

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 16/19 楼
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港

香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话: +852 2592 1978
传真: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London
Riverside, London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

通力资产证券化系列 —— 人行版 REITs 规定解读

作者: 俞佳琦 | 张宽

2020 年 1 月 17 日, 北京金融资产交易所(“北金所”)发布了《关于发布北京金融资产交易所住房租赁企业股权交易服务配套制度的通知》(“《通知》”), 市场期待的首个 REITs 细则落地。此前, 人行和证监会、证券交易所都在积极推动公募 REITs 试点, 但证监体系的 REITs 规定、产品因种种原因都未落地。本次北金所发布《通知》表明其已率先开启了 REITs 模式的实践探索。按照北金所于 2020 年 1 月 19 日发布的《北金所推出住房租赁金融服务支持住房租赁企业创新发展》, 北金所将严格遵循企业持有物业“只租不售”原则, 选取位于北京、上海、苏州、无锡等四个城市的优质住房租赁企业作为首批服务对象。

1. 关于北金所 REITs 的性质和法律适用

- (1) 《北京金融资产交易所住房租赁企业股权交易服务指引(试行)》(“《指引》”)第一条规定, 北金所依据《中华人民共和国公司法》《企业国有资产交易监督管理办法》《金融企业国有资产转让管理办法》等有关文件, 制定本指引。该条的法律依据中并未提及《证券法》, 而即将于今年 3 月 1 日生效的新《证券法》中已明确将资产支持证券纳入《证券法》规范的范畴, 并将由国务院制定统一的规定进行规范。北金所的 REITs 产品后续与证券法、国务院规定如何统一和协调, 有待明确。

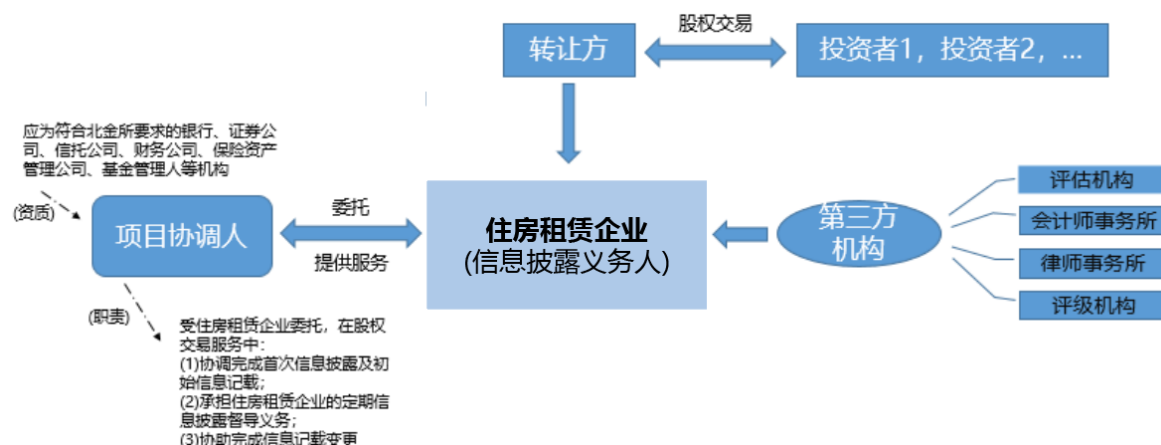
.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

- (2) 由于上市公司的股份转让通过证券交易所系统进行，新三板公司的股份通过全国中小企业股份转让系统进行，作为北金所 REITs 载体的公司主要为有限责任公司或非上市的股份有限公司。受限于《公司法》的规定，非上市的有限责任公司的人数上限为 50 人、非上市的股份有限公司的人数上限为 200 人。因此，按照《证券法》关于“公开发行”的定义，北金所的 REITs 应属于**私募产品**。

2. 关于北金所 REITs 的交易结构和相关主体

根据《北京金融资产交易所住房租赁企业股权交易服务指引(试行)》(“《指引》”)第二条规定：“北京金融资产交易所住房租赁企业股权交易服务(以下简称“**股权交易服务**”)中的住房租赁企业指符合本指引相关条件，以公司形式依法设立，由投资人出资并持有相应股权，以租赁类房地产为投资对象，以专业化、机构化形式从事房地产租赁业务，并将运营取得的收益分配至投资人的法人组织。”可见，北金所此次推出的 REITs 系公司型 REITs，其交易结构如下图：



从上述定义和交易结构可见，

- (1) 北金所 REITs 的底层资产仅针对租赁类房地产，根据《指引》第五条规定，租赁类房地产为**租赁用地、租赁用房、商业物业、基础设施以及北金所认可的其他资产**。因此，项目公司可能无法基于其持有待售的房地产或其他以出售为目的资产开展 REITs 业务。
- (2) 住房租赁企业的组织形式必须为公司，投资人通过出资持有公司的股权。国际主流 REITs 按法律形式维度通常可以分为公司型 REITs 和契约型 REITs，其中：公司型 REITs 以公司作为 REITs 载体，REITs 份额是发行在外的股票，美国市场的 REITs 大多为公司型 REITs；契约型 REITs 以信托计划或契约式基金作为 REITs 载体，REITs 份额是信托受益凭证或基金单位，亚洲市场(例如新加坡、香港)主要是契约型 REITs。可见，北金所 REITs 的载体与美国市场所采用的公司形式相同，且为权益型 REITs。
- (3) 北金所的 REITs 规定未提及营运管理人及物业管理人或其他类似运营管理主体，而在国际主流的 REITs 产品结构中，通常会设置营运管理人及物业管理人或其他类似运营管理主体，为物业资产

提供专业的运营服务,提升物业的经营收益,比如近期发行并在香港上市的招商局商业房地产投资信托基金。

- (4) 根据《指引》第十二条规定,符合北金所要求的项目协调人可参与北金所 REITs 项目,项目协调人仅限于银行、证券公司、信托公司、财务公司、保险资产管理公司、基金管理人等机构,其主要职责是在股权交易中协调完成首次信息披露及初始信息记载、承担住房租赁企业的定期信息披露督导义务、协助完成信息记载变更。从项目协调人的主体性质看,各类金融机构(包括基金管理人)都有机会参与北金所的 REITs 项目,但北金所此次发布的规定中尚未明确“符合北金所要求的”具体的资质内容。此外,从北金所规定的项目协调人的职责看,其与计划管理人亦有较大差别,对于投资人权益登记和信息披露等事项均为“协调”和“协助”责任,在投资人账户管理、权益登记、交易确认、清算等方面如何保护投资人权益有待明确。

3. 住房租赁企业在北金所开展 REITs 的条件

除前文提到的底层资产要求外,根据《指引》规定,住房租赁企业在北金所开展 REITs 还需要符合以下四项与住房租赁企业经营有关的条件:

- (1) 住房租赁企业至少 80% 的资产投资于可产生稳定租金收入的房地产项目;
- (2) 住房租赁企业收益的 80% 以上来自于租赁类房地产项目持续运营的租金收入;
- (3) 住房租赁企业投资取得的全部收益, 90% 以上定期向住房租赁企业股东分配;
- (4) 稳健经营的住房租赁企业,原则上资产负债率不超过 80%。

就前述第(1)项要求而言,成熟市场的法律大多规定, REITs 必须将大部分募集资金投资于不动产领域,例如美国、新加坡和日本等规定 REITs 投资于不动产领域的比例至少在 75% 以上。本次北金所从更为谨慎的角度出发设定成熟不动产的投资比例为 80%, 基本符合国际主流 REITs 的做法。

就前述第(2)项要求而言,《指引》虽然对于住房租赁企业的经营范围没有特别要求,但其限定住房租赁企业收益的 80% 以上来自于租金收入,因此,符合前述条件的公司的主营业务应当为从事房地产租赁;如果某些房地产企业不符合前述条件,可以将租赁资产单独剥离以设立新的项目公司或者将非房地产租赁业务剥离出去,而后再以新的项目公司或剥离非房地产租赁业务后的公司开展 REITs 业务。我们理解,北金所的该等要求一方面是为了鼓励和引导社会资本投向租赁类房地产,另一方面由于《指引》第三十四条要求住房租赁企业在接受北金所股权交易服务的过程中持续符合前述条件,这也在一定程度上对住房租赁企业的资金用途进行了限制,促使住房租赁企业将 REITs 资金继续投向租赁物业。

就前述第(3)项要求而言,其与大部分国家和地区的强制分红比例要求一致,例如中国香港《房地产投资信托基金守则》规定,在若干调整限制下,房地产投资信托基金于各财政年度必须分派最少 90% 的经审计除税后收入净额。

就前述第(4)项要求而言,目前中国企业整体处于降杠杆阶段,北金所规定 80%的资产负债率标准基本符合中国目前房地产企业的实际情况¹。

4. 合格投资者要求

4.1 哪些主体可以受让 REITs 下住房租赁企业的股权

根据《指引》第十一条第二款规定,受让方应满足北金所合格投资人准入的条件:

- (一) 是中华人民共和国境内依法设立的法人或非法人机构和监管部门认可的境外合格投资者;
 - (二) 最近一期经审计净资产不少于等值人民币 1000 万元或管理资产不少于等值人民币 1000 万元;
 - (三) 北金所要求的其他条件。
- 以及法律或监管部门认可的其他合格投资者。

我们认为,就受让方而言,需要注意以下问题:

- (1) 根据前述规定,明确列示的受让方范围仅包括法人或非法人机构,因此,自然人无法参与受让 REITs 下住房租赁企业的股权。
- (2) 不同于沪深交易所明确 ABS 的合格投资者包括证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品以及经行业协会备案的私募基金等各类资产管理产品,《指引》对于资产管理产品或私募基金是否可以作为受让人未作明确规定。但该等资产管理产品或私募基金应当可以作为“法律或监管部门认可的其他合格投资者”进行投资。

4.2 转让 REITs 载体股权时的特别要求

- (1) 按照《指引》第二十八条规定,住房租赁企业转让股权时,应根据相关法律法规进行。因此,当 REITs 载体的股权转让涉及国有股权,转让方还需要按照《企业国有资产交易监督管理办法》《金融企业国有资产转让管理办法》等履行转让审批(其中国资监管机构负责审核国家出资企业的产权转让事项)、专项审计、评估作价、披露信息(可根据实际情况和工作进度安排,采取信息预披露和正式披露的方式)等手续。
- (2) 若受让方为境外合格投资者时,应当符合外商投资产业指导目录和负面清单管理要求,以及外商投资经营者集中审查²、安全审查³的有关规定。

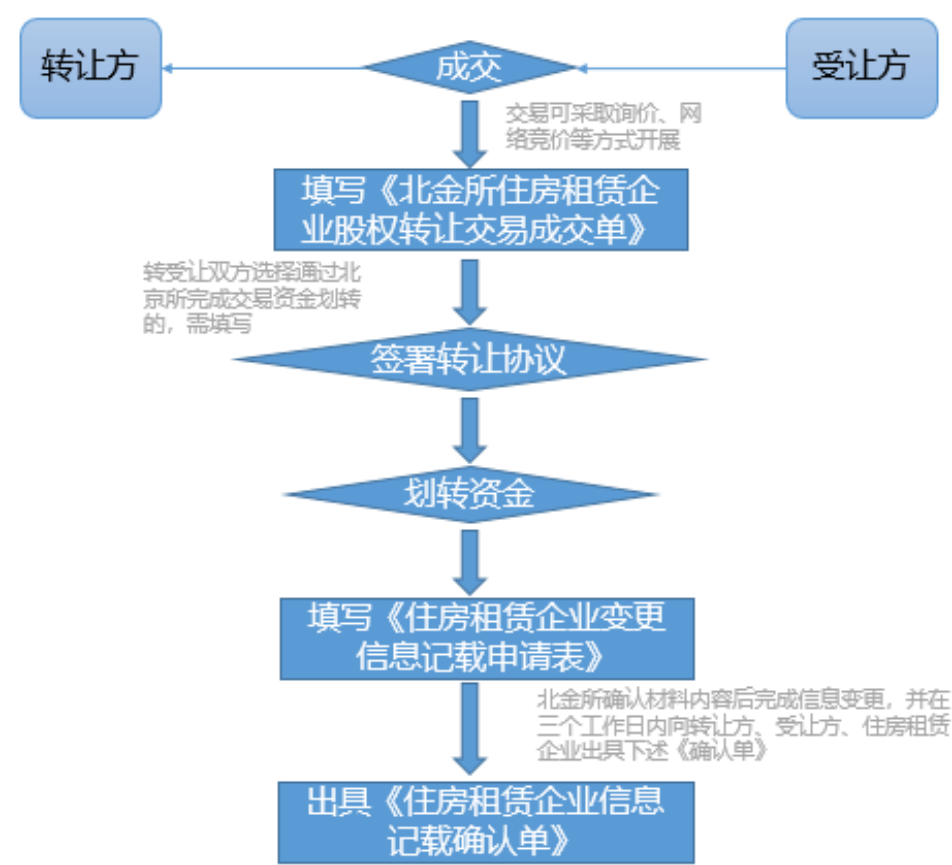
¹ 根据恒大研究院发布于 Wind 的数据显示,2018 年中国上市房企整体资产负债率为 80%。

² 《中华人民共和国外商投资法》第三十三条:“外国投资者并购中国境内企业或者以其他方式参与经营者集中的,应当依照《中华人民共和国反垄断法》的规定接受经营者集中审查。”

³ 《中华人民共和国外商投资法》第三十五条第一款:“国家建立外商投资安全审查制度,对影响或者可能影响国家安全的外商投资进行安全审查。”

4.3 交易方式

按照《指引》第三十二条规定，在股权交易服务中，北金所可为住房租赁企业股权转让提供询价、网络竞价等多种交易方式的配套支持。结合《北京金融资产交易所住房租赁企业股权交易服务转让交易规程(试行)》的规定，我们将 REITs 载体股权的转让流程整理如下。需要注意的是，北金所提供的似乎均为“支持性”服务，公司股权转让还会涉及工商变更等程序，具体的交割和确权流程需要在各项目交易文件中进一步明确。



5. 信息披露要求

根据《指引》以及《北京金融资产交易所住房租赁企业股权交易服务信息披露规程(试行)》的规定，住房租赁企业作为信息披露义务人，在接受股权交易服务的过程中，应向其股东及潜在投资者进行信息披露。股权交易服务中信息披露义务人的信息披露包括首次信息披露、基本信息定期披露、运营情况披露、重大事项信息披露，具体如下：

信息披露类型	信息披露内容
首次信息披露	- 住房租赁企业情况说明 - 首次信息披露材料，包括： (一) 有权机构决议、企业基本情况及公司章程；

	(二) 物业经营管理资质(如需); (三) 住房租赁企业资产及收入构成情况; (四) 最近一年经审计的财务报告和最近一期会计报表(如有); (五) 收益分配承诺; (六) 北金所要求的其他文件。
定期披露	- 在每一季度结束后 20 日内在北京金所披露《基本信息季度报告》，包括以下信息： (一) 有权机构决议、企业基本情况及公司章程; (二) 物业经营管理人基本情况; (三) 资产构成及持续经营情况; (四) 租金收入、变化占全部收入的比例; (五) 投资收益及分配情况; (六) 北金所要求的其他文件。
运营情况披露	- 在每年 8 月 31 日前向股东及潜在投资者定向披露当年上半年《运营情况报告》 - 在每年 4 月 30 日前向股东及潜在投资者定向披露上一年度的《运营情况报告》 - 住房租赁企业完成首次信息披露三个月内，无需披露当期《运营情况报告》
重大事项信息披露	- 信息披露义务人发生影响资产质量、租金水平、收益分配、资产构成、关联交易等重大事项时，应在重大事项发生后两个工作日向其股东及潜在投资者定向披露相关信息。重大事项包括但不限于以下事项： (一) 合同变更或违反合同约定对股东利益产生不利影响的事项; (二) 签订重大合同，资产抵押、质押，资产出售、转让、划转; (三) 发生未能清偿到期债务的违约，发生大额赔偿责任或因赔偿责任影响正常生产经营且短时间内难以消除的情况，发生超过净资产 10%以上的重大亏损或重大损失，预计现金流相比预期减少 20%以上，一次免除他人债务超过一定金额并可能影响其资产质量、收益分配; (四) 三分之一以上董事、三分之二以上监事、董事长或者总经理发生变动，董事长或者总经理无法履行职责，董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违规被有权机关调查或者采取强制措施; (五) 减资、合并、分立、解散、申请破产或依法进入破产程序、被责令关闭; (六) 涉及需要说明的市场传闻，涉及重大诉讼、仲裁事项，涉嫌违法违规被有权机关调查，或者受到刑事处罚、重大行政处罚; (七) 发生可能影响其资产质量的资产被查封、扣押或冻结的情况，主要或者全部业务陷入停顿并可能影响其资产质量、收益分配，对外提供担保，与关联方之间发生转移资源或产生义务事

	项并可能影响其资产质量、资产构成; (八) 可能对股东利益产生重大影响的其他情形。 信息披露义务人存续期间应符合《指引》基本条件, 如发生影响基本条件满足的事项, 应在发生重大事项后的两个工作日内向其股东及潜在投资者披露。
--	---

针对未履行信息披露义务的责任, 目前《指引》仅在三十四条规定, 住房租赁企业未尽职履行信息披露义务时, 北金所可以终止提供股权交易服务, 但并未明确其应承担的具体责任以及承担住房租赁企业的定期信息披露督导义务的项目协调人应承担的责任。此外, 在北金所终止具体交易服务后, 相关 REITs 项目将如何处理、投资者权益如何保障等问题也需要在交易文件中进一步明确。

6. 总结和展望

纵观北金所此次推出的 REITs 规定, 北金所 REITs 仍采用私募形式, 且不允许个人投资者参与, 其流动性仍会是市场担心的问题。另一方面, 与此前网传的人行版 REITs 规定相比, 市场一直期待的税收方面的支持政策在此次北金所的 REITs 规定中并未体现, 住房租赁企业前期重组以及 REITs 收益分配等方面按现行规定仍存在较重的税赋, 这也会直接影响投资者最终取得的收益, 并可能会影响投资者参与 REITs 的热情。但无论如何, 北金所的 REITs 规定仍将是金融服务住房领域的重要探索, 对国家供给侧改革、盘活各类经营性不动产以及降低政府和企业财务杠杆等具有重要意义, 我们也期待后续人行和证监会能够进一步推出与国际接轨的 REITs 细则, 同时税务主管部门能够制定与 REITs 相关的税收优惠政策。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



俞佳琦
+86 21 3135 8793
elva.yu@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

香港

T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。