

部分三四线地产信托资管项目兑付告急

□本报记者 高改芳



信托项目资金紧张

常流动资金。

“金和系”公司实际控制人为陈韶峰，旗下除了金和新材料和科博特经营主业锂电池正极材料生产和销售外，另有宁波璟月湾旅游置业有限公司(简称“璟月湾”)开发璟月湾别墅地产项目，并向长城新盛信托提供璟月湾土地和在建工程作为抵押担保。

由于房产市场低迷，“金和系”旗下璟月湾项目的建设和销售进度也受到影响。从2014年起销售额大幅下滑，从而导致其工程建设和费用基本全依赖锂电池正极材料板块输送现金流。而锂电池正极材料板块本身经营特点和受目前经济形势影响，导致预付账款和应收账款增加，净现金流无法支撑璟月湾项目建设，造成违约情况的发生。

长城新盛信托方面称，2014年12月3日以信托纠纷为由向上海市第二中级人民法院提起对新金和投资、陈韶峰、徐波、金和新材料、科博特、璟月湾及董亚飞的诉讼，并于2014年12月9日完成对“金和系”相关资产的诉中

保全。查封冻结资产中，璟月湾项目酒店土地面积5.3万平方米、在建工程建筑面积8.5万平方米；璟月湾项目住宅土地20万平方米；新金和投资100%股权；金和新材料55.18%股权；科博特100%股权。

“我司一方面将加快司法诉讼程序，通过诉讼途径保障信托计划的安全；另一方面通过继续督促金和系公司履行合同义务，或寻找第三方接盘，以保证对委托人收益的安全。”长城新盛信托向投资者解释道。

中国证券报记者致电长城新盛信托北京业务部宁波新金和项目的进展情况，客服人员称会转告公司相关负责人后给予回复。但截至记者发稿时并未回复。

有投资者反映，信托公司2014年12月提起诉讼，但当时并没有和投资者沟通这一信息。2015年2月1日，一期产品应该付息时也没有向投资者说明。直到2月16日才向投资者发送加密文件。期间也没有召开受益人大会，错过对楼盘降价处理的时机。

风险面扩大至资管产品

今年以来，平安信托-翔园17号，因佳兆业资金链已经断裂出现兑付危机；长城信托-长城财富3号因融资方自身经营原因，出现违约；新华信托-汇源6号房地产信托，因销售进度出现问题而延期。从实际爆出风险的信托产品看，自2013年开始，信托产品风险事件已经从前期主要集中在矿产资源和房地产领域，逐步蔓延至其他产业领域。

而券商和基金子公司等机构发行的房地产资管计划也频频暴露风险。据了解，一家基金子公司发行的大兴项目也已无法按时兑付。这家基金子公司的房地产投资专项资产管理计划尽职调查报告显示，项目融资方为北京亚奥先科房地产开发有限公司(简称“亚奥先科”)，该公司成立于2000年11月21日，注册资本为1000万元，法定代表人为谢佳莉，主要经营范围为房地产开发经营，实际控制人为徐晓明。

亚奥先科已经获取大兴项目一期A地块土地证，并已全部缴纳土地款。亚奥先科希望与基金子公司开展融资合作，以正常推进其项目后续开发建设。基金子公司所募集的资金通过银行向融资方发放委托贷款，融资方以项目土地及在建工程作为还款抵押担保、融资方股东作为质押担保，同时融资方实际控制人承担连带保证责任。

由于房产销售不畅，这一项目至今无法兑付投资人本金和收益。中国证券报记者致电负责该项目的资产管理有限公司询问项目进展情况，客服人员并未回答记者提问。

无独有偶，由新华(山东)房地产交易中心担任管理人的新华·万邦壹号资产管理计划A类原定于今年1月份到期，但至今投资者无法收回本金。

新华·万邦壹号资产管理计划资金以债权方式投资于项目方，具体用于补充项目公司“万邦·翰林郡”项目二期工程建设所需费用。济宁玉翰房地产开发有限公司将其持有的

55463.38平方米万邦·翰林郡核心区住宅用房、商业用房、土地使用权为该计划提供抵押担保。济宁玉翰房地产开发有限公司的全部股东以其100%股权提供质押担保，并本人及其配偶为该计划还款提供无限连带责任担保；上海玉翰房地产开发经营有限公司、台州万邦置业有限公司及公司的实际控制人及其配偶为本计划还款提供无限连带责任担保。

今年3月，新华(山东)房地产交易中心向投资者发布“情况说明”称，由于“万邦·翰林郡”项目销售进度低于预期，致使资管项目资金使用人济宁玉翰房地产开发有限公司的偿债能力发生风险，导致资管计划无法按预期兑付。管理人向济宁市中级人民法院提起诉讼，要求济宁玉翰房地产开发有限公司偿还借款并支付利息、罚息和违约金，并诉请担保方履行担保义务。

至今案件仍在审理当中，资管计划无法正常兑付。

小型开发商仍处“严冬”

除了房地产行业大环境不景气外，资金持续从楼市流向股市也是导致房地产市场风险暴露的重要原因。

从2014年下半年开始，众多资金就开始陆续从楼市流向股市。某城商行的支行行长介绍，两年期以上的房地产信托产品根本卖不出去。后续资金的难以继，让房地产信托等相关产品的风险提前暴露。

此前已有媒体报道称，2014年以来发行的大量资管类房地产的产品中，超过一半投向三四线城市。并且在融资方中，基本没有全国百强开发商。上海一位地产基金人士提醒，2014年起，由于供应量过大，融资成本升高，中小开发商三四线城市项目正是楼市风险“地雷”最密集的地方。而贷

款资金规模、拿项目能力、资金成本的不同，使得银行、信托、资管、私募四类机构，对应的开发商实力基本都是由高到低，逐层递减。

中原地产的研究报告认为，全国以一二线城市与三四线城市划分的房地产市场已经出现两种完全不同的走势：经济发展不均衡、公共资源不均衡、产业布局不均衡、人口不均衡、库存不均衡、成交量不均衡、政策作用不均衡、房价上涨不均衡。4月以来，一二线城市的成交量提升幅度明显，而三四线城市则较为低迷。

整体看，从2014年9月30日开始的连续多轮房地产政策密集出台，叠加股市转牛，房地产企业也开始从股市融资。楼市政策密集出台也令市场对后市更加乐观，上市房企为了抢占市场份额，自然愿意在当下股市火热的情况下，定向增发募集资金，为未来发展做好资金准备。

但三四线城市项目、小型开发商最艰难的日子还未过去。

多元金融“输血”地产

□本报记者 高改芳

楼市的低迷令多路资金对房地产退避三舍，但一些资管产品却定向输血房地产。从2014年年底以来，资产管理产品作为一种新生事物，在很短的时间内快速增长，而迅速渗透到信托产品的传统领域——房地产等行业。此外，继中信证券去年发行了两只私募领域的REITs(房地产信托投资基金)后，国内首只公募领域的REITs近日也浮出水面。随着大资管时代到来，多元金融工具出现，各类金融产品形式都将发挥同质作用。

本质相同

从本质上讲，房地产信托和房地产资管产品结构上的差别不大。但发行主体不一样，信托计划由信托公司发行，资管由获得监管部门批准的资管机构，例如公募基金子公司或证券公司发行。信托公司是属于银监部门监管，目前全国大约有68家信托公司。而发行资管产品的券商和基金公司子公司是属于证监部门监管的。截止到2015年2月，我国有96家公募基金，监管部门批复74家公募基金可以设立全资子公司做特定资产管理业务。

此外，资管产品和信托产品一样，在资金监管、信息披露等方面都有严格规定；认购方式也很相似，项目合同、说明书等类似；信托计划和资管产品都属于投融资平台，可以涉足资本市场、货币市场、产业市场等多个领域。资管的投资范围限制更小，例如股指期货、融资融券等。目前只有少数几家信托公司可以开展股指期货业务，融资融券还未对信托开放。

信托公司开展业务时受到净资产限制，发行的信托计划均需要按一定比例计提风险资本，并与净资产规模相匹配，每只产品都需要有相应的净资产做支撑。一般来说，监管部门认定风险高的信托计划，风险资本的计提比例较高。现阶段房地产集合信托计提比例最高，达到3%。由于净资产监管的限制，信托公司在净资产规模相对有限的情况下发行高风险信托产品时会更加谨慎。目前基金子公司发行专项资管计划对风险资本和净资产没有要求，项目选择上更加宽泛，但项目质量容易出现良莠不齐。对于券商自营投资信托，监管部门在券商净资本管理中限制较多，按自营投资信托规模的80%扣减

净资产；连续三年为A类券商按自营投资信托规模的3%计提风险资本。

市场检验

具体到房地产领域，从2013年实际发行的案例来看，房地产项目直接融资借款需满足“432”条件，即项目四证齐全、项目公司自有资金已投入不低于30%、融资主体满足二级开发资质。针对满足融资条件的项目，需实行发行前报批制。“432”条件的限定，很大程度上将四证前的项目拒之门外。

专项资管归属证监相关部门监管，目前采取的是事前报备制，对于项目融资条件相对灵活，既可以开展常规的“432”项目融资，也可以介入项目四证之前的一些融资需求。因此，极大拓宽了项目投资范围和灵活性。

目前市面上多数的房地产债性产品中，信托计划由于受监管条件的限制，投资项目范围和灵活度上不如资管计划。但考虑到一般信托公司的注册资本相对较高、且项目报批严格，因此房地产信托产品的安全性依旧较高。

而券商资管与基金子公司专项计划的投资范围可与信托计划相媲美，基金子公司专项资管计划条件甚至比信托更宽松，相较于信托公司对房企融资“四三二”的限制，资产管理产品则没有此限制，项目选择上更有优势。

然而，相较于房地产信托产品目前炒得火热的“刚性兑付”之说，券商资管与基金子公司由于其注册资本金小，且刚开始起步，资产管理能力和风控能力尚待检验。而产品结构的主要作用是满足监管要求前提下实现投资目的，而产品收益的实现则依赖于优质的投资者的，这也是鉴别房地产产品风险的最主要标准。

实际上，信托、基金子公司及有限合伙之间的结构嵌套，在房地产金融的实践中层出不穷。随着大资管时代到来，多元金融工具出现，各类金融产品形式都将发挥同质作用。专家认为，银行理财、信托、券商资管、基金子公司、保险资管、PE基金都仅仅是金融产品的形式，从根本上来说都将成为金融产品的设计形式。当前，不同金融渠道具有不一致的资金成本属性、期限属性、投资人来源和风险偏好，因此需要对应不同的底层项目和金融产品结构。

信托公司转战新三板

□本报记者 高改芳

房地产信托发行遇冷之后，越来越多的信托公司把视线转向火热的资本市场。处于成长期的新三板市场由于盈利空间大，吸引不少信托参与。普益财富2015年集合信托市场展望报告认为，新三板市场是2015年信托业务转型的突破口之一。

“新三板行情好了，信托公司如果不参与，客户就会通过其他途径参与，我们不希望眼睁睁看着客户流失。”某信托公司相关负责人称。

新三板信托产品频现

市场公开信息显示，中融信托子公司中融鼎新已于日前发行“融稳达1号新三板证券投资投资基金”，计划募资7000万元，并在预热期就完成募集。此前，中建投信托已发行3款投资于新三板的产品。中信信托亦发行1款产品。

中建投信托推出的新三板类信托产品大致可分为三种类型，私募基金合作模式；券商合作模式；“PE+券商”的双投顾结构化产品模式。而中信信托推出的“中信·道域1号新三板金融投资集合资金信托计划”主要投向健康、医疗等具有成长性的企业，将主要采用竞价交易及协议交易的方式参与新三板投资。

还有更多信托公司正在加快设计新三板信托产品。据了解，建信信托、四川信托有望近期推出相关信托产品；万向信托、陆家嘴信托、厦门信托也都在接洽相关投资顾问研究方案。业内人士预计，二季度新三板信托将进入发行高峰期。

国泰君安与中信信托共同设立的新三板基金“国君创投隆信”近期也宣告成立。该基金由国泰君安全资子公司国泰君安创新投资有限公司(简称“国君创投”)与中信信托旗下中信诚信资产管理有限公司(简称“中信诚信”)共同出资4.26亿元设立，由国君创投全资子公司上海格隆创新投资有限公司(简称“上海格隆”)和中信信托旗下中信锦绣资本管理有限责任公司(简称“中信锦绣”)共同担任基金管理人。设立“国君创投隆信”基金是国泰君安与中信信托在新三板领域的首次合作。预计今后

券商和信托公司在新三板领域还有更多创新合作模式。

尚处探索期

用益信托工作室认为，信托公司密密进入新三板市场主要是缘于今年以来新三板市场的火爆。据全国中小企业股份转让系统发布的3月市场月报显示，新三板市场3月末总市值9622.04亿元，再创历史新高。3月份，三板成指和三板做市指数分别上涨51.88%和72.56%。4月份以来，三板成指和三板做市指数继续维持快速上涨态势。

随着2014年做市商制度的推出以及投资主体的不断丰富，新三板市场的价值发现功能进一步显现。无论是成交金额还是挂牌数量都明显提升。预计2015年，新三板市场更是步入爆发式增长。

当前，新三板信托依然以抢占市场份额以及做大做强为主。随着更多信托公司参与到新三板业务，市场竞争将会更加激烈，这会导致新三板业务的差异化逐步显现，主要体现在产品期限、投资领域、结构设计等。

从资产配置角度，信托公司传统的固定收益类产品投资价值虽依然存在，但更多高净值客户开始加大权益类产品的配置，认为未来权益类资产投资机会更大。在这样的背景下，信托公司加大包括新三板在内的证券投资类产品投资力度是其转型调整业务结构适应市场新环境的必然之举。

鉴于信托公司业务重心在传统融资，资本市场持续跟踪较少，对新三板市场行情敏感度不如其他金融机构。且由于投研能力不足，主要依靠外部投资顾问开发新三板市场，项目方案设计、风险控制等仍处于探索学习阶段。

格上理财研究中心研究员欧阳岚却认为，信托公司发行新三板产品有自己的优势。信托传统业务就在于能对合作的融资方有深层次的了解，包括合作方的历史背景、运营情况、发展前景等，这对于寻找优质新三板公司是一大助力。其次，信托能涉足实业，因而可以投资未挂牌的企业股权，且信托可以在新三板市场企业转板上市前就为其提供融资，从而发挥自己在间接融资市场的优势。