

# 受益权信托引爆司法地雷 判例决定行业变局

焦点在于受益权信托是否拥有处置抵押物权利,若无,信托公司将面临巨额损失

证券时报记者 张伟霖

安信信托昆山房地产项目为解决兑付问题,已于日前进入了司法程序。相关诉讼信息表明,案件双方正纠结于受益财产权信托是否拥有处置抵押物权利。

不少业内人士在接受证券时报记者采访时皆表示,此事很可能将引发一场行业地震。因为受理法院最终是否承认这项权利,并将其确认为债权债务关系,不仅意味着安信信托能否最终顺利处置抵押物偿还投资人,更意味着从2009年起就大行其道的受益权信托能否避免全盘皆墨的结局。

此外,证券时报记者采访获悉,受益权信托正处于个案频发的状态,除了目前已曝光的安信信托事件外,北京某信托公司的受益权信托产品也同样陷入了司法僵局。

## 产品逾期未兑付

安信信托近日披露的公告表明,该公司旗下一款信托产品已经陷入了兑付危机。

公开资料显示,该产品成立于2009年9月24日,是应昆山纯高投资开发有限公司(简称:昆山纯高)的融资需求,由安信信托发起并设立的总规模为6.27亿元的“昆山-联邦国际”资产收益财产权信托,其中信托优先受益权实际募集资金为人民币2.15亿元,由合格投资者以资金认购并持有;其余为信托一般受益权。后者由昆山纯高以其持有的“昆山-联邦国际”项目土地使用权及80370.23平米在建工程项下资产收益权认购并持有。

但在3年后的到期日,即2012年9月18日,昆山纯高最终违约,没有按时足额偿还信托合同约定的本息。安信信托公告称,该公司已经向上海市第二中级人民法院提起诉讼。此外,安信信托称,由于按信托合同约定,产品逾期后可以在不超过逾期日起的一年内,对抵押物即项目土地使用权及80370.23平米在建工程进行处置。因此产品并未进行最终的清算,也就不存在外界说猜测的安信信托为产品垫付,实现刚性兑付的情况。

## 模糊关系引爆司法地雷

根据安信信托的公告,目前诉讼双方的争议主要集中在受益财产权信托是否拥有处置抵押物权利,这也是信托业界关注的焦点所在。上海某信托公司高管对此表示,该项权利最终能否得到承认,不仅仅关系着是否倒下这个“产品”,更可能牵连倒下“一片”同类产品。

资深信托人士唐琪称,所谓的受益权信托,某种程度上可以说是信托

公司为绕开现行信托监管政策,打擦边球而设计出的交易结构。

据介绍,早期阶段,银监会要求贷款类信托严格执行“432”的监管规定,在“四证”(即国有土地使用证,建设用地规划许可证,建设工程规划许可证及建筑工程施工许可证)不全之前不能给房地产开发商提供资金。为绕开这一规定,信托公司便以“受益权信托”或者“股权信托”等方式,为部分“四证”不全的房地产开发商提供资金。

而从2011年以后,大量的受益权信托的诞生,更多的是出于规避信托公司净资本管理相关规定的需要。因为贷款类信托需要计提较高的风险资本,诸多信托公司通过受益权模式来规避相关规定。

受益权信托的主要模式是信托公司为融资方提供信托资金,在信托计划到期时,由融资方溢价受让特定资产收益权等财产权来实现信托资金退出。期间,为保障信托资金安全,融资方提供足额的抵押物作为增信条款。

从交易结构上可以看出,受益权信托的实质是信托公司提供资金,融资方偿还资金;从法律逻辑推导上,受益权信托应该是一种借贷债权债务关系。不过,在信托监管部门的归类中,将受益权信托列为财产权信托,而非贷款类信托,由此绕开了净资本监管。

但问题在于,对于上述这种设计,国家司法却不熟悉或者说尚未确认“受益权信托”所代表的法律逻辑。这甚至导致此类产品在面世之初,就面临了一些司法尴尬局面。

深圳某信托人士向记者介绍称,如果仅仅拿各方签订的《受益权信托合同》去办理抵押物登记,司法公证机关是不会承认的。因此信托设计者们,在受益权信托合同之外,又专门补充设计了一份《信托借款合同》,以《信托借款合同》去向司法机关申请质押物的登记。

而在最终的矛盾爆发时,恰恰又是出现在最初所设计的上述两份合同上。

据唐琪介绍,这导致司法机关在短时间内无法明确房地产公司与信托公司之间到底是信托法律关系还是债权债务法律关系,如果是纯粹的债权债务关系,司法机关就可以马上对抵押物采取强制措施,进行处置后以归还给信托资金,正常的话半年时间可以处置完毕。但在目前存在争议的受益权信托方面,司法机关必然要多次研究相关法律关系;而且在地方司法机关明确后,诉讼双方还有可能上诉至高一等法院再行讨论。如此一来,至少需要折腾一两年。

然而,在安信信托昆山事件中,按信托合同约定,最后延期处置抵押物时间是2013年的9月末。不少接受记



者采访的人士普遍认为,寄望司法在该时段给出结果不太现实。届时,安信信托可能只有在是否为投资人施行“刚性兑付”上进行抉择。

与此同时,有地产金融界人士也对安信信托在该事件中的风控表现提出质疑,认为该公司的贷后监管流于形式,没尽到勤勉尽责的受托义务,所以应该承担赔付投资人的义务。

## 或向全行业蔓延

有信托研究人士则对记者表示,信托公司为“模糊”债权债务关系搞了个复杂的交易结构设计,到最后出事了却要求司法从复杂的交易结构设计中,重新明确债权债务关系,颇有自己搬石头砸自己的意味。

不过,上述研究人士认为,此案最终的司法判例对信托行业具有极其重要的意义。若判例支持受益权,将令信托解除后顾之忧而大力推行;若判例不承认受益权,则将导致过往的受益权信托陆续爆发司法纠纷,信托公司

在饱受损失后最终改弦更张。

事实上,据证券时报记者采访了解,受益权纠纷目前就已非上述安信信托一个案。据上海某律师介绍,其代理的一桩类似的信托受益权纠纷在今年3月初开庭,目前正在审理过程中。

据悉,该案大致情况是某开发商2009年在北京信托公司融资2.3亿元,双方签订了《资产收益财产权信托合同》、《信托借款合同》等一系列协议。目前开发商未按期足额还款,双方发生纠纷并付诸法律。由于早已向登记机关进行了抵押品的登记,信托公司向公证机关提出了出具强制执行证书的请求。但开发商也同时向当地公证机关提出异议,公证机关最终拒绝了信托公司出具强制执行证书的请求。

这意味着,此案涉及的信托公司也将被迫进入漫长的诉讼程序。

在个案频发的同时,受益权信托可能涉及的范围究竟有多广?根据用信信托的统计,2011年及2012年,信托公司发行的数以千计的房地产信托中,权益类投资占比分别为26%和31.5%。

## 光大银行H股上市计划获通过

证券时报记者 桂行民

光大银行公告称,该公司董事会昨日审议通过了《关于本公司发行H股股票并上市的议案》,拟合计发行不超过120亿股的H股。

根据光大银行披露的具体发行方案,该公司此次发行的股票为向境外专业机构、企业和自然人及其他投资者募集并在联交所主板挂牌上市的境外上市外资股(H股),每股面值为人民币1元。初始发行规模为不超过105亿股,并授予簿记管理人不超过15亿股的超额配售权,即合计发行规模为不超过120亿股。

光大银行称,此次发行方式为

香港公开发行及国际配售,根据国际惯例和资本市场情况,国际配售可包括但不限于:依据美国1933年证券法及其修正案下144A规则于美国向合格机构投资者进行的发售;依据美国1933年证券法及其修正案下S条例进行的美国境外发行;日本非上市公开发行(POWL)。

至于发行时间,该公司表示将在股东大会决议有效期内选择适当的时机和发行窗口完成本次发行并上市。光大银行最后还披露,此次发行H股股票所得的募集资金在扣除发行费用后,全部用于补充公司的核心资本,提高资本充足率,增强公司抵御风险能力和盈利能力,支持公司各项业务持续快速健康发展。

## 恒生中国:母行将增资20亿

证券时报记者 蔡恺

恒生中国副董事长兼行长关燕萍昨日在广州表示,今年中国银行业将受到利率市场化、资本要求和风险控制的三重挑战,但恒生中国完全有能力应对。此外,她表示不用担心中国资本充足率良好,且已向银监会申请了20亿元的增资,资金来自恒生银行。

受不利宏观环境影响,2012年外资银行的中国业务盈利增长普遍放缓,恒生银行年报显示,恒生中国2012年营业利润不及上一年。不过,关燕萍强调,2012年营业

溢利减少主要是受到贷款减值拨备的影响,若剔除该因素,营业利润与上一年度相比并无显著变化,而且恒生中国贷款增长15.5%,带动总营业收入上升8.5%。

至于信贷风险,恒生中国常务副行长林伟中指出,中国银行业的市场环境更加富有挑战性,风险点相应增加,以致该行信贷部门不仅需要掌握宏观经济情况、海外市场情况、本地经济情况,甚至具体到某个行业的经营情况,风险管理难度在加大。林伟中称,为此该行加强了贷前管理和贷后管理,对包括钢铁、太阳能、房地产开发等信贷风险较高的领域坚持审慎进入原则。

## 民生银行可转债即将发行

证券时报记者 许韵红

民生银行3月13日刊登了发行可转债的公告及募集说明书,该次拟发行200亿元A股可转债,发行方式为向原A股股东实行优先配售,余额部分网上向社会公众投资者通过上交所交易系统发售与网下对机构投资者配售发行相结合的方式。

该次发行网上向社会公众投资者发售的申购数量下限为1000元,上限为50万元。同时,该次发行在网下向机构投资者配售方面做出创新,将网下发行分两类:A类申购下限为5亿元且承诺锁定期为1个月,上限为100亿元;B类申购下限为1亿元,上限为50亿元,不设锁定期。该次发行原A股股东优先配售后余额部分网下A类申购、网下B类申购和网上发行预设的发行数量比例为50%:25%:25%。如网上申购与网下申购数量累计之和超过优先配售后剩余的可转债数量,则

除去优先申购获得足额配售外,民生银行和联席承销商海通证券、瑞银证券将根据网上、网下实际申购情况,对网下A类申购、网下B类申购和网上发行预设发行数量进行双向回拨,以实现网下A类申购的配售比例不低于网下B类的配售比例,网上申购中签率在不低于网下B类的配售比例情况下趋于一致。该次发行是A股可转债发行历史上首次将网下向机构投资者发行设置A/B类申购,同时对预设比例、回拨机制、中签率等方面也做出了积极的创新。

本次发行是民生银行进一步补充核心资本,为未来业务发展打下坚实基础的重要一步。本次发行量虽然较大,但是近期市场状况较为平稳,市场流动性较好。截至3月10日,7天回购利率为2.99%,较一周前的4.20%下降29%,14天回购利率为2.78%,较一周前的4.31%下降36%,同时央行本周也没有进行正回购操作,市场整体资金面较为宽松,为本次民生银行的优先配售后剩余的可转债数量,则

# 2012年信托公司投资收益增近五成

证券时报记者 刘雁

在信托业净资产增长的同时,信托公司也不愿让手中的资金闲余。证券时报记者获得的多家信托公司未经审计的2012年年报显示,不少信托公司去年加大了自营业务的投资额,尤以长期股权投资为甚。

这与信托业协会此前披露的数据不谋而合:2012年信托公司投资收益达90.94亿元,在经营收入中占比为14.24%。相比2011年,去年信托公司在投资收益的绝对额上同比增长46.58%。而对于参股金融机构,信托公司依然热情不减。

## 加大长期股权投资

去年信托公司投资收益增长主要得益于长期股权投资收益,且在证券投资领域可能扭亏为盈。“中部地区某信托公司高管称,以西部某信托公司为例,其去年长期股权投资资产达26.3亿元,同比增长超过八成。

数据部发现,截至3月10日,在已披露去年年报的上市公司中,共有19家公司前十大无限售条件流通股股东中出现信托公司的身影。

Wind资讯数据显示,截至去年三季度末,信托公司现身171家上市公司前十大无限售条件流通股股东,合计共持有上市公司股份44.78亿股,较2011年末增加4.5亿股;持股市值331.78亿元,较上年末的303.82亿元,上升27.96亿元。

信托公司自营在证券投资领域近两年的增量并不大,这主要是由于二级市场表现并不理想,但总体而言去年的收益相较2011年有所好转。”前述高管说。

以上海信托为例,截至去年三季度末,该公司共持有17家上市公司共11.42亿股,市值达84.89亿元,尽管持股量较大,但在市场环境不好时收益并不理想。而在长期股权投资方面,上海信托则是一个成功的典范。2011年年报显示,该公司当年股权投资收益为2.38亿元,占整体收入的12.89%,而同期证券投资收益为负数。

## 参股金融机构热情不减

Wind资讯数据显示,截至去年三季度末,信托公司持有上市公司股份最多的是上海信托,该公司持有浦发银行9.76亿股。证券时报记者发现,信托公司持股量较大的公司多集中在金融行业。

事实上,信托公司对于参股金融机构一直热情不减。2月底,重庆信托斥资15亿元收购合肥科技农村商业银行34.99%的股份,成为其第一大股东。这也是继6年前“蛇吞象”成功重组万州商业银行(现已更名为重庆三峡银行)后,重庆信托取得的第二张银行牌照。

信托公司近三年投资收益情况			
	2012年	2011年	2010年
投资收益余额(亿元)	90.94	62.04	81.88
投资收益占比	14.24%	14.12%	28.84%

数据来源:中国信托业协会 刘雁/制表 翟超/制图

## 微博意见

两融业务让投资者可以做空做多,但操作起来并不容易。有时候判断对了方向,却输给了时间。比如白酒股,如果在9月20号做空洋河股份,不小心选了个14天的期限……

——证券时报财经社区网友蔡江伟“点评本报《融资融券开户数突破110万户 余额超1400亿》一文

这是颠覆性的商业模式,传统中介机构靠牌照赚钱行不通了,“去中介化”动了很多人的奶酪,承销商、律

师、会计师、发行审批部门……

——网友“券商资产管理”点评本报《企业在前海股交中心挂牌托管全免费》一文

其实并不是无中介,而是股交中心成了一个中介机构,在这种架构设计下,股交中心利益全部通吃,但风险也过于集中。

——网友“逸风微语”评本报《企业在前海股交中心挂牌托管全免费》一文 (李桂芳/整理)