

中国将正式引入房地产信托

—— 俞卫锋

近年来,中国房地产业经历了一个高速发展的时期。商业银行过去一直是房地产开发和销售领域内最主要的融资来源,然而,出于风险管理的目的,商业银行已开始在房地产贷款业务中实行多样化策略;此外,由于中央政府实施的紧缩银根的财政政策,房地产开发商通过商业银行获取融资变得愈加困难,许多房地产开发项目都不得不面对资金短缺的问题。与此同时,对人民币的升值预期和中国房地产市场持续增长的状态亦吸引着国际房地产投资基金寻找在中国的投资机会。由此,房地产信托投资基金(“Reits”)或许是一种外国投资者进入中国房地产市场的有效工具。

2004年10月中国银行业监督管理委员会(以下简称“银监会”)发布了《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法(征求意见稿)》(以下简称“暂行办法”),以向公众征求意见。该暂行办法的发布普遍被认为是监管者有意创立和发展房地产信托投资业务的积极信号。虽然,所谓的准房地产信托投资基金在中国现行法律框架下正在初步成型,但在美国、澳大利亚和新加坡等更为发达的资本市场上广为流行的真正意义上的房地产信托投资基金在中国市场上仍是一种全新的产品。

一. 现行法律框架

房地产信托投资基金可采用不同的基金类型,如开放式或封闭式、契约型或公司型以及公募型或者私募型。房地产信托投资基金可直接投资于房地产或开发商,也可向开发商提供贷款。由于中国法律的限制和禁止,与发达资本市场中典型的房地产信托投资基金相类似的基金产品还不能在国内发行。(比如,美国和澳大利亚的房地产信托投资基金在税收上有透明度且有独立的交易平台保证良好的流动性),虽然国内对房地产信托投资基金的需求日益增长,但与此相关的法律框架仍待进一步完善。

二. 基金法

《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称“基金法”)于2003年10月28日发布,并于2004年6月1日生效。虽然按基金法设立的基金(包括开放式基金和封闭式基金)与房地产信托投资基金在法律结构上是相似的,两者都基于一种委托人—受托人关系,但基金法只适用于公募型的证券投资基金。按基金法设立的基金应采用信托合同的形式,而不能采用独立主体的形式。此外,尽管该等基金可以投资于经营房地产的上市公司的股票,却不能直接投资于房地产项目。

基金法附则规定,向特定对象募集资金和设立公司型基金的具体管理办法,由国务院另行规定。但由于相关规定尚未制订,因而从理论上而言,是否能够在我国资本市场上向特定对象募集基金或设立公司型基金存有疑问。

三. 集合资金信托投资计划

信托投资公司能够向机构投资者或个人投资者发行一种名为集合资金信托投资计划(“CTIP”)的产品。该产品最初在银监会于2002年7月发布的法规中被正式承认。集合资金信托投资计划的投资范围较之基金法项下的证券投资基金更为广泛,尤其是信托投资公司可以发行投资目标为房地产项目的集合资金信托投资计划。

投资范围

一般而言，一项集合资金信托投资计划可按信托协议的规定进行多种类型的投资，但必须遵守某些强制性规定(例如禁止对信托财产设立担保物权)。通过集合资金信托投资计划募集的基金可直接用于购买房地产，向房地产开发商提供贷款或进行股权投资。

然而，实践中，可能由于政策的倾向性和有限的专业投资经营管理手段，大多数集合资金信托投资计划项下的信托文件往往详细说明投资对象，而不是对投资策略作一般性描述。因而信托投资公司在募集的基金管理过程中缺乏自主权，导致基金投资缺少灵活性而难以应对瞬息万变的房地产投资市场。

市场实践

目前，已经有信托投资公司涉足房地产投资方面的集合资金信托投资计划。例如，北京国际信托投资有限公司已发行了一项集合资金信托投资计划用于对欧尚(一家法国超市公司)在天津开发的大型购物中心项目提供融资。北京国际信托投资有限公司(作为该项集合资金信托投资计划的受托人)将在购买该商务中心的产权后出租给欧尚，而该集合资金信托投资计划项下的投资人(作为受益人)将从租金中获得稳定的收益。该项目被喻为国内第一个类似房地产信托投资基金的创新性金融产品。

但是，虽然集合资金信托计划是一项集合性投资计划，其仍存在诸多不足，并限制其成为一项典型的Reit。

投资者限制

根据当前银监会的相关规定，一项集合资金信托投资计划最多有 200 名投资者，每名投资者认购的金额不少于人民币 5 万元(相当于 6000 美元)。该项限制意在控制新型金融产品的固有风险，并保护更易受到损害的小投资者。另一个理由是，公开募集的金融产品应由中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)监管并由证监会批准发行。银监会作为信托投资公司相关业务的监管机关，无权批准发行公开募集的金融产品。

由于上述对于投资者的限制，集合资金信托投资计划所募集的基金难以满足许多房地产项目的巨额融资需求。在实践中，一些信托投资公司运用各种手段来规避这项限制，但这些手段可能被认定为非法，并有可能导致法律责任。银监会因而发布了《关于进一步规范集合资金信托业务有关问题的通知》向信托投资对该项限制进行了重申。

营销推广

鉴于集合资金信托投资计划的非公募性，信托投资公司不能在发行阶段通过报纸、电视、广播或其他公共媒体实施营销推广活动。

信息披露

由于缺乏对定向募集资金的监管经验，监管机关至今还未能就集合资金信托投资计划发行过程中的信息披露要求建立起完整的法律框架。目前的规定仅仅对集合资金信托投资计划的风险披露作出原则性的规定，而该等规定在实践中又缺乏可操作性。虽然集合资金信托投资计划是一种向特定对象募集资金的金融产品，但让投资者与发行人就信息披露进行谈判显然是不现实的。

银监会近日发布了《信托投资公司信息披露管理暂行办法》(以下简称“信息披露办法”)以及《信托投资公司集合资金信托业务信息披露暂行规定(征求意见稿)》。严格的信息披露要求将提升投资者的信心。信息披露办法还规定,信托资产的会计报告应视信托文件的要求进行审计并在信托投资公司的年度报告中予以披露(如信托文件要求)。

税收

由于中国在信托领域尚缺少系统可行的税收制度,因此会给相关信托业务带来不确定性。例如,投资者从集合资金信托投资计划获得的收益可能面临双重征税。近日,财政部颁布了《信托业务会计办法》,这也在积极意义上表明税务机关也已注意到信托业务中税收问题的复杂性。

可转让性和流通性

一项金融工具的投资吸引力很大程度上取决于其可转让性和流通性。缺乏可转让性和流通性即意味着投资者难以收回投资。此外,投资者亦需要信息对投资进行估价。集合资金信托投资计划既不能像封闭式基金在证券交易所交易,也不能像开放式基金通过发行网络赎回。

虽然集合资金信托投资计划项下受益人的权益可根据信托文件进行转让,但由于该金融产品不能在交易所进行交易,投资者很难以安全简便的方式并以可靠的市场参考价格出售,也难以对其投资进行估价。除此之外,信托管理人为确保信托财产的稳定规模,也不愿意接受投资者的赎回。作为市场惯例,多数信托文件规定信托利益仅可以进行有限次数的转让(比如每年两次或三次)。

对投资者的限制亦会导致按集合资金信托投资相关规定发行的房地产信托投资基金缺乏流通性,并通常会造成有关房产信托单位权益的价值被低估,从而直接给中国房地产信托投资基金市场的发展带来负面影响。

房地产登记

为保障投资者的权益,有必要建立一套与房地产信托投资基金相配套的完善而清晰的房地产登记制度。根据《中华人民共和国信托法》(以下简称“信托法”)和相关法律法规,受托人应以其自己的名义为受益人的利益处理信托管理事务,并将信托财产与其固有财产分别记帐。虽然信托法中包括信托财产登记的规定,但房地产登记的相关规定中却未涉及作为信托资产的房地产登记的相关规定。实践中,各地采用了不同的办法。通常情况下,房地产登记无法反映受托人在信托项下享有所有权。

四. 新规定

暂行办法意图在推动房地产信托投资基金发展的同时减少金融风险。

根据暂行办法的规定,单个房地产信托投资基金项下的认购者上限可超过 200 人,但该种例外情况下房地产信托投资基金的发行必须满足更高的要求,比如,发行人的净资产值不得低于人民币 5 亿元;过去两年连续盈利且信托业务收入占公司总收入的 60%以上;已累计发行房地产集合信托计划 3 次以上,且该等信托计划实现预期收益,此外,此类信托计划还应逐一事先得到银监会的批准,而不同于投资者为 200 人以下的房地产信托投资基金所要求的备案规定。

保管人

中国信托业第一次引入保管人的概念。具备一定条件的商业银行方可担任保管人。信托投资公司将房地产信托资金用于投资前，应当将该资金存入保管人所开设的信托资金专户。保管人应负责对房地产信托资金的使用和安全进行监督。

佣金

信托投资公司和基金保管人有权分别从投资收益中收取 **15%**和 **5%**的佣金，但该佣金在信托收益未实现之前不得收取。在暂行办法颁布前，集合资金信托投资计划项下的佣金通常是由信托投资公司和委托人通过协议约定，此外，实践中佣金的支付也不取决于收益的实现与否。

投资对象

依据暂行办法，房地产信托投资基金的投资对象应符合严格的要求。对不完全具备土地使用权证书、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证和施工许可证的房地产项目，信托投资公司原则上不得发放贷款，除非委托人全部是合格投资者且总数不超过 **200** 人。

投资范围

暂行办法大大放宽了信托资金的投资范围。该办法明确规定，信托资金可用于土地收购、土地前期开发、投资于不动产经营企业进行商业楼房及住房的开发和建造，或购买土地、商业楼房及住宅并予以出租。此外，信托资金还可被用于住宅抵押贷款。

投资组合

根据暂行办法的规定，信托资金可不受限制地投资于多个项目的组合，而并非只能投资于单个房地产项目或房地产开发商。对于认购人少于 **200** 名的房地产信托投资基金，从暂行办法所规定的发行程序来看，似乎可推断于基金发行之时应已经具有特定的投资项目，但暂行办法本身并未就此作出明确的规定。

五. 前景

虽然中国在房地产信托投资基金方面还存在诸多法律缺陷，但中国政府已将其视为房地产市场健康成长的必要基础，并将继续致力于房地产信托投资基金市场的发展。由于专业房地产信托投资基金管理人的培养，成熟投资者的培育以及法律框架的完善等因素，中国房地产信托投资基金市场的成熟仍需要一定的时间，然而考虑到发达的房地产信托投资基金市场可能带来的利益，房地产信托投资基金必将日益繁荣。