当城市的整体经济水平较高时，办公楼的出租率就会相应提升，租金的价格也会相对更高。比如北京 CBD 商圈的写字楼的租金相对于二线、三线城市自然要高很多，因此也成为 REITs 青睐的商圈，如位于北京 CBD 商圈的亿利生态广场、海航实业大厦分别为“天风光大-亿利生态广场资产支持专项计划”“开源-北京海航实业大厦资产支持专项计划”的底层物业。

就当前国内已发行的 REITs 产品看，写字楼主要集中在北京，而上海、深圳、广州、南京、青岛等也是热门的城市。



图 4-1 写字楼物业的热门城市

以酒店作为底层物业资产的 REITs，截至目前发行的并不多，主要有 2015 年发行的“恒泰浩睿—彩云之南酒店资产支持专项计划”、2017 年发行的“中信-金石-碧桂园凤凰酒店资产支持专项计划”等。除了热点旅游城市外，酒店考虑到入住率，要首选一线大城市，并且在具体的位置上尽量能够与商务办公地点等密切相关。

对于产业园、功能物业等资产而言，则需要结合其所在行业的未来布局对其所在位置进行综合判断。

### （三）物业持有人的信用评级

在选择底层物业的时候，除了要看物业本身的各项指标，还要关注物业持有人的信用评级状况。综合目前市场上发行的 REITs 产品来看，主体评级最好在 AA 及以上，如果原始权益人主体评级较差，则可以考虑引入较强资质的增信方/担保方。

#### （四）其他关键指标

除了前述提到的几点之外，物业的选择是一个复杂的过程，需要考虑的指标众多，包括物业的出租率、运营净收入、资本化率、租金水平与空置率、物业的估值等等。实务中，需要各参与方针对每个 REITs 项目加以综合判断，从而确定是否适合作为 REITs 的底层物业。

目前，从物业资产的选择来看，包含了酒店、商场、写字楼等的商业综合体越来越受欢迎，我们以 2016 年 8 月 19 日由恒泰证券担当管理人和销售机构、民生银行担任监管银行和托管人的“北京银泰中心资产支持专项计划”为例，在这单产品中，底层物业资产为北京银泰置业有限公司持有的北京银泰中心物业。该物业资产位于朝阳区建国门外大街，地处国贸桥西南角毗邻多条主干道，有 1 号线、10 号线地铁经过于此，交通便利，区位优势明显，是长安街沿线标志性建筑。银泰中心从物业类型来看，就是一个包含了酒店（北京柏悦酒店）、写字楼（银泰写字楼）、商业物业（in01）等多种业态的商业综合体。银泰中心写字楼在整个物业中的面积占比高达 45%，且写字楼的出租率高达 96%，平均签约租金为 342 元/平方米/月；柏悦酒店平均房价近 2,000 元/晚，入住率 66%；商业购物中心区域及独立出租区域出租率达 97%。<sup>①</sup>

综上，在物业的选择上，要根据物业的业态结合位置、商圈、出租率、租金等因素以及各类关键指标综合考量，才能最终选出适合作为 REITs 产品底层资产的最佳物业。

## 二、商业物业 REITs 合规要点

### （一）内部授权的合规要点

<sup>①</sup> 相关数据来自微信公众号“投融资金融服务平台”于 2018 年 4 月 3 日发布的《国内首单抵押型类 REITs 案例分享——北京银泰中心资产支持计划》一文。

关于内部授权的问题，我们在本专题系列研究（三）“基础设施 REITs”中提到过，即一是关注项目公司股权转让的内部授权程序的合法合规性，二是关注增信主体就增信措施的内部授权程序的合法合规性，在此不再赘述。

## （二）特殊主体的合规要点

在 REITs 交易中，需要关注的特殊主体为国有企业。

当国有企业作为物业持有人时，要关注股权转让审批、挂牌交易以及交易价款的支付等问题。

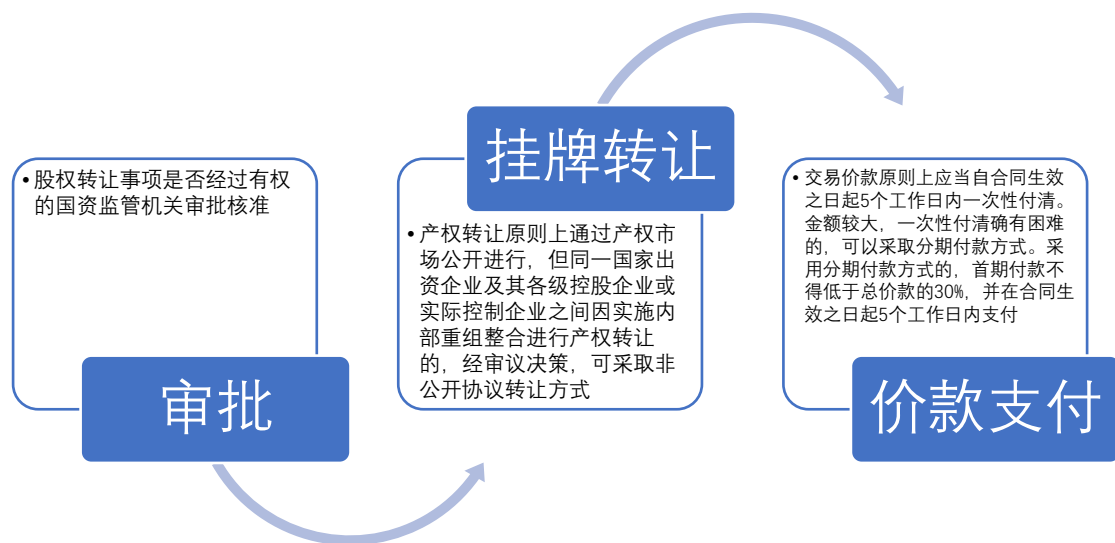


图 4-2 国有物业持有人重点关注合规要点

### 1. 股权转让审批的合规性

国有股权转让需要除了依照公司法的规定遵循股权转让相应程序之外，还需要遵守国资监管的相关规定，如果是国有出资企业，股权转让需要经国资监管机构的审批，如果是国有出资企业的子企业，则可能要经过上级母公司的审批等。因此，如果物业持有人为国有企业时，要确保其股权转让事项已经获得了国资监管部门及公司章程规定的必须的审批，否则可能会出现转让行为无效的法律后果。

### 2. 公开挂牌交易的合规性

2016 年 7 月 1 日，国务院国有资产监督管理委员会、财政部联合颁布《企业国有资产交易监督管理办法》(国资委、财政部令 32 号)(以下简称“32 号令”)，

其第二条明确规定：“**企业国有资产交易**应当遵守国家法律法规和政策规定，有利于国有经济布局 and 结构调整优化，充分发挥市场配置资源作用，**遵循等价有偿和公开公平公正的原则，在依法设立的产权交易机构中公开进行，国家法律法规另有规定的从其规定。**” 据此，在 REITs 中当底层的物业持有人为国有企业时，涉及股权、资产转让需要在产权交易所公开挂牌转让。

而需要提醒大家的是，一旦涉及国有资产的公开挂牌交易，就会产生交易不确定的风险。比如，因为公开挂牌交易，交易过程中便存在被其他主体摘牌的风险，从而导致产品无法设立的结果。此外，还要关注公开交易的整个流程、耗时等，做好充分的准备。

当然在 32 号令的第二条有一个“但书”，即“国家法律法规另有规定从其规定”。因此，在有例外的法律规定时，也可不公开交易。对此，在 32 号令的第三十一条即做了例外规定：“以下情形的产权转让可以采取非公开协议转让方式：

（一）涉及主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域企业的重组整合，对受让方有特殊要求，企业产权需要在国有及国有控股企业之间转让的，经国资监管机构批准，可以采取非公开协议转让方式；（二）同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式。” 在该条中，我们要关注的是第二款，即如果能满足“同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策”的要求，则可以采用非公开协议转让方式。

### 3. 价款支付的合规性

在国有产权的交易中，对价款的支付有明确的要求，根据 32 号令第二十七条、第二十八条的规定：首先，交易价款应当以人民币计价，通过产权交易机构以货币进行结算。因特殊情况不能通过产权交易机构结算的，转让方应当向产权交易机构提供转让行为批准单位的书面意见以及受让方付款凭证。其次，交易价款原则上应当自合同生效之日起 5 个工作日内一次付清。金额较大、一次付清确有困难的，可以采取分期付款方式。采用分期付款方式的，首期付款不得低于总价款的 30%，并在合同生效之日起 5 个工作日内支付；其余款项应当提供转让方认

可的合法有效担保，并按同期银行贷款利率支付延期付款期间的利息，付款期限不得超过1年。针对这两点，在交易过程中也要多加注意。

### （三）物业不动产相关合规要点

#### 1. 物业不动产权属的合规性

底层物业权属的合规性核查，主要是两个方面：

一是查看底层物业的“五证”是否齐全，即国有土地使用证、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建设工程施工许可证、房屋所有权证。在实践中，由于同一建设用地规划中存在多处在建工程的情形，在全部工程竣工验收前，入池资产可能无法取得房屋所有权证，此时选定的资产可能存在无法入池的风险。



图 4-3 不动产物业的五证

二是关注五证所记载信息，核实五证之间的法律关系是否对应、连贯，包括用地性质是否前后一致，用地面积是否发生了变化等。比如根据土地使用权证，用地性质为“商业”，但房屋产权证显示为“写字楼”，此时则用地性质发生了变更，需核查用地性质的变更是否经过了相关主管部门的同意，如未经审批改变用地性质的，则存在法律瑕疵。再如，规划许可的用地面积和最终的房屋用地面积存在差异，此时需要核实用地面积的变更是否获得相关部门同意，否则同样存在瑕疵。

## 2. 股权及物业资产不存在任何权利负担

此处所说的“不存在任何权利负担”，体现在两个方面：一是在项目公司层面，公司的股权不存在质押等任何的权利限制；二是在底层物业资产层面，物业不存在被抵押、查封限制。



图 4-4 项目公司及物业资产无权利负担

如果项目公司层面存在股权质押或者物业不动产存在抵押，则需要在转让前解除质押、抵押等，否则存在项目公司股权无法转让、物业不动产未来无法转让等风险。

## 3. 现金流收取主体与产权人保持一致

在类 REITs 中，现金流主要来自底层物业的租金收入及物业费收入、停车费收入等，一般物业的所有权人就是享有收入的相应主体。但是在实践中，往往会由于将物业管理外包等原因而存在物业持有人和收费主体不一致的情形。比如，底层物业是在项目公司名下，而实际的物业收费主体则是另外一家物业公司，所有的现金流都是由该物业公司来收取并且进到该物业公司的账户。在这种情况下，就需要关注项目公司和该物业管理公司之间是什么关系，是否有相应的物业服务管理协议等。

## 4. 物业运营的合规关注点

物业运营的合规关注点，基于底层物业资产的不同而不同，即根据具体的物业资产核实运营方是否持有相关经营证照，此外环保类证照、消防类证照等是否齐全也是需要核查的重点。

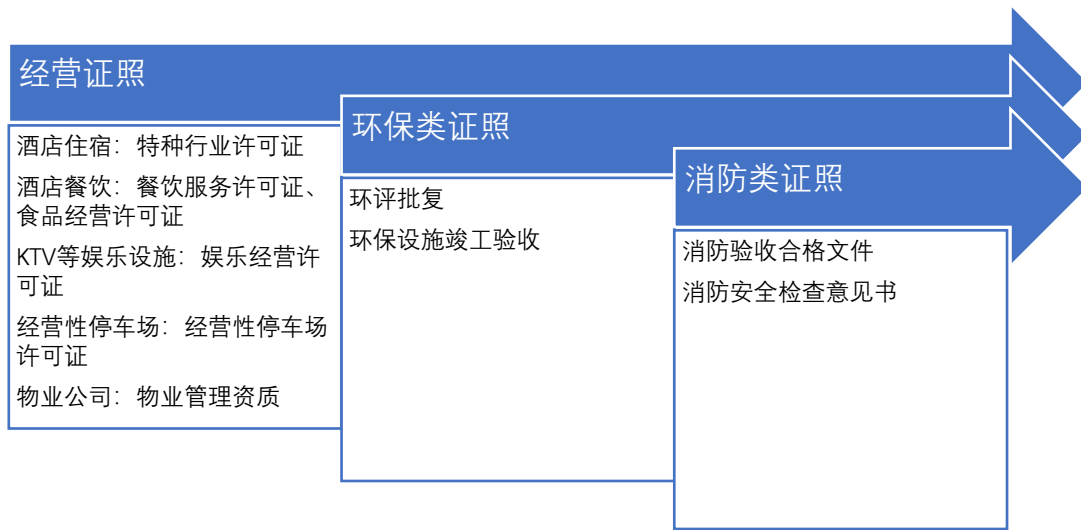


图 4-5 物业运营的合规要点

### 三、商业物业 REITs 未来发展展望

在专题（一）我们就提到过，REITs 最初起源于美国，而其也是从投资于商业地产开始，因此商业物业作为 REITs 的成熟的投资标的，也是 REITs 推行的主要领域。截至 2019 年底，“ABS+私募基金/信托计划”架构的中国式 REITs 已发行 60 多单，除了 3 单产品底层资产为高速公路外，其他都是商业物业资产，涵盖了购物中心、写字楼、公寓、酒店等。未来在中国推行标准化 REITs，必然也要从商业物业着手。从本质上而言，以不动产作为底层资产的 REITs，是以金融创新促进不动产行业回归本源、服务实体经济的有效工具，同时，引入 REITs，无论是对于解决国内商业不动产项目存量巨大和融资难之间的矛盾，还是对于促进我国房地产企业的转型，都意义重大。

以我国的房地产行业为例，一方面，经过 90 年代以来的住房改革和商业地产的大发展，其行业规模、存量巨大，但是由于缺乏专业的物业运营管理机构，普遍存在物业管理水平低、物业的精细化管理投入不足等问题，进而导致物业资金收益率偏低、影响物业价值低等问题。而 REITs 的推动，将会引入专业的物业管理机构，使得物业管理更加专业化、精细化、规模化，在提升物业管理水平的同时，能够带动物业提升租金收益率。另一方面，随着近年来国家金融监管的加强和对房地产行业的进一步管控，房企面临着融资越来越困难的局面，而 REITs



的出现，则对于解决“库存高”“融资难”起到重要的作用：房地产开发商可以等商业项目运营成熟后，通过设立 REITs，并在公开市场出售，从而引入投资人、资产管理人和托管人，实现资金的快速回笼，同时企业可以通过持有 REITs 份额，享受物业分红和物业升值带来的收益，促使房地产企业向轻资产模式转型。

基于上述，未来 REITs 在国内的发展空间巨大，但是在专题（一）中我们也提到，基于当前 REITs 相关法律体系尚未建立、没有匹配的税收制度、缺乏专业的物业管理机构等原因，在国内推动标准化的 REITs 尚需从制度和法律体系的建设入手。在照顾我国国情的基础上，结合国际标准化 REITs 的发展经验，联合学术界、实务界的力量共同推出符合我国国情和实际的标准化 REITs 法律制度体系，加快推动标准化 REITs 的落地。