

## 研究报告

2019.05.13

执笔人：戴祁临

qilin.dai@icbc.com.cn

## 欧洲 REITs 发展的借鉴与启示

## 要点

- 房地产投资信托基金（REITs）在国外已经有半个世纪以上的发展历史。与北美相比，欧洲 REITs 市场发展较快，发行规模快速提升，在此背景下，本文梳理了欧洲各国 REITs 法律税收相关制度，以期为中国 REITs 发展提供借鉴。
- 中国公募 REITs 试点应以《证券投资基金法》作为 REITs 的立法依据，采用“契约型”模式降低监管成本，从而在现有制度上尽快推出产品。
- 国有大型商业银行投行部门应调整项目承做和投资偏好，统筹集团内部资源，加快布局住房租赁 REITs 和其他高权益类资产证券化产品。
- 政府应不断完善修订现有税收制度，依照“重流转、轻持有”的税收原则，着力消除重复征税现象。各交易主体也应根据现行税制妥善做好税务筹划。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 欧洲 REITs 发展的借鉴与启示

近年来，我国房地产企业杠杆率居高不下，偿债压力较大，融资渠道受限。缓解房地产企业现金流压力，推动房地产行业转型发展，已成为当前我国政府亟待解决的问题。房地产企业资产证券化尤其是房地产投资信托基金（Real Estate Investment Trust, REITs），被业界认为是解决房地产企业融资问题，推动房地产市场加快转型的重要途径。

### 一、引言

房地产投资信托基金是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种金融投资产品。

与美国相比，欧洲 REITs 虽然起步较晚，但发展速度更快。截至 2017 年 6 月，欧洲上市 REITs 市值规模已达 1.3 万亿美元，占全球上市 REITs 市值规模的 41%，并成为仅次于美国的全球第二大 REITs 市场。本文通过梳理相关资料，对欧洲 REITs 的发展现状和各国 REITs 法律进行了简要总结，以期为我国 REITs 发展提供借鉴。

### 二、欧洲国家 REITs 发展现状

1960 年代，部分欧洲国家紧跟美国脚步，开始尝试发展 REITs。1969 年，荷兰首先创设财政投资机构制度（Fiscale Belegging Sinstelling，简称 FBI）。20 世纪末，比利时和希腊开始建立 REITs 市场。金融危机前后，英国、德国、意

大利、西班牙、卢森堡和芬兰在内的多数欧盟国家也开始着手制定 REITs 相关政策。在英国脱欧之前，来自 11 个国家的 153 家公司共同组成了欧洲 REITs 市场。目前，欧盟各国 REITs 总市值高达 1953 亿欧元，其中 71 家大型公司市值总和为 1570 亿欧元，管理着超过 3000 亿欧元的资产。表 1 中展示的是 14 个已颁布相关法律的欧盟国家其 REITs 发展情况。

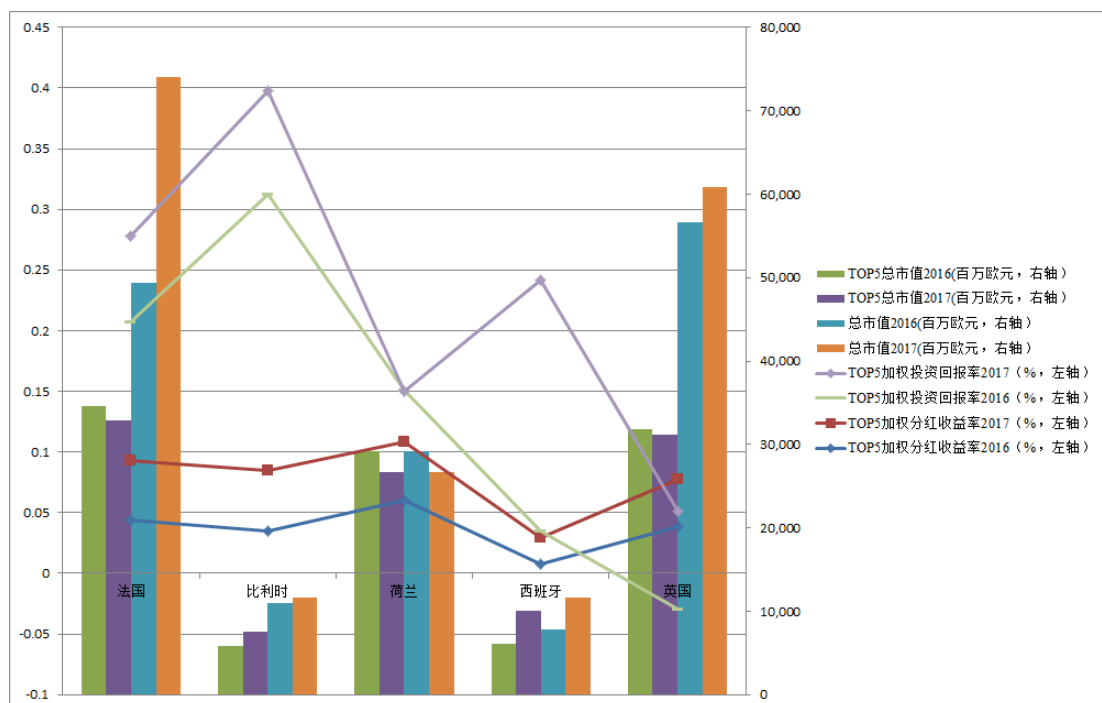
表 1：欧洲各国 2017 年 REITs 发展概况（单位：只、百万欧元、%）

国家	REITs 数量	市值	全球 REITs 指数权重	REITs 法律颁布年份
法国	32	74013	1.89	2003
英国	44	60828	5.23	2007
荷兰	5	26695	2.57	1969/2007
西班牙	5	11682	0.64	2009
比利时	17	11673	0.7	1995/2014
德国	4	2852	0.22	2007
爱尔兰	3	2492	0.23	2013
意大利	5	2446	0.09	2007
希腊	4	2189	0.03	1999
保加利亚	33	396	0	2004
芬兰	1	40	0	2009
匈牙利	0	0	0	2011
立陶宛	0	0	0	2008/2013
卢森堡	0	0	0	2007/2016

资料来源：欧洲公共房地产协会（EPRA）官方网站，<http://www.epra.com/>

根据 REITs 数量、市值规模和全球 REITs 指数权重占比等相关指标，本文将对英国、法国、荷兰、西班牙和比利时等五个国家 REITs 现状进行重点分析。首先，英法两国 REITs 具有市值规模大、市场化程度高两个主要特点。2016 至 2017 年，英法两国 REITs 规模居欧盟国家前两位，法国更是在 2017 年成为首个 REITs 市值规模超过 700 亿欧元的国家。英国紧随其后，上市 REITs 公司市值规模超过 600 亿欧元。随着数量和规模的快速扩张，中小型公司在法国与英国市场的影响力正在稳步提升。英国前五大 REITs 公司市值占 REITs 总市值的比重长期维持在五成左右，在欧洲国家中处于较低水平，这表明中小型公司在英国 REITs 市场上扮演着重要角色。而比利时、西班牙与荷兰的 REITs 市场中，大型公司仍占据着主导地位。其次，REITs 的一年期投资回报率（1yr Return）显著高于其分红收益率（Div Yield），市场化程度、政策环境是影响投资回报率的重要因素。2017 年，尽管市场竞争程度逐步攀升，法国前五大 REITs 公司的投资回报率仍高于其分红收益率接近 1500 个 BP。而在市值规模小、分红收益低的比利时与西班牙等国，由于其 REITs 相关政策仍处于修订调整期，大型 REITs 公司资产配置空间广阔，市值的正向波动使其投资回报显著高于其分红收益。政策环境稳定的荷兰与市场竞争激烈的英国，投资回报率与分红收益率的差距并不明显，甚至出现了分红水平高于投资回报的现象。

图 1：欧洲五国 REITs 规模与盈利水平（单位：百万欧元、%）



资料来源：欧洲公共房地产协会（EPRA）官方网站，<http://www.epra.com/>

### 三、欧洲国家 REITs 制度设计

#### （一）欧洲 REITs 尝鲜者——荷兰

##### 1. FBI 的组织架构

荷兰紧随美国脚步，于 1969 年引入财政投资机构制度（FBI），FBI 是荷兰 REITs 政策的核心。荷兰政府在 FBI 中对 REITs 公司的净资本规模、股东构成作出了详细规定。REITs 净资本规模。荷兰 REITs 机构可采取公共有限责任公司（Dutch public limited liability company，简称 NV）、私人有限责任公司（Dutch private limited liability company，简称 BV）开放式共同投资基金（Open-ended mutual

investment fund, 简称 FGR)、可比外国实体 (Comparable foreign legal entity)<sup>1</sup>等多种形式。FBI 除对 NV 有最低资本需超过 45000 欧元的限制条款外, 对其他类型公司的最低净资本并未作出特别规定。

REITs 股东持股比例。“股权分散”原则在 FBI 相关规定中得到了突出体现。对于上市型 REITs, 其单一机构投资者持股比例不得超过总股本的 45%, 单一个人投资者的持股比例不得超过 25%。而对于非上市型 REITs, 其个人投资者持股比例需高于 75%, 而单一个人则不得超过 5%。无论上市与否, 荷兰投资方以外国实体为通道, 持有 REITs 的股本比例不得超过总股本的 25%。

与其他金融企业不同, 荷兰的 REITs 公司并不受《金融监管法案》(Financial Supervision Act, 简称 FSA) 的管制。需要说明的是, 如果一家 REITs 公司处于荷兰金融监管局 (或其他欧盟成员国金管局) 的管理之下, 或者其将年度利润的 95% 分配给投资者, 则 FBI 对其股东作出的相关限制可以进行一定程度的放松。

## 2. FBI 的经营管理

REITs 投资管理。FBI 规定, REITs 公司应以实现债券、股票、房地产等投资的价值增值为目标, 从事证券投资、房屋租赁、房地产投资、贷款等“被动投资”活动。需要说明的是, 由于房地产开发并不属于“被动投资”范畴, 因此 REITs 公司只能经由其子公司开展部分房地产开发业务。子公司应

---

<sup>1</sup> 2007 年, 荷兰政府对 FBI 管理办法进行了修订, 开始允许外国企业通过投资荷兰 FBI 企业间接进入荷兰房地产市场。



就地产开发业务向母公司收取相应的费用，在其开发收入超过 20 万欧元后，企业所得税率将从 20% 跳升至 25%。此外，根据税法中的“Safe Harbour”原则，房屋修缮投资只要不超过房屋市值的 30%，可不纳入房地产开发范畴。

REITs 融资约束。REITs 公司杠杆率不得超过其直接与间接持有房产账面价值的 60%，也不得超过其持有的其他类型资产的 20%。如果子公司超过 90% 以上的资产均为房产，则以集团公司资产的 60% 作为负债规模限制。股东借款规模可以达到子公司资产规模的 100%，这些规定既可以扩展子公司融资规模，又能在相当程度上限制集团整体的负债水平。

### 3. FBI 的收益分配

REITs 层面税收原则。NV、BV、FGR 等各类公司均可适用 FBI 对企业所得税作出的相关规定。在每一纳税年度末尾，房地产投资公司需在所得税申报表中进行类别勾选，以向税务机关表明其处于 FBI 相关政策的适用范围。荷兰税法规定，REITs 收入分为经常性收入和资本利得收入。REITs 公司必须在每个财年结束后的 8 个月之内将经常性收入项下产生的全部利润对股东进行分配，资本利得收入如果全额纳入“再投资基金”，分配和再投资之后二者均可免征所得税。因此，在荷兰税法框架下，尽管从事房地产投资的公司原则上应作为一个独立的公司所得税纳税主体，但其适用的所得税率通常为 0%。当然，如果 REITs 公司未能将经常性收入产生的利润进行足额分配，则在下一个会计年度，该公司会被取消“FBI”资格，其应税收入将按照 20%（超过 20 万欧元后为

25%) 的税率征收所得税。

REITs 股东层面税收原则。机构投资者所获得的红利与股息均需按照既定税率缴纳企业所得税，预扣税可享有一定的税收优惠。个人投资者股息红利收入根据投资规模实行超额累进税率，在 25000 欧元免征额的基础上，投资 25000 欧元-100000 欧元、100001-1000000 欧元以及 1000000 欧元以上所产生收益中，分别对 2.87%、4.6%和 5.39%的部分征收 30%的个人所得税。值得注意的是，如果纳税人及其家人在同一 REITs 中持股占比超过 5%，则由于触发“重大利益”条款，其投资收益将按照 25%征收个人所得税。外国机构和个人投资者均无需缴纳所得税，除非其所持股份占比满足“重大利益”条款的触发条件。

#### 4. FBI 的解散与处罚

若 FBI 公司不符合相关认定标准，其所享受的税收优惠将被立时取消，而其利润分配义务则会在下一个会计年度取消。FBI 将按照 20%或者 25%的企业所得税率缴纳所得税，名下的资产也将重新估值。

## （二）权益型 REITs 引领者——比利时

比利时是欧洲第二个引入 REITs 的国家。1995 年，比利时政府颁布了房地产投资法，又称为 SICAFI。SICAFI 规定 REITs 的组织类型为公司制。2014 年，比利时在 SICAFI 的基础上制定了 BE-REIT。在比利时 REITs 制度框架下，房地产投资企业可被认定为 SICAFI 型、BE-REIT 型和其他类型。SICAFI 型和 BE-REIT 型 REITs 公司的差异在于前者以房地产



投资为主要目标，而后者更注重通过地产的运营与维护，创造价值的长期增长空间。BE-REIT 型 REITs 公司自我管理的空间较大，管理层在充分考虑股东短期利益的同时，需要同时兼顾公司的持续发展。目前，虽然两部法律均适用于 REITs 投资，但事实上 BE-REIT 已经完全覆盖了 SICAFI。因此，后文主要对 BE-REIT 相关制度进行梳理。

### 1. BE-REIT 的组织架构

在满足持续经营、组织架构完善、独立的专业化管理人员、独立的房屋价值评估师、拥有日常事务管理董事、三年期投资预算、投资风险分散度、融资主体为实体以及发起人身份和义务明晰等多个条件后，公司可向金融监管局登记注册为 BE-REIT，并获得相应执照。

BE-REIT 采用有限责任公司或者合伙制形式，管理机构和法人机构须在比利时境内设立。在获得 REITs 执照和注册完成后，BE-REIT 公司需在交易所登记上市，且流通股比例不得低于 30%。与荷兰不同，外国企业不能申请在比利时设立 BE-REIT 公司。成立 BE-REIT 的最低资本要求是 120 万欧元，若 BE-REIT 想完全控股其子公司，则其所持子公司股权比例需超过 50%且少数股东股权价值不得超过子公司净资产的 30%。BE-REIT 公司可发行债券和可转债融资。

### 2. BE-REIT 的经营管理

BE-REIT 投资管理。房地产经营管理应是 BE-REIT 的主营业务。BE-REIT 的投资范围包括不动产和不动产物权、房地产公司股权与期权、外资房地产投资公司、其他 BE-REIT

的股份或者收益份额，租赁业务也是 BE-REIT 业务的组成部分。根据“风险分散”原则，一家 BE-REIT 公司投资单一房地产项目的总金额不得超过其总资产的 20%。与荷兰 FBI 制度类似，BE-REIT 公司可以投资债券和风险对冲工具。而与荷兰 FBI 制度不同的是，BE-REIT 公司可以经营房地产开发业务，但新建房屋在 5 年之内不得出售。

BE-REIT 融资约束。比利时法律规定，BE-REIT 公司贷款总额不得超过 BE-REIT 总资产的 65%，抵押品的抵押率需低于 75%，每年的利息费用不得超过营业总收入的 80%。此外，当一家 BE-REIT 公司的资产负债率超过 50% 时，需将其下一阶段的财务计划提交比利时金管局（FSMA）。如果 BE-REIT 持有地产类关联公司的股份，则以并表资产或收入作为杠杆率的计算基础。

### 3. BE-REIT 的收益分配

BE-REIT 公司的收入分为两类，一是经营收入，二是资本利得。比利时法律规定，当 BE-REIT 公司资产负债率未超过 65% 时，需向股东分配其年度净利润的 80%，资本利得收入如果在四年之内再投资的，可免于向股东分配。

BE-REIT 层面税收原则。BE-REIT 可能涉及的税收科目主要包括企业所得税、财产税、投资税和转让税。比利时的企业所得税率为 33.99%，远高于荷兰的 25%，但是，除去非经常性收入和境外收入，BE-REIT 所获得租金收入和其他业务收入均不计入应纳税所得，因此，在企业所得税方面，比利时税法已在事实上给予 BE-REIT 公司免税待遇。财产税的

纳税义务人是办公楼和商场的租户。BE-REIT 和机构型 BE-REIT 投资税率分别为 0.0925% 和 0.01%。根据地产所在区域的不同，房地产买卖需缴纳 10%-12.5% 的转让税，长期租赁收入需缴纳 2% 的转让税。总的来看，比利时税制在 REITs 层面呈现典型的“重交易、轻保有”特征。

BE-REIT 股东层面税收原则。在满足一定条件<sup>1</sup>的情况下，机构投资者从 BE-REIT 获得的分红依据“股息豁免”条例可享受 95% 的免征额，资本利得税率为 0.412%，从中小型 BE-REIT 中获得的资本利得完全免税。个人投资者从 BE-REIT 中获得的非投机性股票增值收益免税，其他资本利得同样免税。需要说明的是，资本利得免税的条件是，合约中不能存在固定投资期限、固定投资收益等类似“明股实债”的条款，否则该收益将会被课以 30% 的所得税。

#### 4. BE-REIT 的解散与处罚

如果比利时金融监管局（FSMA）认定 BE-REIT 未能有效执行公司章程并遵守相应的法律法规，会通过暂停股票上市、罚款等方式促其整改。若 BE-REIT 公司未能完成定期整改目标，将会失去其所得税优惠。

### （三）最活跃 REITs 市场打造者——英国

2006 年，随着《金融法案》（Finance Act）的正式颁布，英伦三岛 REITs 发展史拉开了帷幕。2007 年，共有 9 家公司进入 REITs 类公司名单。近年来，由于部分房地产资产管理

---

<sup>1</sup> 投资者直接持有 BE-REIT 份额，且该 BE-REIT 从欧元区或者税收协定缔约国获得投资收益；持有期需超过一年，少于一年税率为 25.75%；

公司转为 REITs 公司，英国 REITs 数量稳步攀升。截至 2017 年 12 月，英国 REITs 总市值为 608.28 亿欧元，共有 44 只上市 REITs，在全球 REIT 指数中占比 5.23%，指数占比为欧洲第一位，是欧洲乃至全球最为活跃的市场之一。

UK-REITs 是英国房地产投资信托基金管理制度的核心载体。2010 年，为了使英国 REITs 税制便于纳税人理解，英国政府对《公司法》（Corporation Tax Act）重要组成部分的 UK-REITs 章节进行了重新修订。修订后的 UK-REITs 将房地产投资信托基金的主营业务界定为财产租赁业务。2012-2014 年，随着《金融法案》的逐步修订完善<sup>1</sup>，英国 REITs 投资组合多样化、现金管理灵活化和税收征管简便化的趋势已十分明显，其对投资者的吸引力不断增加。

### 1. UK-REIT 的组织架构

UK-REIT 采取股份制，注册资本不得低于 70 万英镑，外部管理或内部管理均可。英国法律对 UK-REIT 设立的基本要求是“信息公开、自主经营”。UK-REIT 必须是一家股东数超过五人的非“Close”公司<sup>2</sup>，任何股东在 UK-REIT 中的占比尽量不要超过 10%<sup>3</sup>。

UK-REIT 的设立要求主要集中于其母公司方面。具体来看，英国法律规定，UK-REIT 公司的母公司必须在英国国内

---

<sup>1</sup> 加入诸如 REITs 公司免缴设立费，鼓励机构投资者进入英国 REITs 市场，投资其他 REITs 获得的收入免税等激励性条款。

<sup>2</sup> 根据英国法律，如果“公众”持有一家上市公司超过 35% 的股份，则该上市公司就可以成为非“Close”公司。“公众”在此处的定义是，没有持股超过 5% 的股东和养老基金。需要说明的是，引入“Close”公司作为股东将使得非“Close”公司性质发生转变。

<sup>3</sup> 根据英国法律，如股东持股数量超过 10%，UK-REIT 不得向其分配股利，否则将被处以一定数量的罚款；在股东强行超过 10% 持股比例线时，UK-REIT 可以强制出售其所持股票。

注册；若母公司成立时间超过三年，则其股份必须在英国或其他国家的证券交易所上市交易；母公司不得是开放式投资公司；母公司不得存在持股或投票权超过 10% 的股东；母公司只持有子公司普通股和无投票权的优先股；对子公司之间不存在带有业绩关联性质的借贷关系；母公司每年均需公布其财务报表。此外，UK-REIT 公司每年需提交两次包括租金收入和其他业务收入在内的税务申报表，以及表明自身拥有和维持房地产投资相关资质的财务报表。

## 2. UK-REIT 的运营管理

UK-REIT 投资管理。英国相关法律以“专注主营、分散风险”为原则，对 UK-REIT 的运营与投资设置了相对较为严格的限制。一是“业务平衡度”测试。UK-REIT 超过 75% 的收益必须来自于房屋租赁，其 75% 以上的资产需投入房屋租赁业务。二是“资产分散度”测试。UK-REIT 必须持有三项以上的独立资产，且任一资产在总资产中的占比不得超过 40%<sup>1</sup>。三是“流动性”测试。UK-REIT 需持有一定数量的现金类“好资产”。

UK-REIT 融资约束。UK-REIT 融资受融资成本率<sup>2</sup>的限制。物业利润必须为物业融资成本的 1.25 倍，低于 1.25 倍时，将对抬升融资成本的融资金额征收惩罚性税收<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 根据英国法律，UK-REIT 通过合伙企业持有的资产不能计入三项资产之列。商业物业等可拆分租赁的地产，可按拆分数目计算资产项数。

<sup>2</sup> 融资成本率=物业毛利润/物业融资成本。物业毛利润即物业租赁业务在扣除利息、上一个会计期间的亏损及税项折旧（资本免税额）前的利润，物业融资成本包括利息成本和与融资相关的费用。

<sup>3</sup> 经营环境变化导致的利息超预期抬升和收入意外下降可导致 UK-REIT 融资成本率低于规定标准，此时，UK-REIT 管理机构有权放弃对其进行处罚。



### 3. UK-REIT 的收益分配

UK-REIT 收入主要由一般收入、红利、资本利得等组成。UK-REIT 向股东分配物业租赁（属于一般收入）利润和资本利得的行为称为财产收益分配（Property Income Distribution，简称 PID）。

英国法律规定了 UK-REIT 进行 PID 操作的基本原则。一是 90% 的物业租赁利润需在每个会计年度结束后的 12 个月内向股东分配，采用现金或者红股方式均可。二是从 UK-REIT 从其投资的其他 UK-REIT 处获得的 PID 股息同样需在每个会计年度结束后的 12 个月内向股东分配。三是物业出售产生的资本利得，如继续投向物业租赁业务则可以不进行分配。

UK-REIT 层面税收原则。第一，物业租赁收入免征企业所得税。投资其他 UK-REIT 产生的 PID 在向股东进行 100% 分配的条件下同样可免征企业所得税。在 2020 年以前，除物业租赁收入以外的收入全部按照 19% 征收企业所得税，2020 年后，企业所得税率将降为 17%。需要说明的是，物业租赁业务损益不能与其他业务损益相抵。第二，红利分配免征企业所得税。第三，处置完全用于租赁的房产产生的资本利得免征企业所得税，而出售“深度开发”<sup>1</sup> 物业产生的收益在部分情况下<sup>2</sup>可免征企业所得税，处置多功能物业产生的收益只有租赁部分可免于征税，处置完全没有租赁功能的物业产生的收益则需全额纳税。第四，UK-REIT 可以从事与房屋租赁业务相关的房地产开发业务，所得收入计入房屋租赁收

<sup>1</sup> 开发成本超过购买时公允价值的物业。

<sup>2</sup> 持有期超过三年。



入<sup>1</sup>，而物业买卖收入不能计入租赁收入，且不能免征所得税。第五，对 UK-REIT 母公司从子公司获得的房屋租赁收入和资本利得免征所得税<sup>2</sup>。第六，当 UK-REIT 所持子公司股份低于 20% 时，尽管其房屋租赁收入和资本利得收入可予免税，但其股份对应的资产和业务不能计入总资产和主营业务收入。

UK-REIT 股东层面税收原则。对于机构投资者，一是物业租赁业务产生的 PID 收入税率为 19%，其他业务产生的 PID 收入税率为 0%。二是转售 UK-REIT 股票获得的投资收益需全额纳税。对于个人投资者，2016 年以前，包括物业租赁收入、资本利得在内的 PID 收入需按照 20%、40% 和 45% 三档累进税率缴纳个人所得税。而从 2016 年开始，股息收入缴税方式有所变化，对于超过 5000 英镑的个人按照 7.5%、32.5% 和 38.1% 的超额累进税率缴纳个人所得税<sup>3</sup>。三是转售 UK-REIT 股票获得的资本利得按照 10% 和 20% 税率缴纳个人所得税。

#### 4. UK-REIT 的解散与处罚

UK-REIT 丧失资格的可能原因主要集中于公司设立和投资过程。主要包括 UK-REIT 或其母公司变为非上市公司；未满足“资产分散度”测试；未能通过“业务平衡度”测试。

UK-REIT 遭受处罚的可能原因主要集中于利润分配层面。例如，如果 UK-REIT 未能按时向其股东分配其房产租赁

<sup>1</sup> 开发成本不得超过土地收购成本的 30%，且不得在三年之内转售。

<sup>2</sup> UK-REIT 利润分配份额需大于等于子公司净利润的 40%。

<sup>3</sup> 一个英国居民的年收入可分为股息红利收入与其他收入。英国个税所得税标准税率分为四档，即 0%（年收入小于等于 12500£）、20%（年收入 12501-50000£）、40%（年收入 50000-150000£）和 45%（年收入 150000£ 以上），股息收入税率与标准税率相对应，即 0%、7.5%、32.5% 和 38.1%。

收入和 PID 收入，则英国税务机关将对应分配额与已分配额的差值征收企业所得税；单一股东持股超过 10% 时，UK-REIT 可能为这部分股份的 PID 支付 20% 的企业所得税。

需要说明的是，如果英国税务海关总署 (Her Majesty's Revenue and Customs, HMRC) 发现一个 UK-REIT 在十年内多次违反设立、运营和分配的相关规定，其可以取消该公司的 UK-REIT 资格。

#### （四）REITs 后来居上者——法国

法国于 2003 年颁布的《金融法案》(Finance Act) 搭建了法国 REITs 监管的基本框架。其中第 11 条规定了特定情境下适用于上市房地产投资公司 (sociétés d'investissements immobiliers cotées, 简称 SIICs) 的免税制度。

##### 1. SIICs 的组织架构

为了获得 SIICs 认证，符合条件的上市房地产投资公司需将其旗下子公司的 SIICs 认证申请于每个财政年度的第四个月提交法国税务机关。SIICs 认证申请也可以由子公司（一家或多家 SIICs 公司控股超 95%、经营目标相同）提出。SIICs 认证申请中需附上子公司名单和税务报表。申请批准后无法撤销。

法国的法律框架下，SIICs 需采用有限合伙制或者股份制。SIICs 的母公司必须是上市公司，但不要求其必须为法国企业或是境内纳税企业。申请成为 SIICs 的公司，其母公司最低资本限额为 150 万欧元。为保证 SIICs 的独立经营权，

除母公司、其他 SIICs 外的单一股东或者一组一致行动人不得持有或者间接持有超过 60% 的上市母公司股份和表决权。

## 2. SIICs 的经营管理

SIICs 投资管理。SIICs 的主营业务只能限制在房屋租赁和以房屋租赁为目标的物业收购与建设上，此外，SIICs 可以投资其他 SIICs 公司。SIICs 从事诸如财产融资租赁（不超过其账面资产的 50%）、房地产开发与房产经纪（不超过其账面资产的 20%）等业务活动获取的收入需全额缴纳企业所得税。

SIICs 融资约束。2014 年新修订的《金融法案》规定，如果贷款人的利息收入并未缴纳 25% 的企业所得税，则借款人不可将其利息支出在税前抵扣。因此，若 SIICs 的母公司对 SIICs 发放股东借款且将其利息纳入应税收入范畴，则 SIICs 无法获得税前抵扣，进而会降低其净利润。

## 3. SIICs 的收益分配

SIICs 收入主要分为业务收入、资本利得、分红、合伙所得等。首先，业务收入主要指地产租赁业务。2013 年 12 月以前，免税租赁净利润的 85% 需在下一个会计年度结束前分配给投资者，而在 2013 年 12 月以后，分配规模提升至 95%。其次，2013 年 12 月以前，需将出售不动产租赁合同、物业、合伙企业股份和 SIICs 子公司获得的免税资本利得的 50% 在下一个会计年度结束前分配给投资者。再次，从 SIICs 子公司获得的分红收益需在本会计年度结束前 100% 分配给投资者。最后，从合伙企业获得收入需按照业务收入、资本利得、

分红收入分类后套用前文所述的不同分配标准。

SIICs 层面税收原则。法国税法规定，第一，除去直接和通过合伙企业获得的租赁收入、从合伙子公司获得的红利收入和从持股超过 5% 的 SIICs 子公司获得的红利收入外，SIICs 及其子公司均需缴纳企业所得税；第二，出售或者处置租赁用途的房地产、SIICs 子公司股权或合伙公司份额产生的资本利得<sup>1</sup>免征企业所得税。需要说明的是，SIICs 公司在购买物业或者时还需缴纳四类费用，一是公证费，费率 0.814%，超过一千万欧元的物业最高可以获得 40% 公证费优惠；二是物业购置价格 0.1% 土地安保费；三是转让建造与翻新不满五年的房产，需缴纳 20% 的增值税和 0.715% 房地产登记税，超过五年的房产可获得税率为 5.8% 的增值税优惠；四是收购股权或者合伙企业权益时须按照转让对价的 5% 缴纳产权登记税。

SIICs 股东层面税收原则。法国税法规定，股东从 SIICs 获取的收益应按照其在 SIICs 层面的税收性质给予区别对待。对于机构投资者，一是从免税租赁和资本利得收入中获得的分红应按照 33.3% 的税率全额缴纳所得税；二是出售 SIICs 股份按照 33.3% 的税率全额缴纳所得税，在持股超过 2 年后可享受 95% 的所得税豁免；三是从已税收入中获得的分红在持股超过 2 年后可享受 95% 的所得税豁免。对于个人投资者，一是从免税收入中获得的股息收入需缴纳上限为 49% 的累进个人所得税和 15.5% 的社会保障税；二是从已税收入中获得

---

<sup>1</sup> 买卖双方之间不得存在关联关系。

的股息收入的 60%需缴纳上限为 49%的累进个人所得税和 15.5%的社会保障税；三是从出售 SIICs 股份中获得的资本利得同样需缴纳上限为 49%的累进个人所得税和 15.5%的社会保障税，持股 8 年以下的，给予 50%的应纳税所得额减免，超过 8 年的，给予 35%的应纳税所得额减免。

#### 4. SIICs 的解散与处罚

SIICs 丧失资格的原因主要潜伏于公司设立和投资的过程。一是公司未达到 150 万欧元的最低资本限额要求；二是公司变为非上市公司；三是引入非 SIICs 股东，且其持股比例超过 5%；四是母公司单一或一致行动人股东拥有超过 60% 的投票权或股权。

丧失 SIICs 资格后，公司的税收负担会显著增加。法国税法规定，如果 SIICs 未能满足利润分配比例要求，将失去免税资格，其获取的租金收入和资本利得将全额缴纳企业所得税，其中房地产投资获得的资本利得将不再使用 19% 的 SIICs 企业低税率优惠，而是按照 34.43% 缴纳企业所得税。

### （五）REITs 追随者——西班牙

2009-11 号法案，又称为 SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario) 法案，建立了西班牙 REITs 企业管理的核心框架。2012 年经过重大修订 SOCIMI 法案与 SIICs 和 UK-REIT 的立法思路逐渐趋同，即取消 REITs 的纳税义务，转而对投资者征收 19% 的所得税。



## 1. SOCIMI 的组织架构

SOCIMI 必须是西班牙、欧盟或是其他国家的上市公司，且在上市期间应不间断的提供税务报告。成立 SOCIMI 的最低资本限额是 500 万欧元，这个数字高于本文分析中涉及的所有欧盟国家。此外，西班牙法律并未对在连续交易市场（Spanish Continuous Market）上市的 SOCIMI 单一股东持股比例进行明确限制，只有流通股必须高于 25% 的规定。而所谓多边替代市场（Multilateral Alternative Market）则要求股东的股票持有规模必须达到 200 万欧元或者占企业发行股份的 25%。

## 2. SOCIMI 的经营管理

西班牙政府以“鼓励长期持有资产”为导向，对 SOCIMI 的资产配置进行了较为严格的限制。SOCIMI 的主营业务包括以出租为目标购置和翻新物业、投资和持有其他 SOCIMI 股份，持有和参与房地产投资计划，SOCIMI 不得持有其他实体企业的股票。

具体来看，首先，在合并财务报表的基础上，SOCIMI 的资产中超过 80% 须为“合格资产”。“合格资产”主要包括购买开发时间在三年以内的用于对外出租的地产、国内外 REITs 和 SOCIMI 股份、集合房地产投资计划份额。其次，一般情况下，出售合格资产所获得的资本利得无需征税。但是，如果该项资产的持有年限少于三年，则该项资产产生的租金收入和资本利得收入均应按 25% 缴纳企业所得税。需要说明的是，西班牙法律对 SOCIMI 资产配置结构和资产负债率并



没有具体要求。

### 3. SOCIMI 的收益分配

与国际同业类似，SOCIMI 的收入主要包括主营业务收入、资本利得收入和其他业务收入。需要说明的是，与资产结构相对应，SOCIMI 至少 80%的收入须来自于资产租赁、子公司股息，其他业务收入占其总收入的比重不得超过 20%。关联方之间的租赁合同同样不得超过 20%。

具体到分配层面，第一，SOCIMI 公司租赁业务利润的 80%必须以分红形式向投资者分配，分红收益须全部向股东分配。第二，资产转让获得的资本利得的 50%须向股东分配，其余 50%可以投资新的资产，而三年内处理再投资资产所获得收益同样必须向股东分配。第三，其他业务产生利润的 80%须向股东分配。股利分配截止日为每一个会计年度结束后的六个月之内。

SOCIMI 层面税收原则。SOCIMI 公司的所有收入适用 0%的企业所得税率，出售小于一定持有期的资产获得的资本利得需缴纳 25%的企业所得税。此外，一个公司若是满足由大型 SOCIMI 控股的 SOCIMI、外国 REITs、未拥有子公司的 SOCIMI、满足分红和资产配置原则等几个条件后，均可申请税收优惠政策。

SOCIMI 股东层面税收原则。SOCIMI 中持股超过 5%的股东，如果其综合税率低于 10%时，西班牙政府将按照这部分股东获得的分红总额的 19%对 SOCIMI 征税。

#### 4. SOCIMI 的解散与处罚

在发生 SOCIMI 退市、未及时准确对外披露财务报告、未能按照约定分配股息红利、资产持有期不足三年等情况时，SOCIMI 将失去税收优惠待遇，其所有收入将按正常税率缴纳企业所得税。此外，若 SOCIMI 未能及时履行信息披露义务，西班牙政府将视信息缺失程度对其处以 15000 欧元至 30000 欧元不等罚款。

表 2：欧洲国家 REITs 制度汇总

		荷兰	比利时	英国	法国	西班牙
设立	组织	股份制	股份制 合伙制	股份制	股份制 合伙制	股份制
	资本	公众有限责任公司 45000 欧元	120 万欧元	70 万英镑	150 万欧元	500 万欧元
	上市	非强制上市	须上市	母公司须上市	母公司须上市	母公司须上市
	股东	上市：机构 45% 个人 25% 非上市：机构 25% 个人 5%	无限制	股东超过 5 人 “10%上限”原则	“60%上限”原则	无限制
运营	资产	“被动投资”原则	“风险分散”原则	“业务平衡度”测试 “资产分散度”测试 “资产流动性”测试	“被动投资”原则	“合格资产”原则
	负债	“60%”原则	“三维度”原则	“融资成本率”原则	无限制	无限制
	分红	经常性收入 资本利得可转入投资基金	经常性收入 80% 资本利得四年内再投资	90%物业租赁利润 100%子公司分红 资本利得再投资	95%物业租赁利润 50%资本利得 100%子公司分红	80%物业租赁利润 50%资本利得 100%子公司分红
税收	企业	企业所得税率 0% (正常税率 20%/25%)	经常性收入和资本利得免税 (正常税率 33.9%)	物业租赁收入免税 其他 REITs 投资利得免税	租赁收入免征所得税 子公司红利免税 处置地产和子公司股权免税	经常性收入和资本利得免税
	股东	企业所得税 (20%/25%) 个人所得税 (累进制征收率)	企业所得 95%免征额 资本利得免税	个人税率高于企业税率	企业和个人所得均需全额纳税 长期持有企业股份税收减免	大股东 19%征收率

## 四、欧洲 REITs 制度的借鉴与启示

### （一）公募基金是促进 REITs 发展的重要载体

股份制组织架构具有多重优势，一是 REITs 所有权和经营权分离程度高，对管理者形成有效约束的并非是处于信息劣势地位的少数投资者，而是信息要素快速流动的资本市场。在吸引投资者、提升公司股价的目标导向下，公司管理者会提升信息披露频率，提高信息披露质量，努力为投资者营造良好的市场环境。二是 REITs 投资收益完全依赖其项目现金流，而非依靠第三方信用担保兜底。为了扩大投资收益和控制投资风险，公司管理者必须平衡配置股权和债权资产，通过收购优质商业物业、强化子公司经营能力构建稳定的租金与分红现金流，从而兼顾投资方获取稳定投资回报和超额投资收益的不同利益诉求。

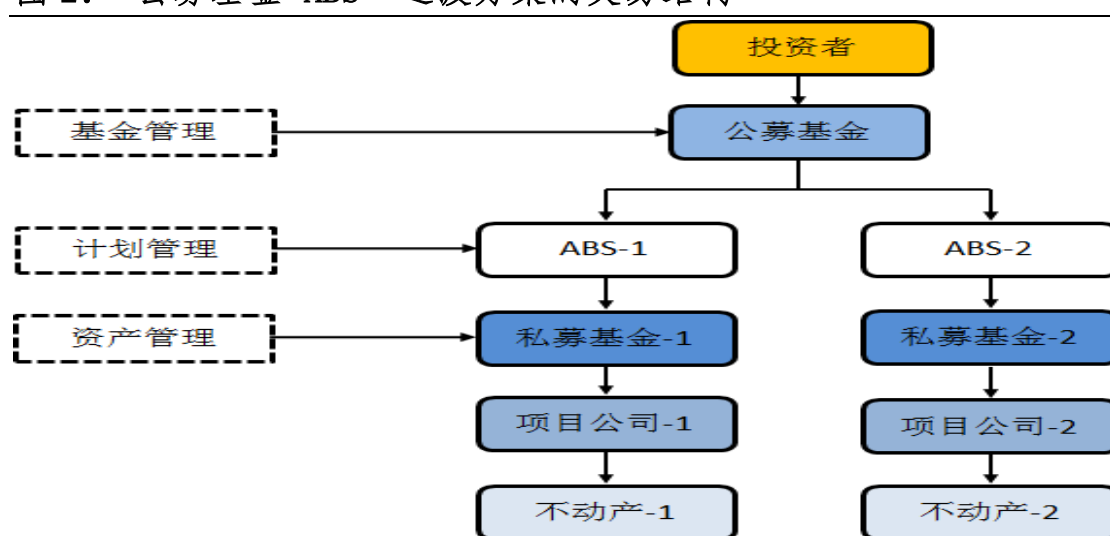
鉴于此，中国公募 REITs 试点应遵循以下两个基本指导思想：一是选择成本相对低、难度相对小的模式，加快试点步伐；二是以创造良性的市场生态为目的，以投、融资双方的价值创造为核心原则。从立法成本、设计难度等方面综合考虑，应以《证券投资基金法》作为 REITs 的立法依据，采用“契约型”模式降低监管成本，从而在现有制度上尽快推出产品。

由于《基金法》及相关规章对于基金投资标的的规定，如果以公募基金作为载体，REITs 将较难直接投资股权或不动产资产。考虑到资产证券化制度规则已经较为成熟，笔者认为，“公募基金+ABS”应是中国实现公募 REITs 的首选方

案。具体来说，基金持有人委托公募基金管理人来实施基金管理，基金投资于 ABS 证券；ABS 持有人委托计划管理人实施专项计划的管理，专项计划投资于私募基金；私募基金投资者委托私募基金管理人实施私募基金管理，私募基金投资于项目公司，在项目公司进行不动产资产的运营和管理，具体交易结构如图 2 所示。

需要说明的是，在全球实践中，REITs 主要采用的管理模式有两种，即外部管理模式（External Management）和内部管理模式（Internal Management），“公募基金+ABS”架构的管理模式属于多方外部管理模式，存在不同程度信息不对称和委托代理问题。因此，如何建立一个完善有效的外部管理模式，成为发展中国公募 REITs 的重要问题。鉴于中国证券投资基金目前均采用被动管理模式，缺乏专业化的地产投资管理团队，因此在“公募基金+ABS”发展的第一阶段中，应在并不完全免除公募基金管理人责任的条件下，由计划管理人承担主要管理任务。基金管理人与计划管理人签订《投资合同》，明确双方权利义务。而在“公募基金+ABS”发展的第二阶段中，应以公募基金管理人作为主要责任主体，负责基金管理、投资管理和投后监控，计划管理人主要对计划产品本身承担责任，私募基金管理人负责投后管理。最后，在未来法律条件成熟时，通过计划管理人获取不动产公募基金牌照等方式实现 REITs 公募和上市。

图 2：“公募基金+ABS”过渡方案的交易结构



## （二）租赁项目是推动 REITs 发展的重要抓手

资产负债管理制度的宗旨就是帮助 REITs 公司构建稳定的项目现金流，并规避资产价值波动带来的风险。因此，无论是荷兰与法国的“被动投资”原则，还是英国和比利时的“风险分散”机制，均以引导 REITs 公司回归长期价值创造者和市场稳定维护者为目标，通过限定主营业务范围和比例，推动 REITs 公司围绕地产租赁业务打造企业核心价值。

鉴于欧洲国家的经验，笔者认为，长租公寓 REITs 是打造符合国际主流趋势 REITs 产品的重要方向。一方面，住房租赁需求较大。人力资源和社会保障部统计数据显示，2012 至 2017 年，全国户籍人口城镇化率从 35.3% 增长至 42.35%，8000 多万农业转移人口成为城镇居民。而近年来随着全国各大中城市房价的逐步攀升，租住成本与购置成本背离程度加剧，租房开始成为城市流入人口的主要选择。另一方面，租赁住房供给不足。根据链家研究院 2017 年发布的《租赁市



场系列研究报告》，北京、上海和深圳缺口分别为 220、586 和 223 万套。目前，我国租赁人口占比 11.6%，租赁房屋占比 18%，而根据英国、美国、日本的经验，租赁人口在 35% 以上，租赁市场方可呈现供需平衡的状态。由此可知，我国租赁市场的发展前景十分可观。

政策层面，2016 年 6 月 3 日，国务院办公厅下发 39 号文件，即《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，提出要以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系。2017 年 7 月 18 日，住建部下发《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》（建房〔2017〕153 号），提出要多措并举，加快发展住房租赁市场。2018 年 4 月中国证监会、住建设部联合发布了《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，提出应以“重点区域、完善监管、提高效率、主体多元、权属清晰”为导向，推进住房租赁资产证券化，有效盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，促进住房租赁市场发展。

产品层面，Wind 数据显示，2018 年 3 月至 2019 年 1 月，沪深交易所共发行 8 单住房租赁 REITs，总金额 105 亿元。其中，中央国有企业发行金额 17.17 亿元，地方国有企业发行金额 35.97 亿元，民营和外资企业发行单数和规模占据了住房租赁市场的半壁江山。以中联前海开源-恒大租赁住房一号、中信建投-远洋地产长租公寓 1 号等为代表的依靠项目自身现金流、高收益的权益型住房租赁 REITs 项目开始逐

步涌现。国有大型商业银行的投行部门应据此调整项目承做和投资偏好，统筹集团内部资源，加快布局住房租赁 REITs 和其他高权益类资产证券化产品。

表 3：住房租赁 REITs 发行概况（单位：亿元，%）

项目简称	发行规模	优先级利率	内部增信	外部增信
中联前海开源-恒大	11.8	7.50	优先/次级	无
中信建投-远洋地产	3.08	5.00	优先/次级	流动性支持
深创投安居集团	31.00	4.38	优先/次级	担保 差额支付 流动性支持
中信证券-阳光城	12.10	6.30	优先/次级	担保 差额支付 流动性支持
中信证券-泰禾集团	8.1053	7.50	优先/次级	担保 差额支付 流动性支持
中联前海开源-越秀租赁	4.9666	5.00	优先/次级	担保 差额支付 流动性支持
中联前海开源-碧桂园	17.17	5.75	优先/次级	担保 差额支付 流动性支持
中联前海开源-保利地产	17.17	5.50	优先/次级	担保 差额支付

				流动性支持
--	--	--	--	-------

数据来源：Wind，中国资产证券化信息网

### （三）税收优惠是引导 REITs 发展的重要手段

欧洲各国政府普遍采用税收优惠等间接方式配合行政管控等直接手段，引导和约束市场主体，以实现优化业务结构、稳定投资收益和防止投机炒作等多种目标。优化业务结构方面，在非经常性收入不得免税的背景下，REITs 必须控制房地产开发和销售业务规模，依靠地产租赁、股权投资等主营业务板块提质增效形成稳定的收入现金流。稳定投资收益方面，在高企业所得税率的约束下，房屋租赁、资本利得等 REITs 主营收入只有在满足分配比例要求后方能获得税收减免，这对企业分红行为具有极强的引导作用。防止投机炒作方面，在市场主体税收减免的条件下，投资者是各类税负的承担者，在避免重复征税的同时，又可依靠激励惩罚相结合的税收条款引导投资者控制持股比例、摒弃投机性思维。

目前，我国税制对 REITs 发展并未起到促进作用，各交易主体税收负担较重。一方面，REITs 涉税环节繁多。以企业所得税为代表的所得税、以增值税和土地增值税为代表的流转税以及以房产税为代表的财产税分布在资产剥离、股权转让、运营维持、处置退出等各个交易环节，部分税种的税收筹划空间有限。另一方面，REITs 存在重复征税现象。例如项目运营期间产生的收入，在项目公司层面和股东层面均会被征收企业所得税。

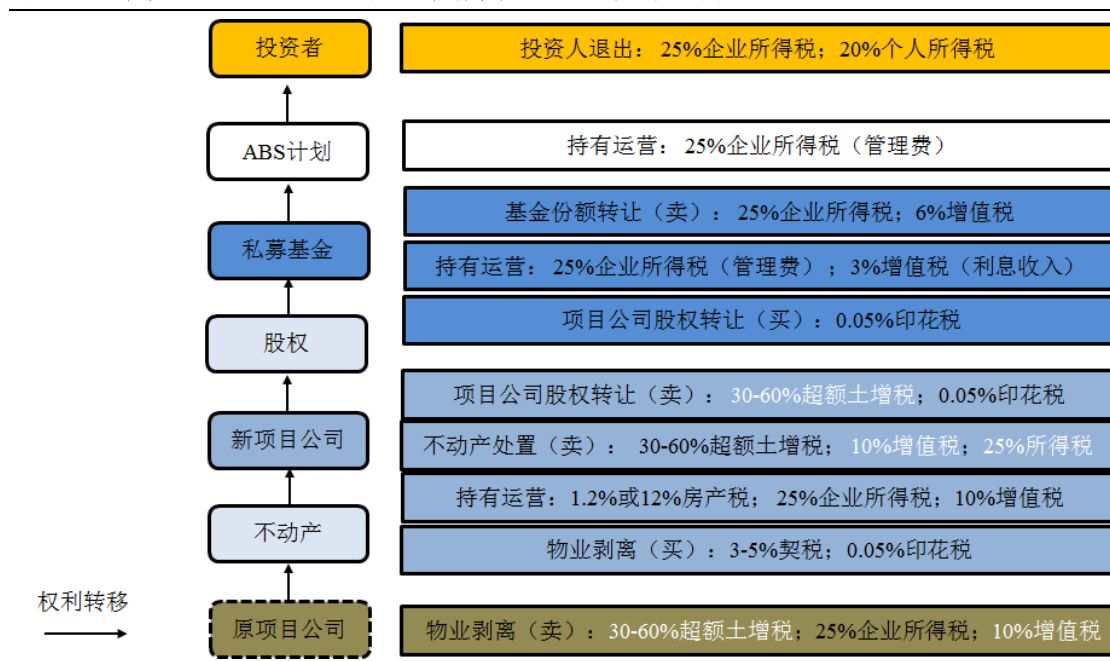
笔者认为，我国政府应参照欧洲 REITs 税收制度架构，

在推动 REITs 公募化进程中，不断完善修订现有税收制度，依照“重流转、轻持有”的税收原则，着力消除重复征税现象。一是在项目公司资产注入环节，对转让持有期超过一定年限的房产给予减征免征土地增值税的优惠，如此既可以对房地产投机形成制约，又可以减轻项目公司税收负担。二是在项目运营维持环节，对项目公司营业收入减征免征企业所得税和房产税。三是在项目处置退出环节，对项目公司处置不动产获得的收入只征收增值税或土地增值税，免征企业所得税。

此外，各交易主体应根据现行税制妥善做好税务筹划。首先是不动产剥离、注入项目公司环节，一是通过合并、分立、出售、置换等方式，将全部或部分实物资产与其相关联的债权、负债和劳动力一并转让，其中涉及的不动产转让行为不属于增值税的征税范围；二是从应纳税额（收入-扣除项目）角度出发，采用同类房产销售价格、公允的资产评估价值确认合意收入规模，并充分考虑土地取得、开发、配套设施建设成本，合理筹划应纳税额。其次是项目公司股权向私募基金转让环节，项目公司可选择将股权与相关债权、债务、劳动力一并转让，合理规避土地增值税。再次是在项目运营环节，一是项目公司 2016 年 4 月 30 日前完工的“老项目”，其产生的租金收入可按照 5% 的征收率征收增值税；二是若股东借款占募集资金比例符合关联方债权性投资与股权性投资比例不超过 2:1 的限制，其利息支出不超过金融同业同期贷款利息的部分准予税前扣除，合理配置债性和股性投资节

税效果十分显著。

表 4：我国 REITs 主要环节所涉及的税收种类



资料来源：中国资产证券化信息网

注：白色字体为存在税收筹划空间的部分税种

（执笔人：戴祁临）