

委托贷款“输血”通道将封堵 债权项目难以为继 地产私募转型迫在眉睫

□本报实习记者 周文静



制图/王力

地产私募突击赶项目

有资深从业人员透露，当前部分地产私募基金公司的单笔项目额度一般在5000万到1亿元之间，通过公司财富管理团队或者公司积累的高净值客户募集到资金后通过银行委托贷款发放到项目，资金来源主要是企业和中小企业的部分投资资金。该人士表示，在《意见稿》下发后，尽管私募基金公司想尽办法完成项目资金的到位，但募集资金并不容易，部分项目半个月才归集一两千万元。

“目前委托贷款新规处于征求意见阶段，还未施行，现在公司都在加班赶工，趁还能走委托贷款渠道赶紧把项目做完，一两个月后政策落地就没有办法做了。”张星说。新富资本董事长李先林告诉中国证券报记者，以前银行对委贷项目的细则没有管理和监督之责，现在新规要求银行对融资主体、资金来源、还款来源进行审查，要求更高了。据了解，一般房地产私募公司除了发行一部分自己的权益类产品，超过半数都是走委托贷款渠道，委托贷款新规的出台无疑给了房地产私募“当头一棒”。

“以前，关于委托贷款的规定特别简单，只要借款人和贷款人有意向，银行提供通道收取通道费就可以操作了。”张星介绍，现在《意见稿》规定，委托贷款的主体不得为金融资产管理公司，贷款资金来源不得为筹集的他人资金，仅这两条就切断了房地产私募公司的资金通过委托贷款流入项目。

张星表示，贷款使用的用途审核，审核委托贷款放的额度要与公司收入进行对比，若超过公司收入则要进行审查，对地产基金来说是一个巨大的难题，因为此前项目并无相关的审核，一旦要审核，很多项目的资质都过不了关。

另外，相比于银行贷款和信托项目，委托贷款更讲速度，因为开发商对资金到位速度要求高，一般的流程在项目公司将劣后资金打入银行后，私募公司当天或者第二天就要将资金放款给对方，如果要通过层层审查，会大大地拖延项目进展，私募基金原来的优势就不复存在。

“假股真债”风险大增

“对于委托贷款对私募基金投放的限制，可以通过‘假股真债’的形式绕过监管。新规要求对于募集的资金不得进入委托贷款，私募基金公司可以成立一个项目公司去买断这些资产，募集的资金直接投资于项目公司的股权，等项目完成后将股权转让便可实现了。”一位不愿具名的从业人员对中国证券报记者说。

不过，高搜易CEO陈康认为，在新规施行后，曾盛行的“假股真债”形式对私募基金公司来说是比较冒险的，以前用这种操作模式时可以通过银行进行项目抵押来控制风险，但新规出来后银行无法进行抵押，意味着风险的不可控将大大增加。

“如果委托贷款的路被封死，房地产私募基金只能通过券商开户契约型基金专户或者找信托公司设立单一信托。”张星分析，但这两个渠道并不如委托贷款成本低且方便快捷。

据了解，契约型基金的成本最高可达1%—2%，房地产私募基金一般无法承受如此的高价，委托贷款的成本仅在千分之二到万分之五之间。单一信托的成本与委托贷款成本差不多，但是单一信托规模大，房地产私募基金要发行单一信托计划并不容易。陈康表示，信托公司的风控要比私募基金严格很多，私募不容易赢得信托公司的信任。此前单一信托主要做城投债居多，而这类项目资金来源主要是银行和保险，金额比较大。

从2014年开始，由于房地产行业风险的暴露，且委托贷款的通道费用最高为千分之二，对于大银行来说并不具备吸引力，所以已经在开始缩减地产类委托贷款业务。还有一些中小银行在存贷比考核压力下为拉存款，则会愿意做委托贷款业务。

张星分析，大行一般不做委托贷款，是由于操作容易违规。比如贷款利率的协定，在操作过程中可能做到低于国家规定利率下限，减少银行为贷款代缴的利息，私下再确定真实交易利率。另外，一些银行对部分未放出的授信，通过设立理财产品或者借道资产管理公司走委托贷款渠道将钱输给房地产企业，给银行埋下了风险。

某城商行一位风控经理对中国证券报记者表示，由于村镇银行的信贷未纳入央行征信系统，如果通过村镇银行做委托贷款则无法监控。不过，陈康认为，如果通过村镇银行来发放委托贷款，对于房地产基金公司来说，募集资金过程中无法给客户起到增信作用，资金募集难度会加大许多。

转型“股权投资”或并购

在投资方式上，由于债权项目简单易操作，国内房地产私募基金近90%的项目都是做债权。张星表示，由于国内房地产私募基金的能力并未达到较高的水平，如果做股权意味着较大的高风险。

李先林表示，事实上房地产基金过多的债权业务导致地产基金和银行贷款及信托贷款面对同样的风险，但地产私募基金发行成本却更高，对比各方没有任何的优势，迫使只能做更高风险的项目，现在市场上有很多此类私募基金，若一旦转型不成功将面临兑付问题。

“如果一旦禁止委托贷款，做债权类的房地产基金公司只能转型。”陈康认为，现在私募基金已经想从偏债的纯粹借贷业务通道转向主动管理型业务发展，如权益型业务转型，这是一个大的趋势。前几年由于房地产市场走好，地产商不乐意后端分成，更多的是“以假股真债”的形式来操作。同时，私募基金对房地产市场未能完全看清情况，担心股权形式的风险迟疑不前，在借贷通道类向权益投资类转型过程中遇到了尴尬。

目前房地产行业进入低谷，开发商亟需资金，因此开始愿意接受股权投资和后端分成，私募基金从以前的“假股真债”到现在真的开始介入做股权投资。陈康认为，房地产私募基金的转型方向是股权投资或者并购项目，尤其在地产行业的并购方面，之前一些项目未能如期进展而出现逾期，私募基金和信托公司开始联合大的产业资本或者大型地产商以比较低的价格进入，将项目进行盘活再分享利润。

李先林表示，房地产私募已经进入了深耕细作的时代，走在行业前面的私募已经尝试了与大的开发商做包销式收购的并购基金。地产公司需要快速回笼资金，而市场销售去化慢，开发商将整栋住宅或者项目所有商业以较低价包销给私募基金，再由私募基金去销售。

而且，房地产市场低迷对于一些房地产私募基金来说可能是一个机会，优质项目可能由于资金流的问题被停滞将会是普遍的现象，市场有大量的并购机会，对于大的地产公司、私募基金和信托公司来说，是一个巨大的良机。有从事多年信托工作的人士透露，虽然部分地产信托项目可能出现兑付问题，但一些先知先觉的信托公司已经在跃跃欲试，准备了大量的头寸接盘因偶然因素出现危机的优质项目。他表示，佳兆业事件当中，其实已经有信托的介入了，融创收购其上海项目的资金来源背后有信托公司的身影。事实上，纯粹的金融资本进入房地产，避免开发商为获取项目而导致的过于复杂政商关系，亦有利于行业的发展。

“当前大部分房地产私募是没有能力做股权投资的，房地产私募公司面临转型，但这个转型会面临着失败，做债权和股权的要求完全不在同一个水平上”，陈康直言，股权投资需要对行业有高度的认识及操盘能力，国内目前少有私募基金具备该能力。同时，股权项目及夹层项目要求投资者风险承受能力高，要求投资者的资产净值也要更高，因而比较难募资。

REITs产品挂牌转让 地产金融化提速

□本报实习记者 周文静

华夏资本管理有限公司“中信华夏苏宁云创资产支持专项计划”(简称“苏宁云创”)经中国证券投资基金业协会备案后，于2月6日正式在深交所挂牌。该产品是资产证券化业务备案制后深交所挂牌的首只房地产投资基金(REITs)。

资料显示，“苏宁云创”将通过发行资产支持证券，募集资金合格投资者资金43.95亿元，出资认购中行信金石基金管理公司设立的非公募基金，最终用于购买苏宁云商持有的11家自有门店物业。相关物业由非公募基金负责经营管理，专项计划投资者可按照交易文件约定获得租金等物业运营收益。

债权投资转向金融产品

苏宁云商表示，公司正在推进经营和业务模式转型，“苏宁云创”通过将苏宁云商旗下11家自有门店进行证券化，可以创新资产运营方式，有效盘活存量资产，符合苏宁云商向互联网转型的发展战略。“苏宁云创”作为首只将成熟商贸物业纳入证券化标的的场内REITs产品，为商业物业运营管理提供了一种新的业务模式。

不过苏宁REITs上市，并非广义的上市概念，该产品仅面向私募投资者交易，单笔认购金额不低于100万元，且投资者总数不超过200人，投资者最终收益将来源于投资产品综合收益的比例分配。

海通证券研报认为，REITs能够实现三方共赢，具有免税优势。世邦魏理仕中国投资物业部执行董事及联席主管邵律认为，REITs目的在于使得持有商业地产的开发商在资本层面上打开一个新的融资、变现、退出的渠道，将优质资产以单一产权的方式放进REITs，一方面通过将资产打包卖给投资者，开发商可以获得融资，实现部分资金回流；另一方面，投资者可以每年分享红利和派息。一般派息对投资者的净回报是6%—7%，甚至是8%，这取决于REITs产品的物业背景、租赁情况、风险等等。一些机构都在积极转型，从纯粹的债权投资向股权投资和金融产品化方向转型。

REITs试点或逐步推开

据了解，2014年发布的《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》提出，研究建立REITs的制度体系及相应的产品运作模式和方案。

同期，资产证券化业务改行政审批为备案制，资产证券化产品发行效率大幅提高。近日，住建部还出台了《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，要求各城市积极开展REITs试点并逐步推开。

深交所表示，未来将力争形成资产证券化REITs试点或逐步推开

ITs(房地产投资基金)板块。深交所将在认真总结产品运作经验、做好风险控制的基础上，加大资产证券化业务创新和后续产品开发，丰富证券化产品品种，推进面向公众投资者的REITs产品，扩大REITs发行规模。

邵律表示，REITs要求物业有稳定的租金收益，不会变相成为开发商变现的工具，并且监管部门对REITs在财务数据和财务杠杆上有一定要求，例如项目的融资杠杆率不能超过40% (或者50%)。REITs具有稳定的收益，因此，REITs适合于风险接受程度较低的投资人群。REITs为中小投资者提供了投资大型、高端、地标性优质商业地产的机会，比如凯德置地旗下的来福士，其业主其实是千千万万的投资者，这些投资者作为股东，可以享受租金增值所带来的利益。

分析认为，REITs在美国普遍应用在运营和管理商业不动产上，例如写字楼、购物中心、酒店和产业园等，其单边税收是REITs规模庞大的主要原因，但在中国现有的税法框架下则无法实现。

有房地产业内人士表示，REITs对于国内房地产企业尤其是投资高的商办物业来说无疑是一种长期利好。但目前国内的租金回报率还明显低于国际水平，房地产信托投资基金能否吸引足够的投资者仍有待观察。

多家地产私募被查 部分试图通过P2P募资

□本报实习记者 周文静

监管部门日前发布通报称，证监会私募基金监管部针对负面报道或投诉较多、风险相对集中的私募房地产基金领域，组织7家证监局对9家私募基金管理人进行了现场检查，涉及产品100余只，规模300亿元。

针对检查中发现的问题，证监会对北京恒银中嘉投资基金管理有限公司、深圳市威廉金融控股有限公司和歌斐资产管理有限公司采取了责令改正的行政监管措施，要求限期整改，并记入资本市场诚信档案；对其他6家管理人发了监管关注函，提醒其完善内部制度，依法规范运作。各证监局将通过审查整改报告或事后回访检查等方式持续关注这9家管理人的整改结果。

一位不愿具名的房地产私募基金从业人员表示，房地产私募基金被查主要集中在三个节点：一是资金募集过程的合规与否，按照私募基金管理办法，资金来源必须是特定的合格投资者；二是资金流向，是否落实专款专用；三是内部治理方面，比如是否按期付息等。

长期关注房地产金融领域的华商律师事务所郭维律师表示，在资金募集和资金使用方面存在一些不规范的情况，一些房地产私募基金自设P2P网贷平台销售基金产品募集资金。据了解，一些P2P平台或者房地产电商平台销售此类基金产品时并不设置合格投资者的这一门槛，这就违背了私募基金管理办法，一旦项目出现风险，投资者并不具备抵御风险能力。

上述不愿具名的从业人员表示，通过P2P平台募资还违背了私募基金管理人、私募基金销售机构不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金，不得通过报刊、电台、电视、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会和布告、传单、手机短信、微信、博客和电子邮件等方式，向不特定对象宣传推介的规定。

郭维表示，2014年私募房地产基金的资金募集非常困难。有从业人员告诉记者，现在一些项目募集了一两个月也只筹到了一两千万，存在着巨大的资金缺口，因而一些公司试图通过P2P平台募集部分资金。



京津冀柜台跨行汇款不收费

华夏京津冀协同卡是华夏银行服务京津冀三地个人客户、打造京津冀协同发展个人业务服务品牌的载体。以人民币为基本结算账户，集多账户、多币种于一体，具有存取现金、转账结算、消费支付、理财投资、贷款发放等功能。

股票代码: 600015 客服电话: 95577 www.hxb.com.cn