

# 基金化房地产信托产品的创新思路

毛大庆

当前房地产开发的融资渠道主要包括商业银行贷款、主板上市发行股票、海外上市募集资金、引进国外基金、发行企业债券、企业合作开发、民间私募基金、租赁融资以及信托融资。其中多数融资渠道由于存在政策瓶颈、周期过长、谈判成本过高、审批标准较严格、运行模式不规范、法律风险较高等诸多原因,缺乏可操作性。而信托以其合法合规、政策灵活、手段多样、工具众多、规模适中、制度优势和量身打造的特点,使房地产信托逐渐成为开发商重要的融资方式。目前在我国较为常见的房地产信托融资模式主要包括房地产股权投资信托融资模式、股权证券化信托融资模式、混合信托融资模式、财产信托融资模式及债权信托融资模式等,尽管发挥了其独特的作用,但基本还属于较为初始的项目融资范畴,从长远来看,既难以满足我国房地产业快速发展的融资需求,也无法形成信托公司持续性的核心盈利模式。

2004年9月由中国银监会制定的《房地产信托业务管理办法》(讨论稿)公布以来,一些信托公司积极尝试基金化的房地产信托产品,通过对现行房地产信托业务的不断完善和创新,以产业投资基金基本要素为核心、以基金产品设计原理为基础、以基金管理和运行模式为特征的具有中国特色的基金化房地产信托产品初露端倪,并将逐渐成为今后我国信托市场的主导产品。基金化房地产信托产品不仅要通过合理创新解决规模瓶颈和流动性约束,而且还要在以下方面实现创新突破:

1. 由简单信托计划转型为标准化产品系列。传统的房地产信托产品,基本操作流程是:合作谈判—项目论证—提出规模—确定价格—签署合约—制定计划—募集资金—发放贷款。其实质是以个案融资为核心,以信托计划为表象。每一个信托计划的内容都不可复制,导致投资者面对的是繁不胜数的信托计划和千差万别的投资决策依据。而基金化信托产品模式,应重点设计和塑造标准化信托产品系列,信托公司的市场形象和信誉应逐步转化为产品导向型,要打造适应投资者需求的信托产品品牌,使基金化的信托产品逐渐具备标准化、系列化、复制化、识别化、品牌化,从而提高运作效率,降低营销成本,拓宽市场范围,实现规模效益。

2. 由特定项目融资转型为基金模式运作。在我国项目融资通常是由项目发起人为该项目筹资和经营而成立一家项目公司,由项目公司承担贷款,以项目公司的现金流量和收益作为还款来源,以项目的资产或权益作抵(质)押而取得的一种无追索权或有限追索权的贷款方式,一般都具有一次性融资金额大、项目建设期和回收期长、不确定因素多等特点。尤其在传统的房地产信托产品结构中项目融资的模

式极为普遍,其融资流程与信托公司的本源职能截然相悖,即异化为所谓“受人之托,代人敛财”。而基金化信托产品的运行模式应是在确定基本投资方向和投资策略以后,发行标准化的信托产品,形成一个较具规模的信托资金池,再按照资金受托人、资金托管人、投资管理人等基金要素和原理进行专业化管理与运用。根据不同投资者不同的投资偏好与风险偏好,确定不同投资标的,满足不同的投资需求,最终形成:制定投资策略—设计基金化信托产品—打造营销品牌化产品—募集资金—组合运用资金,即“受人之托,代人理财”规范的投融资流程。

3. 由单一投向转型为组合投资。由于传统的房地产信托产品多为项目融资型,因此其共同的弊端就是投向单一,风险高度集中,难以分散和化解,既不具备规模性,又极端缺乏流动性,难以设计和形成风险与收益的相互轧抵机制。而基金化房地产信托产品则可以运用基金产品的设计原理和要素,在具备相对较大规模和较为充分的流动性设计的前提下,通过在不同项目、不同产品、不同领域、不同地区、不同行业之间科学合理的进行投资组合,最大程度的分散投资风险,保证投资收益,彻底避免最终的信托产品兑付风险以及由此引至的公司信誉风险和监管风险。

4. 由预期保底转型为市场选择。实行基金化房地产信托产品,并使产品的发行销售最终走向公募化的一个核心前提就是投资风险主体的明晰化,即在受托人勤勉尽职的条件下,因投资信托产品所发生的风险导致信托财产受到损失应全部由委托人自行承担。然而在现阶段,一方面,在各信托公司推出的传统房地产信托产品计划、信托合同以及各类宣传推介材料中,无一不明示预期收益。尽管从理论上讲,预期收益是弹性的,不同于承诺固定收益,但各信托公司在业务开展中,实际已承担了盈利预期和信托财产完整退出的巨大管理风险和信誉风险;另一方面,大多数信托产品的投资者对信托产品还很不了解,投资目的不清晰,风险主体的界定十分模糊,把市场风险和政府信誉简单而又缺乏逻辑的混淆在一起,不愿对自己投资判断所带来的风险进而导致的损失承担责任。所以,如果信托公司仍热衷于按照传统理念强化甚至误导所谓预期收益的概念,一旦房地产信托产品实现了公募发行,潜在的风险和隐患是很大的。因此,基金化的房地产信托产品,必须明晰投资风险的主体,明确该类业务为表外业务,属非负债业务。信托公司应靠真实的投资回报和风险控制树立产品品牌和市场信誉,赢得客户,占领市场,使投资者全面理解信托产品的收益和风险结构,形成未来真正市场化的信托产品需求者,最终共同培育出一个成熟、理智、有序的信托市场环境。

(作者单位:北京大学政府管理学院)