

皖新传媒 REITs 项目交易结构分析

苗峰

摘要：国内 REITs 项目尚处于探索试点阶段，操作上缺乏统一标准。本文基于皖新传媒 REITs 项目的具体实践，分析了其 REITs 交易结构的设计思路和操作路径，认为这一项目在盘活公司物业存量资产、实现国有资产保值增值、树立企业良好社会形象方面具有可供其他国有企业特别是国有文化企业参考的意义。

关键词：REITs；交易结构；分析

房地产投资信托基金 (Real Estate Investment Trusts, 简称 REITs) 是按照法定的程序, 由专业的投资机构, 以房地产实施资产证券化的方式向投资者筹集资金, 由专门的机构进行房地产运营管理, 并将收益分配给投资者的一种金融模式。由于 REITs 与其他资产类别的相关性较低, 因此在国外长期被投资者作为分散风险及实施多样化投资的工具。安徽新华传媒股份有限公司 (简称皖新传媒, 证券代码: 601801) 于 2016 年以部分自有门店物业开展了创新型资产运作模式, 其以 8 处物业资产为标的的“中信皖新阅嘉一期资产支持专项计划”于 2016 年 12 月成功发行并在上交所挂牌, 以另 5 家子公司的 8 处资产为标的的“兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托资产支持证券”于 2017 年 2 月成功发行并在银行间市场上市交易。皖新传媒在 REITs 项目上的探索是国有资产证券化的有益尝试, 对于其他国有企业尤其是国有文化企业的资产证券化有一定的借鉴意义。本文拟对其 REITs 项目安排进行分析, 以供借鉴与

思考。

一、皖新传媒 REITs 方案设计

1. 项目基础与模式概览

皖新传媒新华书店物业资产主要分布在安徽省内 16 个地市, 大多位于省内各市县核心商圈, 可比租金水平相对较高。由于入账历史成本较低, 大量存量资产价值沉淀, 无法真实体现其实际市场价值, 这部分资产账面价值仅为 7.3 亿元, 而预估的市场价值超过 25 亿元。为盘活存量资产, 优化公司资产结构, 实现轻资产化运营, 皖新传媒于 2016 年决定以第一批共计 16 处书店物业 (包括房产和土地) 为基础资产试水 REITs 项目, 并将首批物业资产分成两个资产包, 每个资产包包含 8 处物业资产, 分别在交易所市场和银行间市场进行资本化运作。

资本运作模式上, 由皖新传媒通过一系列创新型金融产品设计路径, 构建形成“物业资产-单独持有物业资产的项目公司-SPV 公司-私募基金份额-资产支持专项计划/信托计划”的产品架

构, 以专项计划/信托计划的份额对外发行募集投资者资金。

2. 项目参与方的主体关系

皖新传媒是 REITs 的发起方和原始权益人, 并为下属市级子公司提供租金支付担保; 分布于安徽省各地级市的皖新传媒全资子公司是 REITs 基础资产的所有者; 安徽省属国有文化企业、皖新传媒控股母公司安徽新华发行集团为皖新租赁提供流动性支持和差额支付担保; 安徽新华发行集团的全资子公司皖新租赁, 负责 REITs 项目物业资产运营, 支付权利维持费并作为专项计划/信托计划的优先购买权人; 上海新吾是皖新传媒 REITs 项目的咨询公司; 中信证券、兴业银行、律师事务所、会计师事务所、税务咨询机构、资产评估机构、评级机构等中介结构分别承担承销、法律咨询、资产评估、审计、税务咨询、项目评级等各项工作。

3. 主要步骤

第一步: 资产重组与交易。

(1) 方案拟定与审批。皖新传媒就本次项目方案物业产权转让等事宜与



集团公司进行沟通,完成可行性方案论证及内部决策,并就本次项目方案物业产权转让等事项与主管部门进行沟通和报批。

(2) 原物业持有人(皖新传媒下属市级子公司)作为股东,通过以书店物业实物作为资产出资的方式设立项目公司,使得项目公司成为标的物业的唯一持有方。随后完成不动产登记工作,从而将目标资产房屋所有权及对应的土地使用权过户至项目公司名下。

(3) 皖新传媒作为股东投资设立SPV公司,作为收购项目公司的主体。SPV公司和原物业持有人签订股权转让协议,收购其持有的项目公司100%的股权并按交易合同分期支付市级子公司股权款。

(4) 各项目公司与皖新传媒市级子公司签订租赁合同,以约定租金水平整租全部标的物业,由市级子公司支付租金。

(5) 管理人指定基金管理公司设立私募基金,皖新传媒认购全部基金份额。该私募基金以公开方式受让SPV公司100%股权,形成皖新传媒持有私募基金、私募基金持有SPV公司股权、SPV公司持有项目公司股权、项目公司持有物业资产的结构。

(6) 管理人以私募基金设立专项计

划,认购人通过与管理人签订认购协议,将认购资金委托管理人管理,成为资产支持证券持有人。专项计划设立成功后收购皖新传媒持有的全部私募基金份额,皖新传媒实现将私募基金份额对应的股权和债权出表。

(7) 项目公司反向吸收合并SPV公司,进一步优化项目公司财务结构,形成私募基金持有项目公司股权及债权、项目公司持有物业资产的结构。

第二步:项目运营。项目公司运营期间,由皖新传媒与项目公司签署物业整租协议,以约定租金水平整租全部标的物业。租赁期限实现对专项计划期限的完整覆盖,皖新传媒保持对资产的控制和运营的权利。皖新租赁与私募基金管理人和项目公司签署运营管理协议,由皖新租赁担任项目公司运营服务商,承担物业运营和维护、租金归集等职责。

第三步:项目优先收购。皖新租赁公司作为优先购买权人,有权在优先购买权行权期间行使优先购买权,收购B类资产支持证券(劣后于优先A类资产支持证券)全部份额。若皖新租赁在上述期限内行使优先购买权,则可以通过所持有的B类资产支持证券间接控制私募基金份额所对应的项目公司的全部股权,从而获得对前述

物业资产的控制。若市场条件允许且皖新传媒本身有充分的意愿,可在国内公募REITs市场开放之后,由公募REITs直接收购私募基金份额或资产支持证券份额,从而实现优先A类证券及B类证券的退出。

二、皖新传媒REITs的特点

1. 股债混合的交易结构

SPV公司取得项目公司的股权时分期进行资金结算,第一期支付部分股权对价款,剩余部分以负债形式挂账。私募基金以SPV公司净资产评估值取得股权后,通过银行向SPV公司提供股东委托贷款,用于支付原物业持有人的剩余股权款,在完成项目公司反向吸收合并SPV公司后,SPV对私募基金的债务将由项目公司承继,从而使委托贷款利息在项目公司层面形成财务费用。鉴于项目公司系非金融企业,其债资比不超过2:1的债务产生的利息可以在当期企业所得税前扣除,从而有效降低项目公司的所得税成本,提高REITs项目存续期间的可分配现金流水平。

2. 实现资产出表

在项目总体方案的基础上,根据会计师事务所出具的项目会计处理意见,皖新传媒和安徽新华发行集团均按照资产处置利得出表的方式,在项目期限

设定、经营租赁确认、风险转移确认等事项上统一筹划，并落实到各项协议文本中，从而实现资产出表、确认资产增值收益。

3. 交易路径安排合理

皖新传媒及其控股母公司均属于国有或国有控股企业，且皖新传媒为A股上市公司，因此搭建REITs交易结构时涉及国有企业资产重组、上市公司资产处置、SPV公司股权挂牌转让等重要事项，而且在方案拟定、项目申报、资产评估、审批备案、信息披露等环节程序多、流程长。为避免个别物业资产瑕疵造成整个项目无法推进，皖新传媒设计了一项物业资产对应一个项目公司、一个项目公司对应一个SPV公司的架构。同时，为了在交易所市场和银行间市场分别发行，又将纳入首期项目的书店物业分为两个资产包分别操作，提高了项目的成功概率和推进效率。

4. 窗口期限设置灵活

在还款安排上，资产支持证券期限为18年(3+3+3+3+3+3年)。其中：A类资产支持证券按年还本付息，且每三年末设置票面利率调整机制和投资者回售权；B类证券每年付息、期末还本，并附有票面利率调整机制和投资者回售权。优先购买权循环期内，B类证券优先购买权人皖新租赁有权按面值收购非由其持有的B类证券全部份额，提高了产品兑付的灵活度。

5. 对投资者保护充分

皖新传媒REITs交易中，项目底层物业资产抵押值超过A类证券的1.5倍，物业资产运营净收入对A类证券本息的覆盖倍数超过1.3倍。同时建立了一系列的保证措施：皖新传媒对子公司租金支付提供担保；安徽新华发行集团对A类和B类证券的回售提供流动性支持、为皖新租赁支付权利维持费和B类证券收购价款提供担保、为皖新租赁在运营管理协议下的实际运营

收入差额补足义务提供担保等。这些措施提高了项目的安全度，切实保证了投资者利益。

6. 保持对物业资产的控制

皖新传媒及其下属全资子公司与项目公司签订长期的物业租赁合同，使其书店正常经营不受影响。同时，皖新租赁以接受基金管理人委托的方式，负责物业资产的日常运营，并通过按期支付权利维持费的方式享有对专项计划/信托计划B类证券的优先购买权，后续可通过购买B类证券份额的方式实现对私募基金及其所持项目公司股权的控制，从而在安徽新华发行集团层面保持对物业资产的控制。

7. 项目税费成本低

土地出让金方面：项目项下各书店资产的土地性质均系2003年安徽新华发行集团组建时经政府部门批准由划拨性质转为“国家作价出资”性质，作为国家对集团的增加出资。根据国家及安徽省有关土地管理政策法规规定，以作价出资(入股)方式置入国有企业的，可以依照土地管理法律、法规关于出让土地使用权的规定转让、出租、抵押，仅在改变土地用途的情况下不需要就不同用途的土地出让金差价补缴土地出让金。因此，皖新传媒REITs项目中物业资产不需缴纳土地出让金。

土地增值税方面：根据《财政部国家税务总局关于企业改制重组有关土地增值税政策的通知》(财税[2015]5号)规定，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。

增值税方面：皖新传媒通过作价出资入股项目公司时，系转让其2016年4月30日前自建的不动产，可以选择按照简易计税方法缴纳增值税。同时，本次缴纳的增值税可以在项目公司层

面形成进项税，在项目公司运营期间进行抵扣。

契税方面：皖新传媒以物业资产的房屋权属作价投资其全资持有的项目公司，项目公司承受房产，符合同一投资主体内部所属企业之间土地、房屋权属的划转免征契税的规定。

企业所得税方面：皖新传媒属于文化传媒类行业，享受免征企业所得税优惠政策，项目中处置物业资产所产生的收益不需缴纳企业所得税。

三、皖新传媒REITs项目的意义

由于目前我国尚未建立标准REITs的专门法律法规，因此操作上缺乏统一标准，各方仍处于摸索阶段，尤其是国内税法对开展REITs没有专门的政策，节税筹划使得REITs交易结构复杂化。皖新传媒在REITs项目上的探索对于其他国有企业尤其是国有文化企业的资产证券化有一定的借鉴意义。一是盘活公司物业存量资产。项目通过创新型资产管理产品的设计，探索盘活存量国有资产的路径，盘活了企业的存量资产，挖掘出物业的资产价值，实现了轻资产运营目的。而且将物业资产转化为长期限、低成本的现金流，为企业转型发展提供了资金支持。二是实现国有资产的保值增值。通过REITs方式将物业资产作分批交易安排，可通过交易环节资产评估的方式体现物业的增值，从而使国有资产能够回归实际价值，实现国有资产保值增值的效果。三是树立企业良好的社会形象。项目的成功实施进一步提高了资本市场对企业的关注度，也树立了企业勇于创新、锐意进取的良好形象，有利于公司落实以金融资本融合驱动产业成长的战略目标实现，成为助力公司转型发展的重要支撑和里程碑。

(作者单位：安徽新华传媒股份有限公司)

责任编辑 陈利花