

# 类 REITs 项目通过对项目公司减资形成债权的实操模式及风险点研究

(拟定稿)

## 摘 要

近年来，类 REITs 产品在我国呈现出方兴未艾的态势，截至 2022 年底，已成功发行了 168 单类 REITs 产品。伴随类 REITs 产品实操经验的积累，类 REITs 产品的交易结构也在不断创新以贴合发行人的需要。受政策及项目公司组织结构等多种因素影响，部分近期发行的类 REITs 产品未采取发放股东借款或构建信托贷款的模式，而是通过对项目公司进行减资形成债权，进而完成了股债结构的搭建。类似的模式同样在公募 REITs 产品中得到验证。

针对这种较为创新的交易结构，本研究报告借鉴相关项目的实操经验，结合我国的制度环境，对类 REITs 产品通过减资形成债权的可行性及关注点进行梳理。本研究报告发现，假设项目公司具备充足的注册资本和实收资本，且没有其他内部决策的限制，减资模式能较为简便地完成股债结构搭建。同时，实操中减资模式也受到公司注册资本的限制且面临行政流程等不确定性。整体看，类 REITs 产品股债结构的搭建往往还需要结合项目公司现有的报表寻找最便捷的途径。

**关键词：**类 REITs；减资模式；股债结构；风险点

## 目录

一、研究背景与意义 .....	3
1. 研究背景 .....	3
2. 理论意义和实际应用价值 .....	3
二、减资形成债权实操 .....	4
三、减资模式的企业所得税处理 .....	5
四、案例分析——浙商沪杭甬 REIT .....	6
五、风险与关注点 .....	7
1. 项目公司注册资本金是否充足 .....	7
2. 注册资本金是否实缴到位 .....	7
3. 减资过程存在不确定性 .....	8
六、展望 .....	8

## 一、研究背景与意义

### 1. 研究背景

2005年12月21日，越秀REITs作为我国首单内陆REITs在香港联交所正式挂牌上市。2014年5月，中信启航REITs作为首单类REITs产品在深交所挂牌。短短数年间，类REITs产品在我国得到蓬勃发展。截至2022年底，类REITs产品共发行168单，发行规模合计3480.14亿元<sup>1</sup>。2020年8月7日，证监会正式发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，标志着中国公募REITs正式拉开了帷幕。截至2022年底，公募REITs产品共发行23单，发行规模合计851.08亿元。

为了合理规避存续期所得税，提升投资者收益，类REITs产品通常需要搭建股债结构。同时，为了避免资金在项目公司账面沉淀，类REITs产品搭建股债结构往往要结合项目公司现有的财务报表寻找最优途径。通常情况下类REITs采用“专项计划+私募基金”双SPV结构，由私募基金设立SPV向项目公司发放股东借款搭建股债结构。但受政策及项目公司组织结构等多种因素影响，部分近期发行的类REITs产品未采取发放股东借款或构建信托贷款的模式，而是通过对项目公司进行减资形成债权，进而完成了股债结构的搭建。本文将结合部分市场案例对通过减资搭建股债结构进行讨论。

### 2. 理论意义和实践应用价值

在类REITs项目中，为了减少企业所得税对物业资产现金流的损耗，通常需要向项目公司发放借款，搭建股债结构实现税盾效应。根据《财政部国家税务总局关于企业关联方利息支出税前扣除标准有关税收政策问题的通知》（财税〔2008〕121号）和《国家税务总局关于印发〈特别纳税调整实施办法（试行）〉的通知》（国税发〔2009〕2号）相关规定，项目公司债权性投资与其权益性投资比例不应超过2:1。因此，在符合相关政策的前提下，为实现税盾最佳效果，债务规模应尽可能接近2/3资产估值。

以往类REITs项目中一般会设置私募基金或信托，通过私募基金或信托实现向项目公司发放贷款，完成股债结构的搭建。受外部环境影响，类REITs项目开

<sup>1</sup> 相关数据均来自CNABS.com，下同。

始逐步取消设置私募基金的结构，采取专项计划直接持有项目公司的交易设置。然而，根据《贷款通则》的规定，贷款人必须经中国人民银行批准经营贷款业务，持有中国人民银行颁发的《金融机构法人许可证》或《金融机构营业许可证》，并经工商行政管理部门核准登记；同时结合银保监会对经营贷款业务的批准规定，具备发放贷款资质的机构仅限于银行、信托等银行业金融机构和小额贷款公司、典当公司等“类金融机构”，而作为项目管理人员的证券公司等非银行业金融机构通常不持有金融许可证，也并不具备发放贷款的资质。鉴于上述原因，取消设置私募基金的结构下，如项目公司存量债务不足以实现税盾最佳效果，考虑到专项计划无法直接向项目公司发放股东借款，股债结构搭建的常见方式包括：（1）如所有者权益规模较大，可通过减资的方式构造应付股东减资往来款，完成上述减资后，项目公司无需立刻向股东偿还该等减资款，而是按照《债权债务确认协议》的约定在专项计划存续期间分期偿还减资款及相应利息；（2）所有者权益规模较小或基于其他要求无法操作减资，则由原始权益人设立 SPV 搭建目标股债结构，再由项目公司反向吸并承接 SPV 搭建好的股债结构。

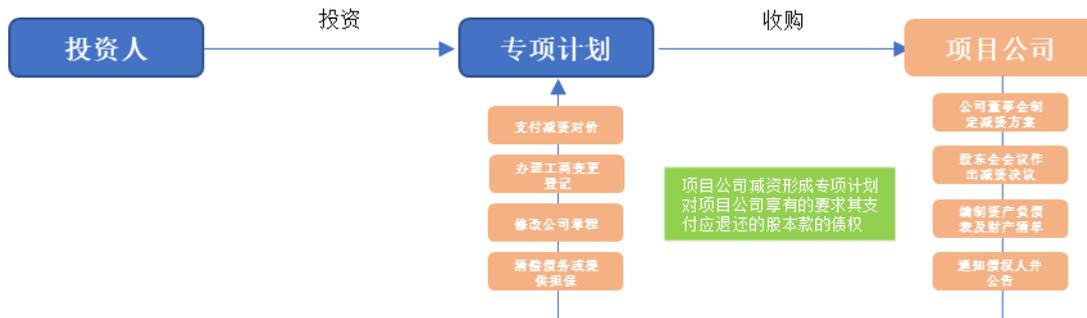
综上所述，在无私募基金的结构下，假设项目公司具备充足的注册资本和实收资本，且没有其他内部决策的限制，减资模式能最为简便地完成股债结构搭建。其优越性主要体现在：一，相较于直接受让项目公司的存量债权，减资模式仅需经过项目公司内部决议和工商变更，而无需股东实际出资，避免了资金沉淀问题；二，实收资本的减少直接作用于所有者权益结构的调整，从而能简单同步完成股债比例的调整；三，对市场监管部门而言，减资相对于反向吸收合并，是更常见也容易理解和接受的操作。除此之外，考虑到境外债权可能面临的法律认可及其他实操的问题，在原始权益人为境外企业的情况下，专项计划无法通过原始权益人设立 SPV 搭建股债结构，再由项目公司反向吸并承接 SPV 搭建好的股债结构。同时，国务院国资委致力于推动央企管理层级控制在 5 级以内，地方国有企业管理层级普遍压缩到 4 级以内，同样限制了原始权益人通过设立 SPV 搭建股债结构。而项目公司减资则可以规避上述因素的限制来完成股债结构的搭建。

## 二、减资形成债权实操

从专项计划层面看，通过对项目公司进行减资形成债权一般需要经过以下几个步骤：一，投资人缴付资金投资于专项计划；二，管理人代表专项计划收购项

目公司 100% 股权<sup>2</sup>；三，项目公司向监管机构递交减资申请；四，项目公司得到监管批复进行减资，从而形成对股东的应付账款。完成上述减资后，项目公司无需立刻向股东偿还该等减资款，而是按照《债权债务确认协议》的约定在专项计划存续期间分期偿还减资款及相应利息。通过以上四个步骤，项目公司目标股债结构搭建完成。

图 1 专项计划层面，对项目公司进行减资形成债权示意图



资料来源：杜娟 郭晶，《说说公司减资那些事儿》，研究小组整理

### 三、减资模式的企业所得税处理

项目公司减资涉及实缴资本部分，且项目公司需要向股东支付相应减资款，持有项目公司股权的股东或专项计划会面临相应的税负缴纳和会计处理问题。考虑到目前类 REITs 产品中项目公司的股东以法人股东为主，后文将重点分析法人股东在减资过程中的税负处理问题。

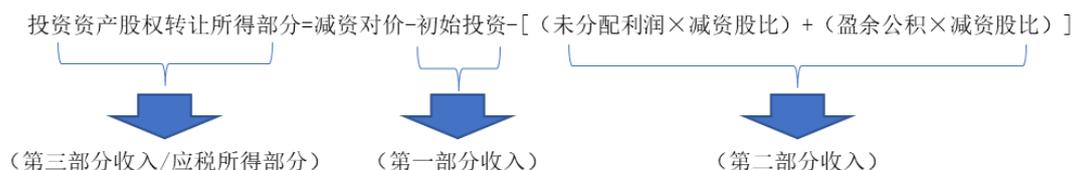
法人股东的减资对价通常可以划分为：一，初始投资收回部分；二，法人股东减资或撤资收回的股息所得部分；三，投资资产股权转让所得部分。

根据《国家税务总局关于企业所得税若干问题的公告》（国家税务总局公告 2011 年第 34 号）第五条第一项规定：“投资企业从被投资企业撤回或减少投资，其取得的资产中，相当于初始出资的部分，应确认为投资收回；相当于被投资企业累计未分配利润和累计盈余公积按减少实收资本比例计算的部分，应确认为股息所得；其余部分确认为投资资产转让所得。”同时，根据《中华人民共和国企业所得税法》（主席令第六十四号）第二十六条第二款规定：“符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益为企业免税收入，免征企业所得税。”

所以，法人股东减资或撤资收回的股息所得部分免征企业所得税，投资资产股权转让所得部分需要缴纳企业所得税，其计算公式如下：

<sup>2</sup> 部分项目不能实现 100% 持有项目公司股权

图2 法人股东减资应税所得额计算公式



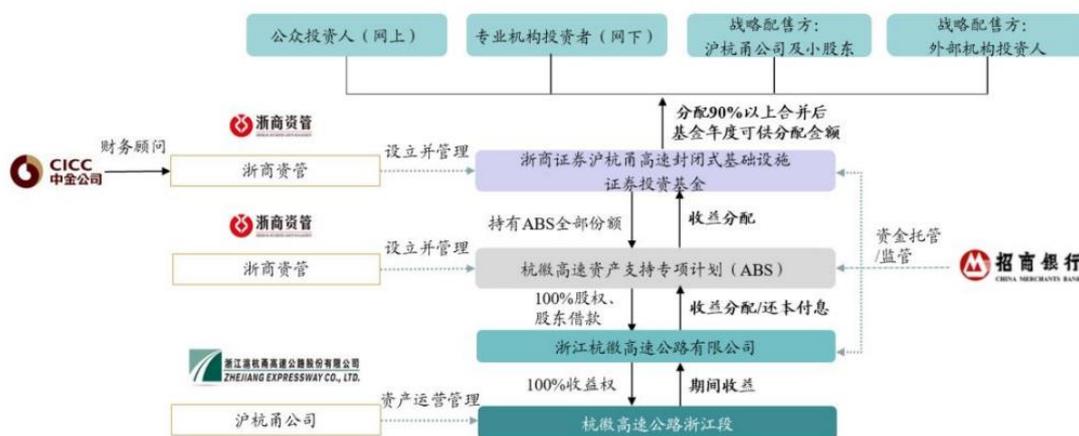
资料来源：杜娟 郭晶，《说说公司减资那些事儿》，研究小组整理

综上所述，通过减资搭建股债结构的过程中，只有剩余应归属投资资产股权转让所得的部分才需要缴纳企业所得税，如法人股东减资金额未超过其持股比例对应的实收资本以及未分配利润，则不会产生额外企业所得税税款。

## 四、案例分析——浙商沪杭甬 REIT

鉴于类 REITs 产品的私募属性，以及取消设置私募基金，由专项计划直接持有项目公司的类 REITs 产品与公募 REITs 产品的结构具有相似性，本文借用 2021 年 6 月 21 日于上交所上市交易的浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“浙商沪杭甬 REIT”）作为项目公司进行等比减资形成债权的案例以供分析。

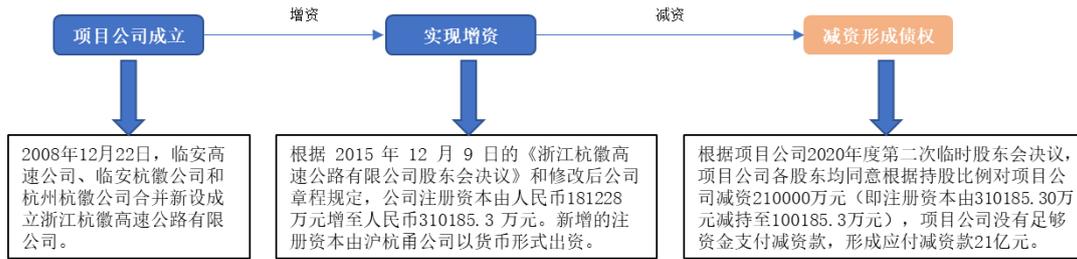
图3 浙商沪杭甬 REIT 交易结构图



资料来源：《浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金招募说明书》

浙商沪杭甬 REIT 项目公司浙江杭徽高速公路有限公司（以下简称“杭徽公司”）成立于 2008 年 12 月 22 日，注册资本人民币 310185.30 万元。通过对杭徽公司减资形成债权的时间线如下：

图4 浙商沪杭甬REIT通过对项目公司减资形成债权示意图



资料来源：《浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金招募说明书》，研究小组整理

目标资产支持专项计划设立后，资产支持专项计划管理人代表资产支持专项计划与项目公司原股东签署《关于浙江杭徽高速公路有限公司之股权转让协议》，收购项目公司100%的股权，签署《债权转让协议》，收购项目公司原股东就减资事宜所享有的对项目公司的债权。资产支持专项计划作为项目公司债权人，与项目公司签署《债权债务确认协议》，确认股东借款，至此完成项目公司1:2股债结构的搭建<sup>3</sup>，进而实现了“税盾”效应，降低了项目公司的税负。

## 五、风险与关注点

### 1. 项目公司注册资本金是否充足

为实现税盾最佳效果，构建的债务规模应尽可能接近2/3资产估值，这就要求项目公司的所有者权益满足一定规模。项目公司减资规模的初步计算方式如下：最佳税盾规模-可置换存量债务合计=债务缺口，即减资规模。如项目公司所有者权益规模较小，或部分项目公司由于设立时间较短，所有者权益仍为负，则无法直接通过减资来构建合适的股债结构。此外，即使所有者权益规模可以满足减资规模，如项目公司处于亏损状态，减资后仍将出现“资不抵债”的情况，将对上述操作造成一定障碍。

### 2. 注册资本金是否实缴到位

在注册资本实缴登记制度转变为认缴登记制后，企业自行申报注册资本而不再被要求提供验资报告，工商部门只登记公司认缴的注册资本总额，无需登记实收资本，不再收取验资证明文件<sup>4</sup>。但根据目前的项目来看，在通过减资构造债权

<sup>3</sup> 参见万伟华，《公募REITs基金系列之八（浙商沪杭甬REIT）减资成债权，配售58.95%》，2022年2月6日，<http://www.cytax.cn/a/xingyezixun/17041.html>

<sup>4</sup> 采取募集方式设立的股份有限公司依然需要提供验资报告，包括商业银行、外资银行、金融资产管理公司、信托公司、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司、消费金融公司、货币经纪公司、村镇银行、贷款公司、农村信用合作联社、农村资金互助社、证券公司、期货公司、基金管理公司、保险公司、保险专业代理机构、保险经纪人、外资保险公司、直销企业、对外劳务合作企业、融资性担保公司、劳务派遣企业、典当行、保险资产管理公司、小额贷款公司

的情况下，往往需要项目公司的注册资本金实缴到位。

### 3. 减资过程存在不确定性

如上文图 1 所示，减资在项目公司层面需要经过公司内部决策程序，并办理工商登记等流程，减资过程耗时较长，尤其是工商登记过程中存在一定的不确定性，对计划管理人的整体把控能力要求较高。由于类 REITs 产品仍需通过标的债权的偿还来向专项计划归集利息和本金（如有），如减资完成时间较长，将导致（1）标的债权的形成时间距离专项计划第一次兑付日期很近，导致标的债权必须以更高的利息来满足必备金额的归集；或（2）在标的债权未能按时于兑付日之前形成的情况下，项目公司需通过向作为其股东的计划管理人分配与其所持有股权所对应的股息、红利等股权投资收益（如有）的形式完成物业资产运营净收入向专项计划的归集，考虑到分配股息、红利等股权投资收益将会产生额外税费支出，将会导致专项计划资产对优先级资产支持证券应付预期收益的保障程度减弱。

## 六、展望

现有政策框架下，类 REITs 产品仍需通过股债结构的搭建来实现税盾效应，作为一种比较新的构建模式，通过对项目公司进行减资形成债权，进而完成股债结构的搭建具有较大的创新性。鉴于减资模式能较为简便地完成类 REITs 产品股债结构的搭建，已经被适用的类 REITs 及公募 REITs 产品采纳，特别是对于境外原始权益人或需要严格控制层级的央企原始权益人，减资模式相比其他搭建股债结构的方式具有实操上的优势。另一方面，减资模式的操作依然受到项目公司所有者权益规模的限制以及行政流程等因素的影响。整体看，类 REITs 产品股债结构的搭建是财务报表上的“工程学”，往往需要利用项目公司现有的财务报表寻找最方便的途径。

经过多年的发展，类 REITs 产品的交易结构也在不断完善和创新，体现了“技术需要为商业服务”这一核心逻辑，可以预见的是，随着公募 REITs 的放开以及市场参与主体的增加，市场及监管对 REITs 产品的关注度进一步提升，也将对类 REITs 产品结构进一步的创新和突破提供方向。

参考文献:

- [1] 杜娟 郭晶,《说说公司减资那些事儿》, 2022 年 1 月 28 日,  
<http://www.zichanjie.com/article/828856.html>
- [2] 万伟华,《公募 REITs 基金系列之八(浙商沪杭甬 REIT)减资成债权,  
配售 58.95%》, 2022 年 2 月 6 日,  
<http://www.cytax.cn/a/xingyezixun/17041.html>
- [3] 陈桦 历晓,《类 REITs 项目交易结构的“万变”与“其宗”》, 2022 年  
5 月 11 日, [https://www.kwm.com/cn/zh/insights/latest-thinking/changes-  
in-transaction-structure-of-REITs-like-projects.html](https://www.kwm.com/cn/zh/insights/latest-thinking/changes-in-transaction-structure-of-REITs-like-projects.html)
- [4] 财税闲谈,《企业减资的税务处理与会计处理》, 2022 年 5 月 20 日,  
<https://mp.weixin.qq.com/s/04TT57XMdnwqMpJMi8xA3g>
- [5] 孙华敏,《孙华敏:如何将大象装入 REITs 之资本弱化篇——“股+债”  
搭建 1: 2》, 2022 年 6 月 6 日,  
[http://www.deheheng.com/Archives/IndexArchives/index/a\\_id/8378.html](http://www.deheheng.com/Archives/IndexArchives/index/a_id/8378.html)