

境内企业于香港发行REITs及上市之路

原创 孙昊天 陈桦等 金杜研究院 2021-05-17 21:26



2021年5月17日，顺丰房地产投资信托基金（以下简称“顺丰REIT”或“顺丰房托”）于香港*联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）成功上市，成为中国香港首支物流地产上市房地产投资信托基金（以下简称“REITs”或“房托”），为中国境内企业境外融资打开了新

思路。自2005年越秀房托

成为第一支于中国香港上市的中国内地物业REITs，到近年来招商房托与顺丰房托相继登录中国香港，中国香港成为除新加坡之外又一个中国境内企业REITs公开发行的主要市场

（关于新加坡REITs市场的相
关分析详见金杜另一文章

[《中国企业于新加坡发行REITs及上市之路径》](#) [1]

）。本文将从中国境内企业境外发行REITs背景、香港REITs交易结构及上市流程、REITs上市红筹重组及合规要点等方面，对中国境内企业香港发行REITs进行全方位的介绍。

一．中国企业境外发行REITs的基本情况

中国房地产市场在经历爆发式增长后，逐步进入存量时代，有效盘活存量资产、实

现重资产退出尤为迫切。REITs于1960年起源于美国，随后在澳大利亚、中国香港、新加坡等发达地区及新兴市场得到迅速发展。

REITs通过公募方式公开发售，具有流动性强、投资者认可度高、可实现会计出表等特点。为盘活存量资产、解决资金压力，越来越多的中国境内企业选择赴规则成熟且熟悉中国境内资产的中国香港或新加坡发行REITs。

(一) 香港联交所REITs上市案例情况[2]

截至目前，以中国物业资产在香港联交所发行REITs并上市的案例情况如下：

| 基金名称 | 上市时间 | 物业类型 | 物业组合 |
|---------------------|----------------|------|---|
| 丰树物流信托 (M44U.SG) | 2005年7月 28日 | 工业物流 | 丰树上海西北物流园（一期）、丰树上海西北物流园（二期）、丰树外高桥保税物流园、丰树洋山保税物流园、丰树欧罗物流园、丰树美国工业村、丰树杭州物流园、丰树嘉兴物流园、丰树镇江物流园、丰树无锡物流园、丰树无锡新区物流园、丰树常熟物流园、丰树南昌物流园、丰树天津物流园、丰树武汉物流园、丰树西安洋东物流园、丰树西安配送中心、丰树长沙物流园（一期）、丰树长沙佳县物流园 |
| 资信托 (CRPU.SG) | 28日 | | 斯（璧山）、砂之船奥特莱斯（合肥）、砂之船奥特莱斯（昆明） |

头条 @Lawping

二. 中国香港REITs的交易结构及主要流程

(一) 交易结构

中国香港REITs的主要交易结构如下：

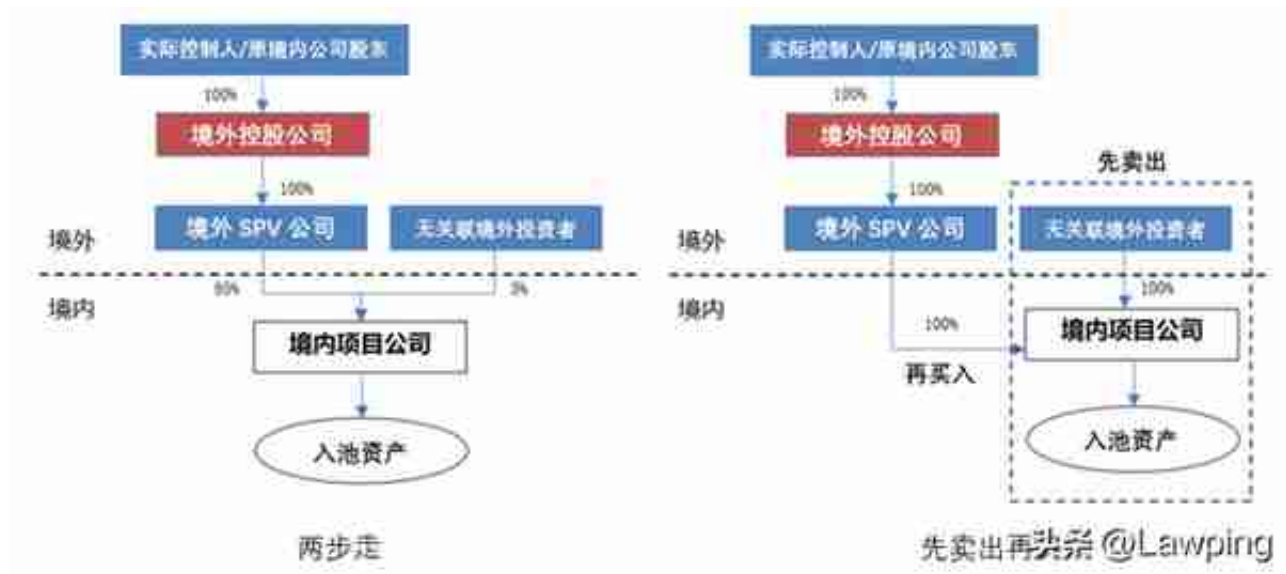
| 主要规则 | 主要内容 |
|--------|--|
| 特点 | 1、专注投资于可产生定期租金收入的房地产项目 2、积极地买卖房地产项目是受到限制的 3、收入的较大部分必须源自房地产项目的租金收入 4、收入的绝大部分必须会定期以股息方式分派给持有人 5、订明其最高借款额 6、关联人士交易必须获得持有人的批准 |
| 公开市场要求 | 已发行单位数目总额至少 25%必须由公众人士持有 |
| 机构要求 | 1、必须是信托形式 2、必须具有香港证监会接受的受托人，受托人与管理人必须相互独立 3、必须具有香港证监会接受的管理人，管理人必须委托上市代理人及财务顾问、核数师 4、必须委托一个独立的物业评估师，由其每年对 REITs 进行评估 |
| 投资限制 | 该计划主要投资于房地产项目 1、有关的房地产项目一般必须可产生收入（资产总值至少 75%均必须被投资于产生定期租金收入的房地产项目） 2、该计划可以购入空置及没有收入或正在进行大规模发展、重建或修缮的建筑物的未完成单位（该等房地产项目的累计合约价值与其物业发展费用，无论在任何时候均不得超过该计划的资产总值的 25%） 3、销售文件须清楚披露该计划是否有意在上市后的首 12 个月内购入其他物业 可投资以下金融工具： 1、在香港联交所或其他国际认可证券交易所上市的证券 2、非上市债务证券 3、政府证券及其他公共证券 4、本地或海外地产基金 投资于上述金融工具不能超过该计划资产总值 10% 对该等少数权益物业的投资总额不得超过房地产投资信托基金总资产价值的 10%(10%上限) 房地产投资信托基金对于非资格少数权益物业、物业发展、相关投资及其他附属投资的总额在不得超过房地产投资信托基金资产总值的 25% 对合格少数权益物业的投资不计入以上 25%的上限 持有期限限制 该计划必须持有该计划之内的每项房地产项目（非合格少数权益物业除 |



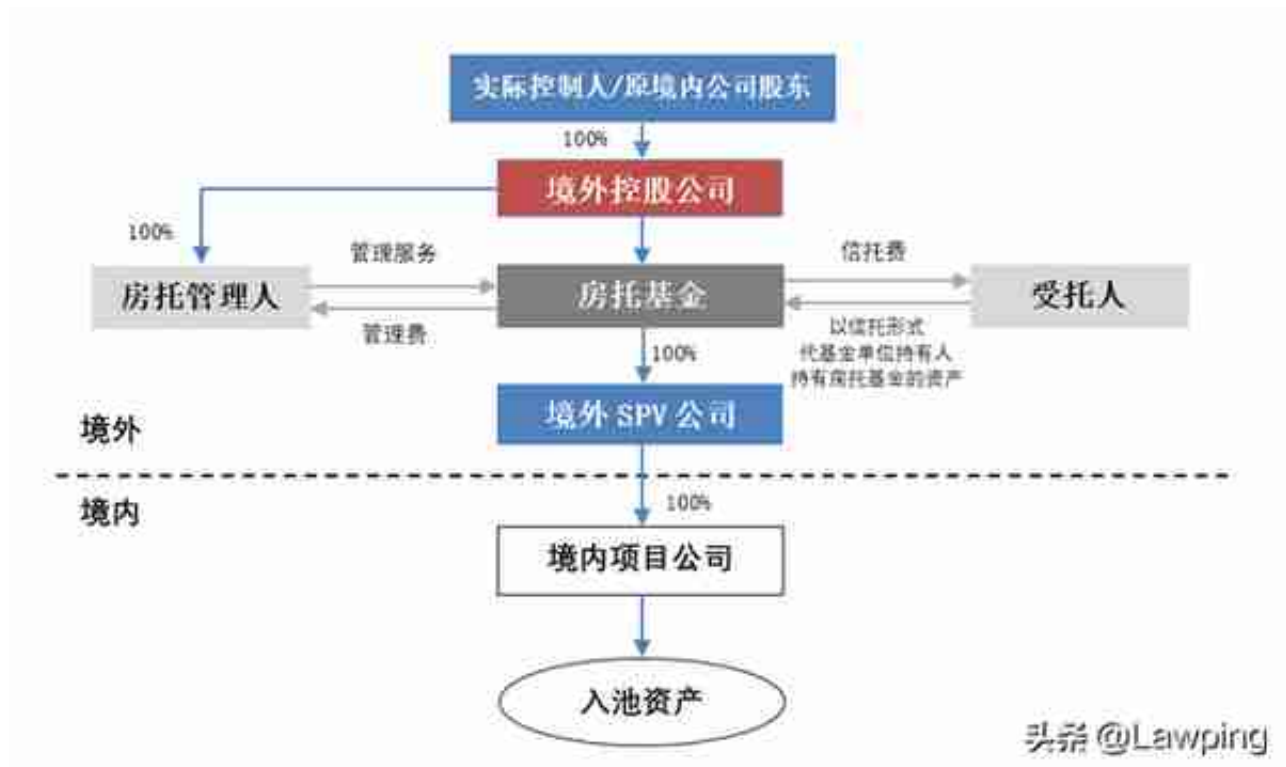
根据红筹重组惯例，红筹重组完成后总体将形成“实际控制人/原境内公司股东-境外控股公司-境外SPV公司-境内公司”的持股结构，主要步骤如下：

1. 搭建境外红筹持股架构

在重组启动后，先由实际控制人/原境内公司股东于境外设立红筹持股架构。作为境外持股平台的空壳公司，设立地和层次的设置主要从避税、保密性以及未来境外股权操作便利性的角度考量，一般可根据需求选择在开曼群岛（Cayman）、英属维尔京群岛（BVI）或中国香港设立。境外红筹架构搭建完成后大致架构如下：



采取两步走方式，在无关联境外投资者入股境内项目公司后，可通过境外SPV公司直接收购其持有的境内项目公司股权、无关联境外投资者退出上市架构；或者境外换股、无关联境外投资者上翻境外控股公司两种方式实现境外控股公司对境内项目公司100%的控股。最终，两步走或先卖出再买入重组后将形成以下架构：



(二) 其他中国法律重点问题

1. 大红筹审批？

结合《国务院关于进一步加强对在境外发行股票和上市管理的通知（国发[1997]21号）》（以下简称“97红筹指引”），实操中普遍认为，大红筹结构一般是指拟境外上市主体实际控制人或控股股东为中国境内机构的情况。但如果该等中国企业股权穿透后可以穿透到自然人，则重组惯例中都会由该等自然人在境外搭建架构，以避免大红筹审批。因此，通常不得不适用大红筹架构的，主要是实际控制人或控股股东无法穿透到自然人的中国企业，一般是国资、上市公司等中国企业。

根据97红筹指引及上市惯例，大红筹结构下境外上市需要经过中国证监会审批及/或省级人民政府或者国务院有关主管部门同意（以下简称为“大红筹审批”），实践中，除大型国企外，前述大红筹审批难以取得。

但是，97红筹指引为存在大红筹结构的REITs发行留下一线空间：根据97红筹指引字义，其仅适用于“股票”发行而不适用于“信托基金单位”发行。目前存在大红筹结构的新加坡及中国香港上市REITs的发行文件中均未披露大红筹审批的问题。因此，在境外律师根据当地上市规则确认REITs发行的信托基金单位不属于“股票”的情况下，存在大红筹架构的REITs发行一般认为不需要经过大红筹审批。

2. 境内资产出境股权转让对价如何支付？

REITs上市中的境内项目公司都是持有物业的重资产企业，净资产价值高，在境内资产出境与资产注入REITs时均需要高额的股权转让对价。在不具备通过换股方式支付对价的情况下，以现金方式支付收购境内项目公司的股权转让对价将对公司的现金流带来巨大挑战。

而不同于一般境外IPO重组中要求重组相关股权转让对价在递交上市申请前或上市前支付完毕的惯例，REITs可以以上市募集资金用于支付境内资产出境的股权转让对价，这为缓解公司重组现金流压力提供便利。发行人需在递交REITs上市申请前，完成境外控股公司下设公司与境内项目公司股东股权转让协议的签订，并完成工商变更，实现股权及股东权利转移至境外控股公司下设公司，但可不实际支付股权

转让对价。在REITs完成上市后，可以部分募集资金用于境内项目公司股权收购对价，有关资金用途将于申请文件及发售通函中亦会披露。

本次顺丰REIT上市前需要分拆顺丰控股的资产和子公司（“分拆资产”）并将分拆资产注入顺丰REIT。

分拆资产的买卖协议（SPA）中约定，买方先以提供期票（Promissory Note

ote

）予卖

方的方式完成

交割，并约定在上市后的五

天内买方必须兑现该期票。

本次顺丰REIT上市前也邀请了银行组成银团向顺丰REIT的子公司提供贷款，用以收购分拆资产。顺丰REIT在上市后，利用上市募集的资金加上银团提供的贷款兑现期票。

但需要注意的是，如果境内资产出境中涉及外资并购的情况，则

需要符合10号文第16条对于股权转让对价支付时间的限制，即一般于自外商投资企业营业执照颁发之日起3个月内支付股权转让对价。

（三）税务筹划

由于REITs上市中的项目公司均持有物业，属于重资产企业，重组中纳入上市资产、剥离非上市资产以及境内资产出境所涉及的股权转让及资产转让均可能产生较重的税负成本，因此，相对于一般的境外IPO重组，税务筹划在REITs红筹重组中显得更为重要。

REITs红筹重组中常见的税务筹划方式简介如下：

| | | | |
|--------------------------------|--|--|---|
| <p>反向剥离 (即将入池资产保留在原主体)</p> | <p>分立: 由分立后的新设主体持有非入池资产</p> <p>资产出资: 以持有的非入池资产出资设立一新公司</p> | <p>剥离、反向剥离两种方式, 除一般的资产转让外, 分立与资产出资存在一定的税务筹划空间, 且能减少对公司现金流的占用。</p> | <p>要发起人承诺于锁定期满 12 个月后立即装入资产, 并承诺对物业未装入期间的现金流进行补足。</p> |
| <p>换股</p> | <p>在境外控股公司下设 SPV 公司收购境内项目公司时, 除现金收购外, 可考虑换股方式。</p> <p>由境外控股公司下设 SPV 公司进一步设立下一层境内 SPV 公司 (以下简称“现金公司”), 并由该等现金公司持有与境内项目公司估值相当的现金资产。之后, 由境外控股公司下设 SPV 公司收购境内项目公司, 其收购对价为境外控股公司下设 SPV 公司持有现金公司 100% 股权, 即将境外控股公司下设 SPV 公司持有的现金公司股权与原股东持有的境内项目公司股权互换。</p> | <p>降低境内资产出境中股权转让的企业所得税成本。</p> | |
| <p>夹设合伙企业</p> | <p>由境外控股公司间接在境内设立一合伙企业, 由该等合伙企业作为收购境内项目公司的主体。</p> | <p>合伙企业层面可免征企业所得税, 可以选择设立在税务环境友好的城市, 如海南、广州南沙等地。</p> | |
| <p>构建外债</p> | <p>在境内项目公司层面构建外债, 可由其境外股东向其提供借款。一方面企业从其关联方接受的债权性投资与权益性投资的比例在不超过标准情况下而发生的利息支出可在税前扣除; 另一方面, 境内项目公司除分红可向境外实现资金流动外, 增加通过偿还债</p> | <p>在境内项目公司层面形成一定的股债比例, 加大债务资本 (债权性筹资) 而减少股份资本 (权益性筹资) 比例的方式增加税前扣除, 并可扩大除分红外向境外分配资金的方式, 以降低企业税负。</p> <p>头条 @Lawping</p> | |

| 序号 | 核查项目 | 特殊要点 | 法律尽职调查方法 | 解决措施 |
|----|-------------|--|---|---|
| 1 | 项目规划用途与实际用途 | <ul style="list-style-type: none"> 可能存在土地规划用途与实际用途不符的情况 根据《中华人民共和国土地管理法》第八十一条，不按照批准的用途使用国有土地的，由县级以上人民政府自然资源主管部门责令交还土地，处以罚款 | <p>审核国有土地使用证、国有建设用地使用权出让合同、建设用地许可证与建设工程规划许可证等文件上载明的土地或建筑物用途</p> | <ul style="list-style-type: none"> 由公司提供承诺，如因项目规划用途与实际用途不符问题导致 REITs 遭受任何损失，公司应对 REITs/项目公司进行全额补缴 对于未按项目规划用途使用土地的合规性确认，应取得主管部门的合规证明或与主管部门进行访谈 |

| | | | | |
|---|------------------------------|---|---|---|
| 5 | <p>物业抵押及其他限制性协议安排对物业的限制性</p> | <p>根据香港证监会《房地产投资信托基金守则》，REITs 需要对入池资产享有“good marketable legal and beneficial title”。需考虑物业上是否存在影响前述意见发表的限制</p> | <ul style="list-style-type: none"> ● 通过不动产登记信息查询调档或者不动产权证他项权进行核查；核查项目公司履行的担保合同等 ● 审查铺位租赁、广告位租赁等合同，关注是否存在约定优先购买权与提前解约等权利安排条款与未来的交易安排冲突 | <ul style="list-style-type: none"> ● 《民法典》生效后于物业上设立的抵押，除抵押合同约定不得转让或相关物业的不动产登记簿登记禁限抵押物转让外，抵押物原则上可以转让。《民法典》生效前已经办理抵押登记的不动产，未经抵押权人同意，仍然不得转让。因此，多数《民法典》生效前已抵押的资产在上市前会解除或替换入池物业上的抵押或其他担保 ● 针对现有底层资产存在与未来交易安排存在冲突的条款，应当通过补充协议等方式在未来资产交易前进行变更或解除 |
| 6 | <p>转让限制</p> | <p>项目的投资协议、土地出让合同等文件或者地方法规可能存在针对项目土地使用权（特别是工业类土地）的转让限制（包括资产转让、项目公司股权变更、项目公司控制人变更）</p> | <p>检索地方法规、询问项目公司，查验与政府部门之间的投资协议及土地出让合同等文件</p> | <p>若投资协议、土地出让文件或地方法规存在限制转让的情形，需取得限制方同意转让事宜的书面文件</p> |
| 7 | <p>房屋租赁登记备案</p> | <p>根据法律规定，房屋租赁合同订立后，房屋租赁当事人应当到租赁房屋所在地房地产主管部门办理房屋租赁登记备案</p> | <p>查验项目的租赁合同登记备案证明文件；进一步向当地房屋管理部门进行咨询，以确认项目所属的物业类型是否需要强制办理租赁登记备案</p> | <ul style="list-style-type: none"> ● 建议由项目公司尽快补充办理该等租赁登记备案手续； ● 由公司提供承诺，如因历史上存在的该等租赁登记备案问题导致 REITs 遭受任何损失， 司进行全额补偿 |



孙昊天



陈少珠

主办律师

证券业务部

房地产投资信托基金 (Real Estate Investment Trust, “REITs

”)是指以能够产生稳定租金收益的不动产为主要基础资产，以标的不动产租金收入作为主要来源，并将可分派收益按比例分配给投资者的金融工具。尽管中国大陆尚未形成严格意义上的REITs市场，但对融资渠道多样化的需求，近年来陆续有中国企业前往海外市场发行REITs，其中新加坡REITs市场凭借其成熟、国际化程度较高的优势，受到越来越多企业的关注。

新加坡REITs (“S-REITs”)的实质亦为一种金融工具，通过将资产出售给S-REITs并进行上市，资产的原始受益人可以实现如下目的：

- 发起人将资产出售给S-REITs并进行上市，可以实现将流动性差的房地产资产货币化，从而把资产盘活，回笼现金，实现轻资产策略；
- 如果发起人也持有部分S-REITs份额，则可与其他S-REITs投资人享受同等的收益分配与税收优惠，从而提高投资内部收益率；
- 发起人可以通过全资拥有的S-REITs境内物业管理公司等获得管理费形式的新业务收入。

本文拟对S-REITs的含义、架构、上市流程等进行简要介绍，并对中国企业设立S-REITs并在新加坡交易所 (“新交所”)上市需关注的中国法律问题进行梳理。

什么是S-REITs

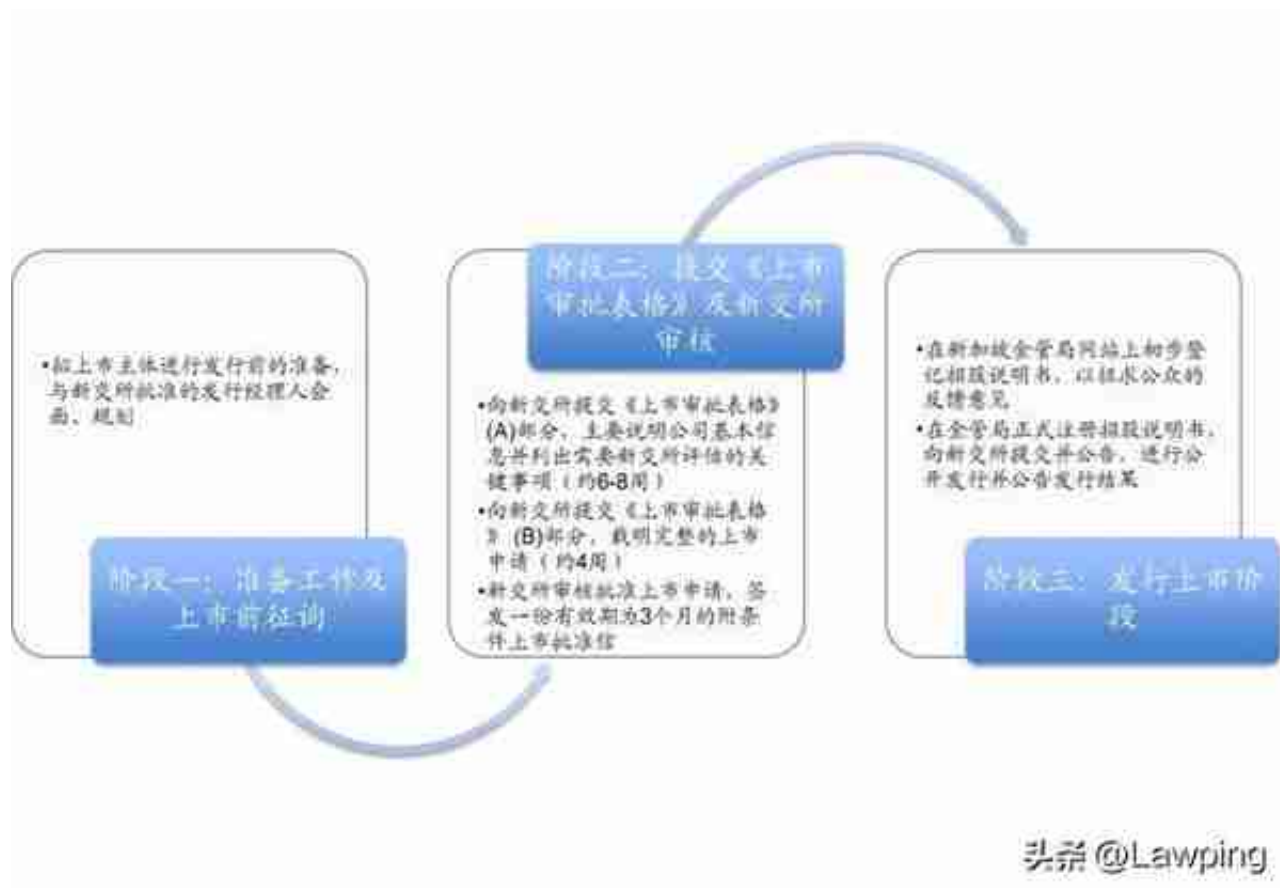
01

S-REITs的定义及架构

S-REITs主要采用信托模式，S-REITs管理人根据新交所上市规则的规定以及信托契约的约定发行S-REITs份额，用募集资金购买房地产或者相关资产，S-REITs管理人负责S-REITs的日常管理与经营，并聘任物业管理人管理房地产及相关资产；受托人根据信托契约的约定为S-REITs份额持有人的利益持有S-REITs资产，同时代表S-REITs份额持有人的利益监督S-REITs管理人的投资行为。房地产及相关资产的收入，扣除支付给受托人、S-REITs管理人和物业管理人的费用及贷款利息等之后，全

部作为可分派收益支付给投资者。S-REITs的基本架构如下：

图1：S-REITs 基本架构



[1] 具体请参见新交所官网：<http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/products/securities/reits-bt>，于2018年9月9日最后访问。

[2] 参见周昕、孙晚晴：《放开内保外贷资金回流限制，你能干点啥？》，载于<http://www.kwm.com/zh/cn/knowledge/insights/how-to-react-to-the-relaxation-on-the-capital-flow-restrictions-20170207>，于2018年9月9日最后访问。

[3] 具体请参见新交所《证券上市手册——主板规则》第四章第二部分。

[4] 具体请参见新加坡证券交易所《证券上市手册——主板规则》第210条。

[5] 具体请参见新加坡证券交易所《证券上市手册——主板规则》第四章第三部分。

注：本文原载于《中国外汇》，有增删修改

相关文章

- 金杜证券法律主题月 | D股上市条件及上市后的公告义务
- 金杜证券法律主题月 |
上市攻略：网络游戏企业境内外上市之核心法律问题解读