

PDF-TN2018027

REITs：皖新传媒的“一石二鸟”之计¹

案例使用说明：

一、教学目的和用途

1. 适用课程：本案例主要用于《投资银行学》课程中的“资产证券化”等相关章节的学习，也可作为“金融信托与租赁”等相关课程章节的阅读资料。

2. 适用对象：本案例主要适用的教学对象为金融专业本科生，也可适用于金融专业硕士、MBA 和 EMBA 的教学。

3. 教学目的：以皖新传媒因新一轮转型困境而开展 REITs 项目为线索，引导学员了解和掌握 REITs 的含义和分类、REITs 的主要作用、发行 REITs 对物业资产的要求；理解资产证券化的原理；掌握 REITs 项目的基本结构和制度安排。

1.本案例由合肥工业大学经济学院王琼、张葑、晋盛武、王鹏鹏撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2.本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4.本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

二、启发思考题

1. 从文中可以发现，皖新传媒在转型中面临哪些困境，这些困境为何会引发皖新传媒选择 REITs？
2. 皖新传媒开展 REITs 需要哪些条件？为什么案例中说书店物业产生租金是“至关重要的因素”？
3. 试描绘皖新传媒 REITs 的各参与主体及交易结构。
4. 本案例中书店物业资产如何形成基础资产？为什么要在资产交易过程中设置双 SPV？
5. 归纳出本案例中皖新传媒开展 REITs 项目中的主要信用增级措施。

三、分析思路

教师可以根据自己的课程及教学目标来灵活的使用本案例。这里提出本案例的建议分析思路供参考。

1. 从文中可以发现，皖新传媒在转型中面临哪些困境，这些困境为何会引发皖新传媒选择 REITs？

这部分内容主要是引导学员了解 REITs 的主要作用。皖新传媒在转型过程中主要有资金和物业资产两大困境，通过开展 REITs，皖新传媒可以盘活资产存量解决这两大困境：

第一，转型资金来源的困境。皖新传媒转型过程中的各种扩张活动需要大量的资金投入，传统的债务融资和股权融资方式因为种种原因已不可行，需要

一种不依赖债务或股权的新型融资方式，以支持皖新传媒转型扩张。通过 REITs 融资，不会改变企业的原有债务和所有者权益，因此对两者没有影响。

第二，物业资产负担的困境。一方面，皖新传媒在历史发展过程中留下了大量的书店物业资产。这些物业资产形成时间早，入账价值较低，而且经过多年折旧，其账面值远远低于当前的实际市场价值，因而大量资金被物业资产占用，资金被大量浪费，其使用效率低下。另一方面，如前所述，每年皖新传媒都会计提物业资产的折旧，这些折旧最终会转化为成本和其他管理费用。随着房价的升高和新建网点数量的增加，折旧费用会更高，这大幅削减皖新传媒的利润。皖新传媒开展 REITs 项目，可以把被物业占用的资金提取出来，提高资金使用效率；另外通过开展 REITs，皖新传媒实现书店固定资产出表，降低了折旧形成的管理费用。

2. 皖新传媒开展 REITs 需要哪些条件？为什么案例中说书店物业产生租金是“至关重要的因素”？

这部分内容主要引导学员了解开展 REITs 项目的主要条件，其中涉及资产证券化的核心原理（现金流分析）。皖新传媒开展 REITs 项目的条件：从外部环境来看，一方面，我国房地产业宏观环境发生了变化，房地产体量从增量变为存量。国家出台一系列政策鼓励企业利用 REITs 盘活存量资产，促进企业发展；另一方面，皖新传媒获得一系列税收优惠。一般来说，我国企业实行 REITs 缺乏税收优惠，这是限制我国 REITs 发展的一个主要原因。REITs 作为一种信托产品，在国外是伴随着国家税收优惠制度发展起来的，税收优惠极大地推动了 REITs 的发展。大多数国家一般会给 REITs 投资者或其他主体一定的税收优惠。皖新传媒利用自己国有企业、文化传媒类企业和安徽省传媒行业龙头企业的身份，获得了一系列的税收减免，这极大激励了皖新传媒开展 REITs。

从内部条件来看，根据 2018 年 4 月 25 日国家发布的《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，企业开展 REITs 项目，其物业至少应该满足三

个条件：一是物业已建成并权属清晰，工程建设质量及安全标准符合相关要求；二是发起人（原始权益人）公司治理完善，具有持续经营能力及较强运营管理能力，最近 2 年无重大违法违规行为；三是物业正常运营，且产生持续、稳定的现金流。对于第一个条件，皖新传媒已然满足；对于第二个条件，发起人皖新传媒实行董事会领导下的总经理负责制，组织结构完善，公司治理结构合理，企业运营良好；对于第三个条件，皖新传媒书店资产可以产生较高且持续稳定的租金，这对于皖新传媒通过资产证券化发行 REITs 至关重要。**书店资产产生持续稳定现金流是皖新传媒开展 REITs 的起点和关键，物业租金将作为 REITs 收益支付给投资者。**本案例资产证券化表面上是以书店物业资产为支持，但实际上是以书店资产所产生的租金为支持的，故案例中说物业产生租金是“至关重要的因素”。

3. 试描绘皖新传媒 REITs 的各参与主体及交易结构。

皖新传媒 REITs 项目中的主要参与主体有：项目的发起人和委托人为皖新传媒；SPV 为 13 家房地产投资公司；私募基金管理人为中信金石和兴业国信；基金托管人和主承销商为中信证券和兴业银行。此外，优先收购权人/物业运营方为皖新租赁；流动性支持机构/差额支付承诺人/担保人为安徽新华发行集团；律师事务所、会计师事务所、税务咨询机构、资产评估机构、评级机构等中介机构分别承担法律咨询、资产评估、审计、税务咨询、项目评级等各项工作。

皖新传媒 REITs 项目交易结构大致如图 1 所示：中信证券和兴业银行发起设立资产支持专项计划，向投资者募集资金；由中信金石和兴业国信发起设立私募股权投资基金（SPV1），并作为管理人管理该私募基金；资产支持专项计划（SPV2）以其募集的资金认购私募基金的基金份额；由私募基金持有房地产投资公司股权；房地产投资公司持有书店管理公司股权；书店管理公司持有 16 处书店物业。最后，书店管理公司会反向吸收合并房地产投资公司。

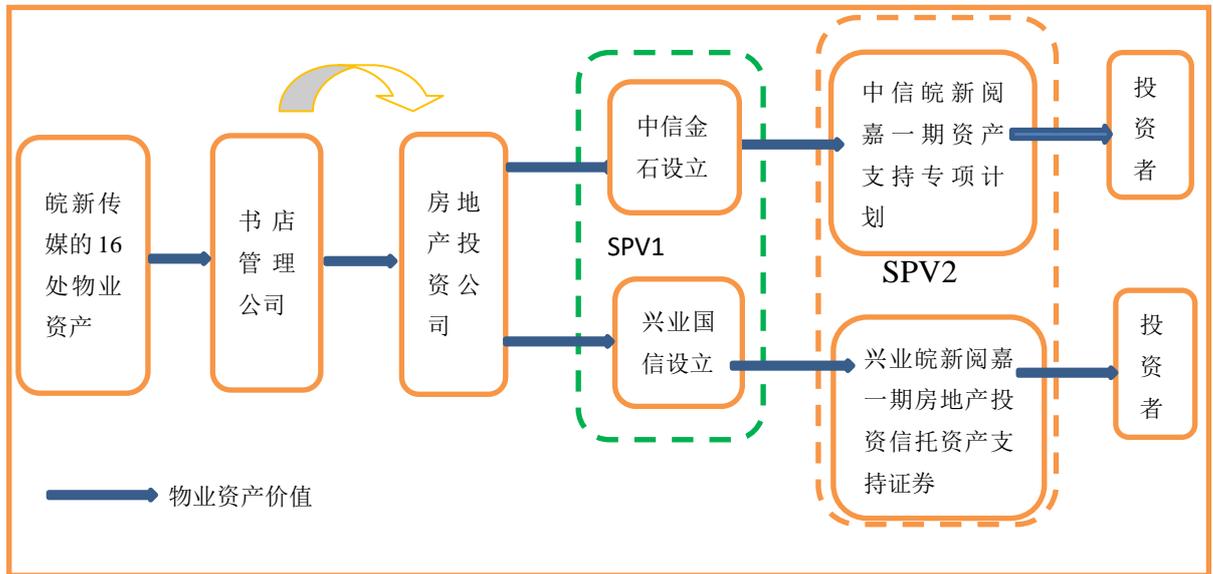


图 1 皖新传媒通过资产证券化发行 REITs 交易结构图

反向吸收合并

4. 本案例中书店物业资产如何形成基础资产？为什么要在资产交易过程中设置双 SPV？

这部分引导学员了解本案例中 REITs 项目的基础资产的形成以及双 SPV 的作用，涉及资产重组、资产组合和风险隔离等相关原理。皖新传媒使用的物业资产为其在合肥、芜湖、六安、安庆、滁州、阜阳、蚌埠、淮北和淮南新华书店子公司所持有的 16 地新华书店房产。书店房产价值首先转让给项目公司（避免不动产转让税），项目公司再转让给房地产投资公司（构建债权债务关系），房地产投资公司再将资产完全出售给 SPV1，SPV1 以其基金份额作为基础资产。因此，本案例的基础资产为基金份额所有权和其他附属权益及衍生权益。基础资产形成资产池可以规避一定风险，这是因为对某项资产来说，其风险和收益往往难以把握，如提前偿付或到期不还。而对于一组资产，情况就不同了，根据现代证券投资组合理论，整个资产组合中的风险收益变化会呈现一定的规律性。因此，通过整个组合的现金流量的平均数做出可信的估计，可以有效地规避组合中资产的提前偿付风险、信用风险等。

资产交易过程中设置双 SPV 主要有两个主要功能：**实现“真实出售，破产隔离”和发行资产支持证券**。SPV1 是为实现“真实出售、破产隔离”的要求而设立的。“真实出售”是指原始权益人皖新传媒将书店物业资产所有权及其附属权利最终完全出售给 SPV1，实现资产权属法律上的转移和财务报表上的出表。“破产隔离”是将物业基础资产价值真实出售给 SPV1 后达到的法律效果，其含义有两点：首先，皖新传媒对出售资产没有追索权，如果皖新传媒出现信用恶化或破产都不会用证券化资产偿付，不会对证券投资者造成影响；其次，当资产池资产出现损失时，证券投资者的追索权也只限于资产本身，而不能要求皖新传媒承担责任。真实出售与破产隔离的意义在于，资产证券化的逻辑起点是基于资产的信用来发行证券，因此需要通过“真实出售”给 SPV1 实现“破产隔离”，切断资产与原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与方之间的一切法律关系，营造一个纯粹的基于资产信用的制度环境，便于明确界定证券投资者的权利边界，维护交易的稳定性。SPV2 主要是为了发行资产支持证券，SPV1 将基础资产转移给 SPV2，SPV2 以 SPV1 被抵押的应收款为支持，发行资产支持证券。

5. 归纳出本案例中皖新传媒开展 REITs 项目中的主要信用增级措施。

这部分主要引导学员掌握信用增级的措施，理解信用增级原理。本案例中信用增级措施主要归纳为几点：

(1) 皖新传媒物业资产抵押：SPV 公司将物业资产抵押给委贷银行，经深圳市世联土地房地产评估有限公司估价，“资产包一”和“资产包二”中的物业资产价值分别为 5.51 亿元和 5.5171 亿元，分别对应各自 A 类证券本金规模的 1.53 倍和 1.67 倍，可为 A 类证券提供有效增信。

(2) 物业资产租金收入超额覆盖：“资产包一”和“资产包二”中的物业资产每年的实际租金收入对 A 类证券每年的本息支出存在超额覆盖，在正常情况中的覆盖倍数分别为 1.30 倍和 1.23 倍。

(3) 结构化分层：本案例中皖新传媒资产证券化信托安排了优先/劣后的证券分层设计。在普通分配或者处分分配时，A 类证券的预期收益和本金将优先于 B 类证券获得偿付，在专项计划终止后进行清算分配时也遵循 A 类证券优先受偿的顺序。

(4) 皖新传媒的租金担保：皖新传媒作为担保机构，将为各下级子公司租用物业的的租金支付提供差额补足支持，使得租金来源稳定。

(5) 安徽新华发行集团的担保：安徽新华发行集团为皖新租赁支付权利维持费和 B 类证券收购价款提供连带责任保证担保；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连带责任保证担保。同时，在每个回售行权日，安徽新华发行集团为 A 类证券、B 类证券的回售提供流动性支持。

四、理论依据与分析

1. REITs 的基本概念

(一) 资产证券化与 REITs

资产证券化是指将缺乏即期流动性，但是具有可预期的、稳定的未来现金收入流的资产进行组合和信用增级，并依托该基础资产的未来现金流在金融市场上发行可以流通的有价证券的融资活动。作为一种创新金融工具，资产证券化的出现为大型企业开创了更为多元的融资方式。

REITs 最早产生于美国二十世纪六十年代初，是一种房地产证券化产品，通常采用股票或者收益凭证的形式募集资金，并将所募集的资金委托专业人士集中化管理，由其选择不同地区和不同类型的房地产项目及业务进行投资，基金回报主要是通过直接运营房地产物业获得的资产运营收益。

在中国，资产证券化是一个非常广义的概念，只要能用证券方式，通过资本市场变现，就可以被归入这一大类。因此，在文字上没有严谨的区分，有些人把上市、发债券、REITs、甚至通过信托或理财产品变现，也都笼统成为“资产证券化”。本案例中，皖新传媒发行的创新型产品实际为类 REITs，基本原理和结构等和我国其他资产证券化并无本质区别，其被认为是证券化产品。

（二）REITs 的分类

从不同角度看，对 REITs 有多种不同的分类方法，大致分类方法有以下几种：

（1）根据组织形式，REITs 可分为公司型以及契约型两种。

公司型 REITs 通过发行 REITs 股份所筹集起来的资金用于投资房地产资产，REITs 具有独立的法人资格，自主进行基金的运作，面向不特定的广大投资者筹集基金份额，REITs 股份的持有人最终成为公司的股东。契约型 REITs 则以信托契约成立为依据，通过发行受益凭证筹集资金而投资于房地产资产。契约型 REITs 本身并非独立法人，仅仅属于一种资产，由基金管理公司发起设立，其中基金管理人作为受托人接受委托对房地产进行投资。

本案例中皖新传媒所发行的 REITs “中信皖新闻嘉一期资产支持专项计划”和“兴业皖新闻嘉一期房地产投资信托资产支持证券”均属于契约型。

（2）根据投资形式的不同，REITs 通常可被分三类：权益型、抵押型与混合型。权益型 REITs 投资于房地产并拥有所有权，权益型 REITs 越来越多的开始从事房地产经营活动，如租赁和客户服务等。抵押型 REITs 是投资房地产抵押贷款或房地产抵押支持证券，其收益主要来源是房地产贷款的利息。混合型 REITs 顾名思义是介于权益型与抵押型 REITs 之间的，其自身拥有部分物业产权的同时也在从事抵押贷款的服务。市场上流通的 REITs 中绝大多数为权益型，权益型 REITs 能够提供更好的长期投资回报与更大的流动性，市场价格也更具

有稳定性。本案例中的 REITs 为权益型。

(3) 根据基金募集方式的不同, REITs 又被分为公募与私募型。

私募型 REITs 以非公开方式向特定投资者募集资金, 募集对象是特定的, 且不允许公开宣传, 一般不上市交易。公募型 REITs 以公开发行的方式向社会公众投资者募集信托资金, 发行时需要经过监管机构严格的审批, 可以进行大量宣传。

2. REITs 的参与主体和结构

一般来说, REITs 中的主要主体有发起人/委托人、托管人、基金管理人、基金单位持有人、特殊目的载体和物业管理人, 其主要职责见下表。

表 1 REITs 中的主要主体

主要主体	职责
发起人/委托人	选定证券化资产并转移给特殊目的载体 (SPV), 同时拥有向 SPV 请求拟定发售资产取得对价的权利。
托管人	接受 REITs 的委托, 以信托的方式为基金持有人拥有不动产并监管管理人; 基金管理人接受 REITs 的委任, 负责 REITs 资产的管理和运营。
基金管理人	接受 REITs 的委任, 负责 REITs 资产的管理和运营, 包括对外以资产为基础的借款及其限额、投资性的房地产项目、管理基金资产的物业及修缮、负责出租及租金收取事宜等, 而且需与受托人保持相对独立性。
基金单位持有人	拥有 REITs 的资产并对其有最终决定权, 对 REITs 产生的收益拥有受益权。
特殊目的载体 (SPV)	主要是出于隔离风险、避税等方面考虑。
物业管理人	负责信托所持房地产的维护、管理。

我国 REITs 项目交易结构交易结构可以简化下图所示: 管理人发起设立资

产支持专项计划，向投资者募集资金；由基金管理公司发起设立私募股权投资基金，并作为管理人管理该私募基金；资产支持专项计划以其募集的资金认购私募基金的基金份额；由私募基金持有项目公司股权；项目公司持有商业物业。

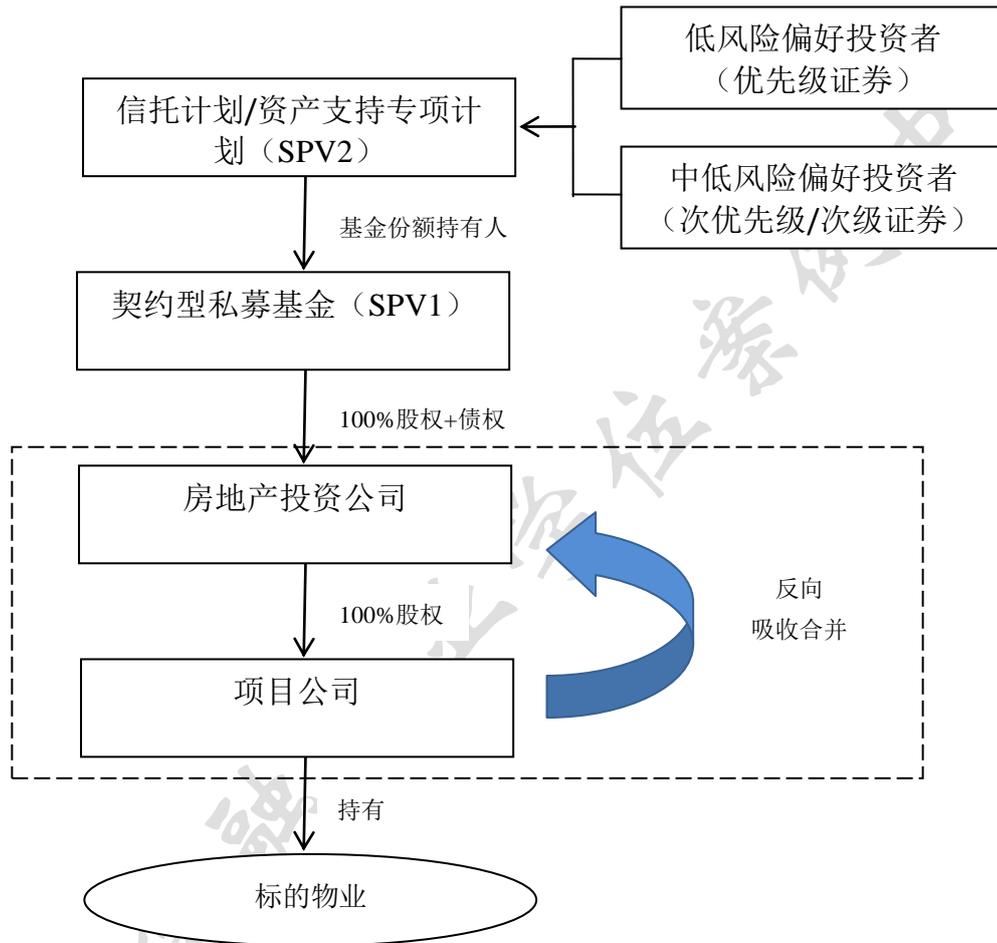


图 1 REITs 结构图

交易结构中需要注意几点：

- (1) 交易项目公司股权，规避不动产转让环节税费

为了规避不动产交易环节中高额的土地增值税和契税，在交易结构中通常安排原始权益人（原物业持有人）交易标的物业资产所在项目公司股权至

“SPV”，而非直接交易物业资产本身。对于标的物业原来不在项目公司名下的，可以先以出资或分立等形式将不动产过户至专门项目公司名下，再交易该项目公司股权。

(2) 通过“股加债”方式持有项目公司股权

为了避免重复征税、提升产品投资收益率，海外标准 REITs 监管规则中通常在满足一定比例分红的前提下减免 REITs 组织层面在运营期间应缴纳的企业所得税，而国内税法中暂无相应税收优惠。因此，若在交易结构不能合理节/避运营期间项目公司的企业所得税，会造成标的物业收入向投资人分配时发生严重损耗，变相抬升我国 REITs 发行人成本。

目前，我国 REITs 产品的解决思路是 SPV 通过购买项目公司股权和发放委托贷款的形式将募集资金发放给发行人，标的物业同时对委托贷款提供抵押担保。委托贷款发放给项目公司后置换其原有的存量债务。若项目公司没有存量债务，则需构建项目公司存量债务，保证没有现金留存在项目公司账面上。此时，项目公司标的物业运营所得净收入优先通过偿还委托贷款本息的方式分配给我国 REITs 产品投资人（注：利息支出可部分抵扣企业所得税还需满足我国企业所得税法关于股债比例和利率水平的要求），少量剩余收入用于税后分红，节税效果明显。

表 2 可避/节税种

不动产原 是否在项 目公司	项目公司 是否有存 量债务	设计	可避/节税种
是	是	不需新设项目公司，股+债单层项目公司	契税、企业所得税
是	否	需新设 SPV 公司，构建债务，股+债 SPV 公司与项目公司反向吸收合并	契税、企业所得税
否	否	需分别新设 SPV 公司和项目公	土地增值税、

不动产原 是否在项 目公司	项目公司 是否有存 量债务	设计	可避/节税种
		司，构建债务，股+债 SPV 公司与 项目公司反向吸收合并	契税、企业所 得税

3 双 SPV 结构

资产证券化的基本交易结构涉及原始权益人、SPV（特殊目的实体）和投资人三大主体。SPV 作为特设机构，主要有两大功能：一是接收基础资产并实现与原始权益人的破产隔离，二是发行资产支持证券。通常情况下使用单 SPV 即可，但我国企业开展 REITs 通常都会设置双 SPV。双 SPV 结构如下图所示：

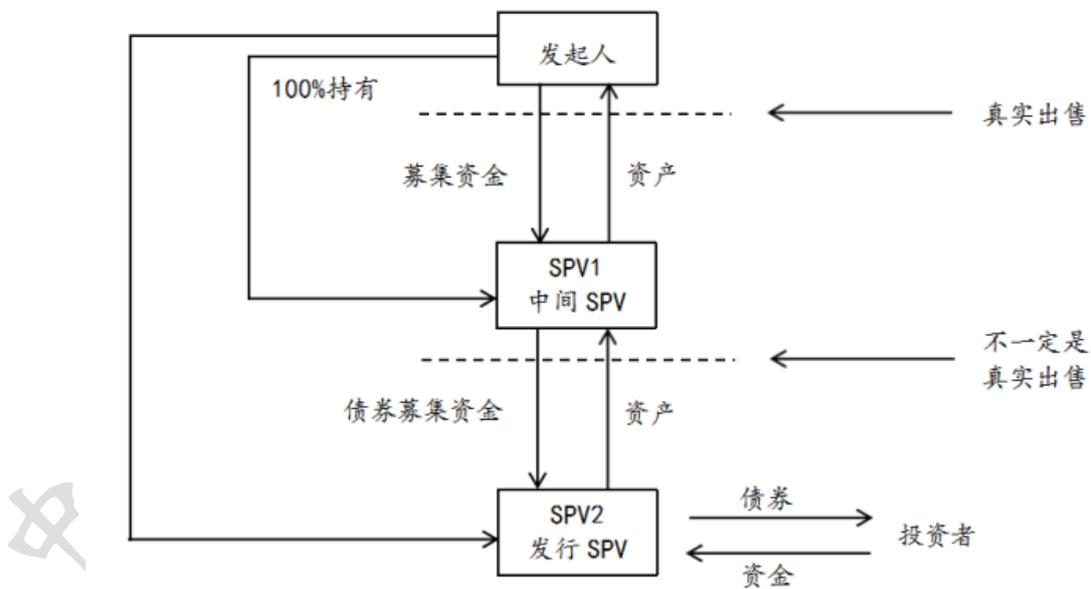


图 2 双 SPV 结构图

SPV 两大功能：（1）接收基础资产并实现与原始权益人的破产隔离（融资

方把资产转给 SPV 后，哪怕自身破产也不影响投资人对该资产的权益)；(2) 发行资产支持证券(发起人把资产“真实出售”给 SPV，SPV 实际上拥有这些基础资产，具备发行证券的资格)。在双 SPV 交易结构中，SPV1 为中间 SPV，SPV2 为发行 SPV。中间 SPV 主要实现基础资产转让和破产隔离功能，发行 SPV 则主要用来发行资产支持证券。

操作流程：(1) 发起人将基础资产以合理价格“真实出售”给自己的全资子公司 SPV1；(2) SPV1 将基础资产转移给 SPV2；(3) SPV2 以 SPV1 被抵押的应收款为支持，发行资产支持债券(ABS)，从资本市场融得资金。

4 资产证券化原理

(一) 证券化核心原理(现金流分析)

资产证券化的核心原理是指被证券化资产(或基础资产)的现金流分析原理。资产证券化是以可预期的现金流为支持而发行证券进行融资的过程。可预期的现金流是进行证券化的先决条件，而不管这种现金流是由哪种资产产生的。证券化表面上是以资产为支持，但实际上是以资产所产生的现金流为支持的。可预期的现金流是资产证券化的基础。换句话说，资产证券化所“证券化”的不是资产本身，而是资产所产生的现金流。

(二) 资产重组原理

资产重组原理的核心思想是通过资产的重新组合，实现资产收益的重新分割和重组，着重从资产收益的角度来进一步分析现金流。资产重组是资产的所有者或支配者为实现发行证券的目标，根据资产重组原理，运用一定的方式与手段，对其资产进行重新配置与组合的行为。资产的原始权益人对自己所拥有的能够产生未来现金流的资产进行组合，形成资产池。资产重组原理的一个重要内容是资产的选择。资产证券化融资所需要的资产是特定的，是从原始权益

人的全部资产中“剥离”出来的部分特定资产。该基础资产的范围可能不仅限于一家企业的资产，而可以将许多不同地域、不同企业的资产组合为一个证券化资产池。

（三）风险隔离原理

风险隔离原理的核心内容是在资产证券化中，如何通过基础资产的风险和其他资产（主要是基础资产原始所有人的其他资产）风险的隔离，提高资本运营的效率，从而给资产证券化各参与方带来收益。

风险隔离主要以“真实销售”方式实现。风险隔离从两方面提高了资产运营的效率：首先，通过风险隔离，把基础资产原始所有人不愿或不能承担的风险转移到愿意而且能够承担的人那里去；其次，证券的投资者能够只承担他们所愿意承担的风险，而不必是资产原始所有人面临的所有风险。

风险隔离机制是资产证券化交易所特有的技术，它使基础资产原始所有人的其他资产风险、破产风险等与证券化交易隔离开来，风险也不会“传染”给资产支持证券持有者，资产的卖方对已出售资产没有追索权，在卖方与证券发行人和投资者之间构筑一道坚实的“防火墙”。证券化交易的风险与资产原始所有者的风险无关，而只与证券化资产本身相关。

（四）信用增级原理

为了吸引更多的投资者并降低发行成本，利用“信用增级原理”来提高资产支持证券的信用等级是资产证券化的一个重要特征。信用增级原理则是从信用的角度来考察现金流，即如何通过各种信用增级方式来保证和提高整个证券资产的信用级别。

信用增级的手段有很多种，主要可以分为外部信用增级和内部信用增级。外部信用增级主要由第三方提供信用支持，内部信用增级主要由资产证券化交易结构的自身设计来完成。

5 资产组合原理

现代资产组合理论最初是由美国经济学家哈里·马科维茨（Markowitz）于1952年创立的，资产投资组合是投资者对各种风险资产的选择而形成的投资组合。由于资产投资收入受到多种因素的影响而具有不确定性，人们在投资过程中往往通过分散投资的方法来规避投资中的非系统性风险，实现投资效用的最大化。现代资产组合理论的提出主要是针对化解投资风险的可能性。“不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里”就是多元化投资组合的最佳比喻，而这已成为现代金融投资世界中的一条真理。开展 REITs 过程中，资产池的资产总体上来说属于同质性资产，具有稳定现金流，但是没有人可以肯定地说这些资产中不会出现违约现象，使某笔资产不能提供稳定的现金流。根据大数定理和资产组合原理可以知道，这些资产在总体上是保证稳定现金流的。发行人发行证券就是把资产池的资产作为一个整体来看待的，未到期的资产支持证券是以资产池的全部资产作为偿还保证的。从而可以忽略个别违约风险，使证券化过程得以实现。

五、建议的课堂计划

参与案例讨论的学员人数应控制在 30 人以内，整个案例课的课堂时间控制在 100 分钟。

建议课堂计划：

1. 课前计划：提醒学员课前阅读案例正文，根据教学计划向学员提出有针对性的启发思考题并安排学员搜集背景资料。

2. 课堂计划:

(1) 简要的课堂前言, 简要叙述案例内容, 重现案例情境主线 (5 分钟);

(2) 布置分组讨论 (每组 5 至 6 人), 按照思考题进行组内讨论 (30 分钟);

(3) 小组发言, 每组选派一名代表进行发言, 回答启发式思考题 (每组 5 分钟, 控制在 30 分钟);

(4) 在第 (3) 环节, 根据小组发言内容, 穿插进行启发式问题的延伸讨论,

此处可随机征求 5 位学员的发言, 以延伸同学对教学主题的理解 (每人发言控制在

5 分钟, 共 25 分钟);

(5) 归纳总结 (10 分钟)。教师结合相关章节理论, 对知识点进行总结, 对主要结论统一学员共识。

(案例使用说明字数: 8443)