

新型冠状病毒肺炎疫情来袭！CMBS、类 REITS 你还好吗？

作者：李虎桓 | 钱乐 | 孙亚南

截至2020年2月5日13时50分，国家卫健委收到31个省（市、自治区）累计报告新型冠状病毒感染确诊病例24,377例，疑似病例23,260例，死亡492例，治愈923例。疫情来势凶猛之凶猛，始料未及。尽管如此，举国上下为抗击疫情，众志成城爆发了惊人的能量，各个经济领域均以各自的方式或声援或行动为抗击疫情贡献力量，其中，商业房地产领域政府及商业地产运营商均采取了行动。

行业协会及政府方面，根据汉坤律师公开信息检索及不完全统计，主要措施及手段为“倡议减租”及“国有控股物业实际减租”两个方面。广州、深圳、长沙、合肥、四川相关地产行业协会相继发出了根据疫情情况建议业主减免租金的倡议（详见“附表1”）；苏州市政府、北京市政府公开发文倡议相应减免中小企业不动产租金，其中苏州市政府额外提出“对承租国有资产类经营用房的中小企业，1个月房租免收、2个月房租减半”（详见“附表2”）。

商业地产运营商方面，发起了一场减租行动（下称“减租行动”）。根据WIND资讯相关报道¹：“减租行动涉及近600家百货商场、购物中心。在时间上，短则一周，长则两个月；在减租方式上，超七成运营商采用租金减半，部分则全部免除租金。其中，万达、华润均下发了租金全免通知。根据全联房地产商会商业地产工作委员会对旗下109家会员单位捐赠或措施的统计显示，截至2月3日，共有79家商业地产运营商实施了租金减免的优惠政策。21世纪经济报道初步估算，其让利总规模接近百亿”。另外，根据汉坤律师公开信息检索及不完全统计，主流商业地产运营商具体减租举措如本文附表3。

有鉴于政府及商业地产运营商的上述行动涉及的物业形态包括一般经营性物业、写字楼、大型商场、购物中心、奥特莱斯等商业物业，而该等物业同样常见于CMBS²、类REITS³的底层物业品类。难免产生如下疑问：减租行动是否会对CMBS、类REITS等不动产资产证券化品种产生影响？及产生怎样的影响？

¹ 参考WIND资讯微信公众号《17个小时内，各地相继出手帮助中小企业，地产商减租百亿》。

² CMBS，系指商业地产抵押按揭资产证券化（CMBS, Commercial Mortgage Backed Security）是指将传统商业抵押贷款汇聚到一个组合抵押贷款池中，以商业地产未来收入作为偿债本息来源，通过证券化过程，以债券形式向投资者发行的融资方式。债券属性。

³ REITS，系指物业资产出售资产证券化，其主要结构为的契约型私募基金（90%已发产品选用）或单一资金信托计划（10%已发产品选用）作为通道直接收购仅持有物业资产的项目公司的股权和债权，并以对应的全部基金份额或信托受益权（为满足资产证券化的发行要求）作为基础资产，由专项计划管理人发行资产支持证券，向合格投资人募集资金。由于底层资产仅为商业物业，并实现了资产的真实出售（也存在非真实出售的情形），且一定程度上实现了挂牌流通。

基金份额作为基础资产而设立的资产证券化产品。

为本文以下讨论之目的，在此特别说明，目前类 REITS 产品存在两类，一类为“出表型类 REITS 产品”（下称“出表类 REITS”），其根本逻辑为以产品存续期间标的物业所产生租金现金流覆盖券端利息，以处置标的物业所产生所得现金流覆盖券端本金，通常产品期限为 3+2 年结构即 3 年存续期及 2 年处置期；相对的，另外一类为“非出表型类 REITS 产品”（下称“非出表类 REITS”），其根本逻辑为以产品存续期间标的物业所产生的租金现金流覆盖券端利息及本金，通常产品期限 3+3n 年结构，不存在处置期安排。

二、疫情对 CMBS 与类 REITS 的影响分析

（一）减租行动能否“一刀切”？

减租行动中各家商业地产运营商是否有权单方面宣布减租？ 汉坤理解目前的商业地产运营存在至少如下模式且应当分别分析：

1. **自营模式**，即商业地产运营商自持物业所有权及管理权。该等模式下，作为物业所有权人及管理人的商业物业运营商当然有权单方面放弃其所享有的租金请求权。
2. **联营模式**，即商业地产运营商并非物业所有权人（或者仅持有项目公司部分产权），其仅作为物业的管理运营方提供物业综合运营服务。该等模式下，租金收益权需要与业主进行分成（通常为基准保底加超额利润分成）。由此，商业地产运营商单方面宣布减租即没有相应合同依据也缺乏法律依据。该等减租行为至少需要获得业主方或联营方的同意方能实施。当然，若商业地产运营商仅向底层租户收取运营管理费的，则其有权单方面宣布减免相应运营管理费。
3. **CMBS、类 REITS 模式**，即本文第一部分所分析有关模式。该等模式下，底层物业所产生的现金流（包括租金收入、运营管理费收入及其他附属收入）均已经纳入资产证券化产品范畴，或质押并作为还款来源（CMBS 情况下）、或属于专项计划所有（类 REITS 情况下）。在该等模式下，底层物业的租金收入、运营管理费收入及其他附属收入在法律上均不再属于商业地产运营商，其无权处分。然而，无论 CMBS 或类 REITS，项目实践中均不会把有关交易情况告知底层承租人（除非触发权利完善事件或其他特种事件），由此若不妥善处置，则在减租行动中难免容易产生误会。

对于 CMBS、类 REITS 而言，若需采取减租行动，则至少需要获得“计划管理人”同意，而通常“计划管理人”需要根据《计划说明书》及交易文件的有关要求召集有控制权的持有人大会表决通过。履行必要决策程序后，尚需进一步根据交易所及基金业协会的有关规定完善对应的信息披露工作。

汉坤建议：减租行动固然系仁义之举，但减租公告应当区分不同情况妥善处置以避免合规风险。尤其是针对大型商业地产运营商，其旗下运营物业存在多种所有权模式情况下，或取得合作方同意，或履行必要的前置程序获得授权，或应在公告中有所保留及除外。否则，难免给物业承租人造成不必要的误会。

（二）疫情对底层物业产生不利影响，或触发产品增信事件

根据上文对 CMBS、类 REITS 的典型结构分析可知，其产品的核心逻辑是以底层物业作为支持而发行的结构化金融产品。进一步，底层物业必须能够按照期初现金流预测的情形，按期兑现租金回报、相应支撑物业估值持续上涨为产品正常运行的逻辑大前提。而在本次疫情及减租行动的冲击下，我们所讨论的商业类物业资产现金流、整体估值是否会受到不利影响呢？

根据《仲量联行：疫情对商业地产影响初判》⁴分析：（1）“非典”年北京显著受挫，本次疫情风险程度或更高；（2）疫情影响下办公楼市场需求进一步承压，具体而言：细分领域（A类）零售贸易、消费服务、交通运输、外贸、酒店餐饮、娱乐传媒等聚焦个人消费的产业受影响较大；（B类）金融业、专业服务、房地产建筑三大产业受影响程度低于前者；（C类）线上游戏、教育、视频等科技互联网产业以及生物医药大健康产业、环境保护关联产业等行业将因本次疫情事件的突发而有所获益，其未来前景将高于年初预期。

根据全联房地产商会商业地产工作委员会刊载的《肺炎疫情对商业地产行业的影响有多大？》⁵：“当前，举国上下仍处于抗击疫情的攻坚期。相信伴随着疫情度过高峰期，相应的恢复生产和生活的政策也将逐步出台和落实，这也就进入抗击疫情的3.0阶段。就像上次非典，2003年4月份开始全面出台防控“非典”疫情的政策，宏观经济政策体现在货币和财政政策两方面：货币政策在总量上要求保持信贷合理增长，对医疗、医药等资金需求给予支持，对疫情较重地区给予倾斜；财政政策上减免受疫情影响较大的行业政府性基金和税收（商业、餐饮、旅店、旅游、娱乐、民航、公路客运、水路客运、出租汽车等）。与17年前不同，此时的中国正处于经济转型阶段，各行各业都在艰难转型，再加上疫情一击，很多民营企业或许就再也活不过来了。商业地产让利零售餐饮行业仅仅是修复经济生态的一环，重新启动突然停滞的实体经济才是疫情战决胜的关键，也是对未来三个月政策层的最大考验。”

基于上述虽然不能回答商业地产中长期走势，但可以得出这样一个结论，在疫情影响下，当前商业地产现金流萎缩而估值有下行的风险，或者至少不太乐观。由此，对于以底层物业租金持续上涨且保持一定出租率为基础的CMBS而言；对于以及以底层物业租金稳定且物业估值稳定且有一定涨幅的类REITS而言，显然都不是一个好消息，在此情况下可能触发产品增信措施按顺序启动：

1. **CMBS**：由于短期内底层物业租金现金流萎缩，存量CMBS产品可能触发增信事件，触发顺序通常为：（A）“现金流超额覆盖”，典型安排为“底层资产在专项计划存续期内所产生的现金流能够以较高的安全边际实现对专项计划各时点资产支持证券持有人的预期收益兑付金额的覆盖”；（B）“差额补足承诺”，典型安排为“在每个物业运营收入计算日，如果税后运营租金收入达不到当个计算周期的目标金额时，商管公司对差额部分进行补足，增信主体承诺对商管公司的补足行为提供差额支付”；（C）“抵押担保”，典型安排为“项目公司以其所有的物业及所占范围内土地的国有土地使用权向信托受托人进行抵押，为信托贷款的偿付提供担保”；（D）“结构化分层”，典型安排为“对资产支持证券进行了A类证券/B类证券和次级证券分层，B类证券、次级证券共同为A类证券的本息兑付提供安全垫”。

汉坤律师建议：疫情的短期冲击已经确定形成，但好在CMBS产品设置了多层增信，尤其是通常CMBS的增信主体具有良好信用（通常为AA+主体），因此本次疫情冲击向投资者扩散的可能性较小。就减租行动而言，假设按照本文之前所述合规程序，对CMBS对应底层租户适当减租，在产品可承受范围内与承租人共度难关，避免疫情对底层现金流产生“永久性”伤害，亦不失为一剂良方。

2. **类REITS**：由于物业估值存在下行风险，存量类REITS产品同样可能触发增信事件，触发顺序通常为：（A）“现金流超额覆盖”，典型安排同CMBS；（B）“差额补足承诺”（仅适用“非出表类REITS”），典型安排同CMBS；（C）“评级下调承诺”，典型安排为“增信主体承诺在评级下调（不含）两个

⁴ 参考REITs行业研究微信公众号《仲量联行：疫情对商业地产影响初判》。

⁵ 参考商业不动产网刊载《肺炎疫情对商业地产行业的影响有多大？》<http://www.ccrea.com.cn/Html/2020-1-29/20201299576.html>。

子级情况发生时向专项计划支付对应评级被下调的 A 类证券或（和）B 类证券证券未分配的本金和预期收益”；（D）“权利维持费”典型安排为“优先权人将在对专项计划运营期内对的 B 类证券支付权利维持费,其中实付维持费为当期可分配现金流余额与 B 类证券预期收益之间的差额部分；计提维持费为 B 类证券发行规模的 33%，三年累计计提金额可以覆盖 B 类证券本金”；（E）“结构化分层”，典型安排同 CMBS；

需要说明的是，如果是出表类 REITS，在极端情况下还可能进一步触发“提前进入处置期”的极端情况，即底层物业现金流在上述 A-D 项增信触发后仍然无法覆盖券端期间利息的，则提前进入处置期出售底层物业以偿付券端本息。

汉坤律师建议：对于非出表类 REITS 而言，其本质与 CMBS 类似，相关建议可参照 CMBS；对于出表类 REITS 而言，相较于非出表产品而言，其缺乏强信用主体增信的保驾护航，对计划管理人、商业地产运营商的主动管理产品能力提出了极高要求。建议密切观察本次疫情对产品形成的冲击，提早做好预案避免投资者利益受损。

3. **对于增量 CMBS 和类 REITS：**对于未来增量 CMBS 和类 REITS 而言，物业总体现金流的萎缩及估值的下降，将导致现金流预测趋于保守、评估价值下行而影响融资/发行规模，完全依赖资产信用的出表类 REITS 产品势必难上加难。

三、小结

减租固然好，不能“一刀切”；事涉 CMBS、类 REITS，租金不是你说不收就不收；疫情冲击大，还好有增信，区别对待不慌张，共克时艰来日长。

附表 1

时间	发布机构	文件及内容
1/30	广东省公寓管理协会 广公协函〔2020〕第 03 号	发布《广东省住房租赁行业致全省业主（房东）的减租倡议书》建议 2020 年 2 月 1 日-2 月 29 日免租一个月，3 月 1 日-4 月 30 日租金减半两个月。
1/30	广州市房地产租赁协会 穗租协函〔2020〕第 04 号	发布《致全市业主（房东）的减租倡议书》 建议广州市业主（房东）对受疫情影响最大的 2 月（2020 年 2 月 1 日-2 月 29 日）实行免租一个月，3 月 1 日-4 月 30 日两个月实行租金减半举措。
1/31	深圳房地产中介协会 深房中协〔2020〕3 号	发布《众志成城 共抗疫情 关于适度减免各类经营主体租户租金的倡议书》呼吁各位业主释放出众志成城、团结一致、共抗疫情的强大正能量，对包括房地产中介机构、门店在内的各类生产经营主体及相关租户适当减免租金，减轻其负担。
1/31	长沙市房地产中介协会 长房中协发〔2020〕005 号	发布《众志成城 共抗疫情 关于适度减免各类经营主体租户租金的倡议书》呼吁各位业主们众志成城、团结一致，共抗疫情，对我市房地产中介（含经济、评估、租赁）企业适当减免租金，减轻企业负担。建议 2020 年 2 月份免租一个月，3 月份租金减半。
1/31	合肥市住房租赁协会	发布《致全市业主（房东）朋友的一封信》建议广州市业主（房东）对受疫情影响最大的 2 月 1 日-2 月 29 日免租一个月，3 月 1 日-4 月 30 日期间租金减半。
1/31	四川省商业地产联盟 四 四川省连锁商业协会	发布《致全省商业物业业主（房东）减租的倡议书》建议 2020 年 2 月 1 日-2 月 29 日免租一个月，3 月 1 日-4 月 30 日租金减半两个月。

附表 2

时间	发布机构	文件及内容
2/2	苏州市人民政府 苏府〔2020〕15 号	发布《苏州市人民政府关于应对 新型冠状病毒感染的肺炎疫情 支持中小企业共渡难关的十条政策意见》7.减免中小企业房租。对承租国有资产类经营用房的中小企业，1 个月房租免收、2 个月房租减半。对租用其他经营用房的，鼓励业主（房东）为租户减免租金，具体由双方协商解决。
2/3	北京市人民政府 京政办发〔2020〕5 号	发布《北京市人民政府办公厅关于进一步支持打好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控阻击战若干措施》，13.鼓励大型商务楼宇、商场、市场运营方对小微租户适度减免疫情期间的租金，各区对采取减免租金措施的租赁企业可给予适度财政补贴。

附表 3

时间	商业地产	租金减免措施	减免对象	减免时间
1/26	保利商业	租金减免	旗下所有购物中心品牌商户	1月25日-1月30日
1/28	万达商管集团	租金及物业费免除	全国所有万达广场的商户	1月24日-2月25日
1/29	美的商业	租金及物业费减免	旗下所有在管运营的购物中心商户	1月25日-2月24日
1/29	华润置地	租金免除	全国各商业项目所有商户	1月25日-2月9日
1/29	招商蛇口	租金减免	旗下在营购物中心商户	具体措施以门店公告为准
1/30	富力商业	租金免除	旗下7家购物中心商铺	1月24日-2月2日
1/30	龙湖集团	租金(含物管费、推广费)减半	旗下商场所有商户	1月25日-3月31日
1/30	新城控股	租金减半	旗下全国所有吾悦广场全体商户	1月25日-2月13日
1/31	融创文旅	租金免除	旗下运营中的文旅城商业项目所有店铺	1月25日-2月29日
1/31	华侨城	租金减免	旗下全国商业项目	具体措施详询各地业主公司
2/2	红星美凯龙	租金及管理费免除	相关自营商场商户	1月24日-2月23日
.....				

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

李虎桓

电话： +86 21 6080 0295

Email: huhuan.li@hankunlaw.com