

# 房地产信托的融资模式与创新导向

邢成



## 2005年房地产信托融资概览

2003年9月央行出台《关于进一步加强房地产信贷业务管理的通知》(银发[2003]121号),严格控制对房地产行业的银行贷款规模,导致大部分房地产开发商资金链突然绷紧,多渠道解决房地产项目开发融资的问题被十分紧迫地提上日程。在此期间,信托公司凭借敏锐的市场嗅觉,及时把握市场机遇,通过创新设计,强势介入房地产开发领域,在及时解决了房地产开发商资金短缺问题的同时,探索和创建出房地产信托业务的一片新天地。据统计,2004、2005两年各家信托公司共发行各类房地产信托产品204个,金额共计254.16亿元。

纵观2005年,信托产品的投资方向横跨资本、货币、产业投资三大市场,涉及十几个行业,投资领域极为宽泛,其中基础设施、房地产、金融领域占去了七分天下。投资于基础设施建设的信托产品117个,实际投入信托资金144.87亿元(包括投资于交通领域的信托产品21个,实际投入信托资金38.22亿元),分别占全年信托产品总数的24.13%和29.83%;投资于房地产的信托产品115个,实际投入信托资金144.24亿元,分别占全年信托产品总数的24.11%和29.69%;投资于金融市场的信托产品106个(包括银行信贷

资产转让信托和证券投资信托),实际成立的信托产品105个,投入信托资金54.19亿元,分别占全年信托产品总数的22.22%和11.15%。

## 现行房地产信托业务模式

对信托公司而言,是否开展房地产信托业务以及采取多大的业务规模,应以市场化原则为依据,即应基于风险性和收益性来判断。而如何开展房地产信托业务则必须综合考虑合规性因素。信托的魅力就在于其可以利用制度优势和综合优势将市场性和合规性巧妙而又紧密地结合在一起。

房地产资金信托可按负债关系划分为债务型信托和权益型信托。前者操作简便、技术含量低、以前主要在一些结合部做“擦边”性的业务,如为不符合银行贷款条件的房地产开发企业或项目提供信托贷款。银监会46号文件(《关于进一步加强信托投资公司监管的通知》)和212号文件(《加强信托投资公司部分业务风险提示的通知》)出台后,如在合规领域开展此类业务就会与商业银行业务重合,信托公司劣势明显,该类业务已成“雷区”。因此,信托的优势和特色应体现在权益型信托业务或权益型与债务型信托业务组合运用方面。

### (一) 房地产股权投资信托

该类信托是权益型信托投资方式之一,指信托投资公司通过发行集合资金信托产品,将所募集的信托资金直接投资于某房地产企业或房地产项目,形成实质性股权投资,以一定方式直接或间接参与经营和管理,并将根据所占的股权比例或房地产项目所有权情况获得的经营所得作为委托人信托收益的来源。从2004~2005两年全国信托公司发行的房地产信托产品来看,采用该类信托投资模式的产品比较少见,特别是将信托资金采用该类方式的就更不多见。其主要原因是权益型投资实质上需要承担较大的市场经营风险,同时,该类产品的退出机制也存在一定障碍,往往与目前多数集合资金产品的短期化趋势难以匹配。故目前信托公司如采用该类模式时多运用自有资金进行投资。

## (二) 股权回购型信托

该类信托表面看属于权益型股权投资信托,但实质上是一种结构性信托融资安排。信托投资公司在将信托资金以股权投资方式进行投资之前,事先与资金需求方房地产开发企业签署一个股权回购协议,双方约定在规定期间(通常是在房地产信托计划终止时),由信托资金的使用方或者其关联公司或其指定的其他第三方,承诺按照一定的溢价比例,全额将信托公司以信托资金投资持有的股权全部回购,进而确保委托人信托财产的归还和信托收益的实现。

该类模式的特征是,虽然信托公司以股权投资方式投资于房地产企业,但仅是名义股东,并不实质性参与房地产开发企业的日常经营和管理,而是以签署回购协议的方式,在保证信托公司以信托资金阶段性持股的同时,最终实现信托财产的退出并取得信托收益。该类模式一方面可以较好地监控开发企业的资金使用情况,保证信托资金运用的安全性;另一方面还能提高企业的融资能力。因为根据212号文规定,房地产企业自有资金应不低于开发项目总投资的35%,而这35%必须是所有者权益,一般项目公司很难达到35%的要求。而通过向信托投资公司增资扩股,则能够达到这一要求。当然,该类模式信托产品由于承担风险相对较小,所以收益水平也相对较低。

## (三) “夹层”信托融资模式

“夹层”指介于股权与优先债权之间的投资形式。从资金费用角度来分析,夹层融资低于股权融资,如可以采取债权的固定利率方式,对股权人体现出债权的优点;从权益角度来分析,其低于优先债权,所以对于优先债权人来讲,可以体现出股权的优点,这样就在传统股权、债券的二元结构中增加了一层。夹层融资在我国的房地产信托业务中最初表现为混合融资,即以权益融资和债务融资结合的方式向信托投资公司融资。实际上,“夹层”信托融资也就是指从风险与收益角度来看,介于股权与债权之间的信托融资投资形式。

福建联华信托2005年推出的“联信·宝利”7号通过信托持股,在收益权上加以区分,成为我国首个夹层融资信托产品。“联信·宝利”7号信托资金投资于大连琥珀湾房地产开发项目公司的股权,项目公司由联华信托和大连百年城集团各出资5000万元,分别持有项目公司20%的股份,1.5亿元信托资金入股占项目公司股份60%。而在1.5亿元的信托资金中,“联信·宝利”7号的信托受益人设置为优先受益人和劣后受益人。信托计划终止时,优先受益人优先参与信托收益分配,劣后受益人次级参与信托收益分配。外来资金的投资加上自有资金的进入构成了夹层融资信托模式。该模式大量采用了基金要素进行设计,是我国房地产信托发展的

主要方向之一。

## (四) 财产收益权信托融资模式

该类信托模式几乎等同于资产证券化产品。不同之处是缺乏标准化,没有在证券市场公开发行业和交易流通。与前几种模式都具有较为明显的资金信托性质不同,该类产品更多地具有财产信托的特点。它是将存量的持有性物业或出租性物业作为信托财产,以该类物业自身日常产生的租金收入或经营收入等稳定的现金流作为前提,发行财产受益权转让信托,房地产企业将信托受益权转让给投资者并取得相应对价实现融资,或者将受益权抵押进行债务融资;然后,将募集的信托资金交由该类物业所有人,按照信托合同约定的信托目的或投资方向加以运用,将固化、积压、沉淀的资产盘活、变现,因此具有较强的资产证券化功能,它也是迄今我国房地产信托模式中最接近国外房地产信托基金(REITs)的一种信托产品。

## 房地产信托融资的优势分析

### (一) 可控性

上述几种房地产信托模式的共同特征是,信托公司通过集合信托资金的运用对资金使用主体在财产权或财产支配权甚至经营管理权方面形成绝对控制的格局。其作用在于,一方面确保信托资金用途不被改变,对信托资金运用的安全性、合理性进行全程监控;另一方面,信托公司可以直接对项目运行中可能出现的市场风险、操作风险以及道德风险进行防范和管理,以确保信托财产的完整和委托人的利益。

### (二) 收益性

权益型的信托收益是按其所占股权的比例分配经营利润,而房地产行业平均利润率是远远超过其他行业的,这就意味着信托公司可以根据信托资金在所投资项目或企业总股本中的绝对控股或相对控股比例,通过参与利润分配获得较高的信托收益。如果信托合同条款设计合理,在确保委托人优先收益的前提下,信托公司自身的盈利水平也会明显提高。需要指出的是,虽然收益水平大幅提高,但其所承担的风险在现阶段与债务型信托相比却没有增加。

### (三) 组合性

信托公司可以运用自身手段灵活、工具多样的优势,将权益型与债务型信托、经营型与非经营型权益信托、直接债务型和间接债务型信托等灵活运用,立体组合,真正使房地产信托成为合规经营、风险可控、收益良好的投融资方式。

## 基金化房地产信托产品的创新思路

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。而其中多数融资渠道由于政策瓶颈、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,常有远水难解近渴之感。

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逐渐成为开发商重要的融资方式。为了能抢占市场机会、加快项目开发进程,开发商也愿意给信托投资者以较高回报,以获得足够的开发资金,建立起稳定、多元的融资渠道。如前文所述我国较为常见的房地产信托融资模式在当前特定时期虽发挥了极为重要而独特的作用,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行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。

令人振奋的是2005年以来,一些信托公司也在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、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,而且还将在以下方面实现创新突破:

#### (一)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均为“点对点”式的,针对每一个具体房地产开发项目设计的产品。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,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、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。

#### (二)由特定项目融资转型为基金运作模式

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“受人之托,代人理财”的本源职能截然相悖,异化为所谓的“受人之托,代人敛财”,完全是受受理财的“逆流程”。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。根据投资者不同的投资偏好与风险偏好,确定不同的投资标的,满足不同的投资需求,最终形成“受人之托,代人理财”的规范投融资流程。

#### (三)由单一投向转型为组合投资

传统的房地产信托产品多为项目融资型,投向单一,风险高度集中,既不具备规模性,又缺乏流动性。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,对市

场和项目进行细分,通过在一级土地开发和二级商品房开发之间、在商业地产和住宅地产之间、在高端房地产产品和经济适用房产品之间科学合理地进行投资组合,最大程度地分散投资风险,保证投资收益。例如,既可以投资开发项目,也可以投资成熟物业;既可以投资商品房住宅项目,也可以投资商业地产;既可以运用债权型融资,也可以运用股权投资;既可以投资产权买断型物业,也可以投资持有型、出租型物业;既可以投资在发达中心城市,也可以投资在二线内地城市。通过组合投资,在防范和规避各类市场风险的同时也避免了政策风险。

#### (四)由预期保底转型为市场选择

传统的房地产信托产品采用宣传预期收益、变相承诺保底的模式,存在较大的风险隐患。而基金化房地产信托产品则要求明晰投资风险主体,制定恰当的投资策略,设计合理的交易结构和风险保证措施,真实、全面、诚信地披露投资领域的相关信息,使投资者能在全面理解信托产品的收益和风险结构后,做出市场化的判断和选择。■

(作者单位:中国人民大学信托与基金研究所)

责任编辑 刘莹

### 信托是建立在信任基础上的一种财产管理制度,

也就是通常所说的“受人之托,代人理财”。它是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿,以受托人的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。信托关系的当事人包括委托人、受托人和受益人,受益人可以是委托人,也可以是委托人指定的第三方。按标的物不同,信托可分为资金信托、动产信托、不动产信托、财产权信托和知识产权信托。在资金信托产品中,按照委托人数量的不同,可以分为单项资金信托和集合资金信托,目前我国大部分的信托产品是集合资金信托。作为金融业四大支柱之一的信托业,与银行、保险、证券相比,在理财方面有其独特的优势。由于信托投资的经营范围可以涉足资本市场、货币市场和产业市场,是我国目前唯一准许同时在证券市场 and 实业领域投资的金融机构,投资领域的多元化可以有效降低投资风险;同时信托公司可以根据客户的喜好和特性,量身定做非标准产品,通过专家理财最大限度地满足委托人的要求。■