

房地产信托折戟 凯悦门” 首例信托资产公开拍卖

提请拍卖的债权人,正是曾为 “中融·青岛凯悦”信托项目募资的中融信托

编者按：房地产信托的浮华背后，困境也无处不在。今年房地产信托项目兑付的“洪峰”显然已安全过境，但暗处的“管涌”更令人忧虑。如今困境的当局者正是中融信托，其发行成立的青岛凯悦中心房地产信托项目即将走向项目拍卖的终局。而从以往司法拍卖的成交案例上看，这种资产处置方式在意味着资产干净的同时，也往往意味着价格低廉。

证券时报记者 张伟霖

在遍寻不到下家接盘的困境下，被信托业内称为最著名的 “烂尾” 房地产信托——青岛凯悦中心房地产信托项目即将走向项目拍卖的终局。证券时报记者独家获悉，在借新还旧未果，又难寻下家接盘的情况下，近日该项目的债权人——中融信托已经提请山东省高级人民法院，将该项目涉及的主要信托资产——青岛凯悦中心房产进行公开拍卖。

上海某信托人士在接受记者采访时表示，这应该是今年房地产信托兑付高峰中，出现的首例以拍卖形式完成的信托资产处置。信托资产最终是否能以较高的拍卖价出售，并完整收回信托资金尚未可知。

不过，有了青岛凯悦案例的现身说法，无疑会给部分曾试图以 “资金接力” 的方式，将信托 “击鼓传花” 游戏继续下去的信托公司和地产私募敲响警钟。

售楼处变身超市

11月22日，山东省高级人民法院发布了一则拍卖公告，将定于2012年12月12日9时在山东省济南市经十路9977号，即山东省高级人民法院司法拍卖厅公开拍卖青岛凯悦置业集团有限公司名下的位于青岛市市南区燕儿岛路8、10号房产。据了解，公告内容中的青岛市市南区燕儿岛路8、10号房产，是位于青岛奥帆中心旁的大型高档城市综合体——青岛凯悦中心。

经记者辗转了解，提请拍卖的债权人，正是曾为该项目募集了大量开发资金的中融信托。记者翻阅相关信托合同发现，2010年10月，中融信托发行成立了 “中融·青岛凯悦” 信托计划，为凯悦中心募集资金3.845亿元。该信托计划存续期限为18个月，可在满12个月后提前结束。

由于国家宏观调控所引发的房地产销售市场巨变，令主导该项目的开发商——青岛凯悦置业集团在项目封顶后，却因销售不畅而根本无力还款。据青岛某房地产中介介绍，凯悦中心的问题主要是由于经营不善，此外由于项目定位过于高端，在市场上无法形成竞争力，以致后期销售一直未达到预期效果。

据该地产中介人士介绍，目前在该楼层售楼处，开发商人早已撤离，售楼处已被租为他用，成为销售酒水及农产品的综合超市。

首例遭拍卖的信托资产

房地产信托出现兑付问题并非今年的新鲜事儿。房地产信托的存续期多在1.5-2年之间，而经过2010年~2011年的疯狂发行，使得2012年~2013年成为了房地产兑付的高峰期。据国泰君安证券统计，仅2012年全年，需要兑付的房地产信托资金规模就达到了1759亿元。为了应对房地产信托的集中兑付，业内明确了几种方式：包括信托公司或信托公司大股东的资金接盘、地产私募或资产管理公司接盘等。事实上，今年以来，不少房地产信托项目出现提前兑付，据信托人士介绍，部分项目就是因为有下家接盘而得以提前结束。此外，今年也曾发生过华澳信托因“实德事件” 与开发商对簿公堂的案例，但在进入司法程序的同时，华澳信托也通过房屋销售回款，延期完成了兑付。一般来说，销售回款是房地产信托的第一还款来源，质押物处置则成为第



吴比较/制图

二还款来源。

多位信托人士对记者表示，青岛凯悦中心项目以拍卖形式实现信托资产的最终处置，在他们的印象中，应该是房地产信托市场近两年来的首个案例。而与上述 “下家接盘” 模式的不同之处在于，接盘的下家基本上无需担心项目后期的销售问题，因此多数是按原信托产品的全额本息作为转让款；而司法拍卖却存在流拍或最终成交价低于评估价的可能。根据人民法院诉讼资产网的数据，青岛凯悦中心项目拍卖的参考价仅为3.3亿元，低于信托公司为该项目所募集投入的资金。

根据拍卖公告，此次司法拍卖能否最终满足债权人完整退出的愿望，将于12月11日最终见分晓。不过，从以往司法拍卖的成交案例上看，这种资产处置方式在意味着资产干净的同时，也往往意味着价格低廉。

四川信托曾逃过一劫

青岛凯悦中心项目之所以能成为信托业内最著名的 “烂尾” 项目，在于该项目在运作期间，发生了第二家信托公司发行信托产品接力，却又因遭到发行渠道的集体抵制而终止的戏剧性变化。

2011年9月，中融·青岛凯悦信托计划存续期进入第11个月，按照合同约定，中融信托有权于当年10月份，即该信托计划满12个月时，要求开发商兑付并提前结束信托计划。

就在提前兑付进入倒计时之际，信托发行市场上蹿蹿地出现了一款由四川信托发行的 “川信·青岛凯悦” 信托计划，该信托的募集期为2011年9月13日~2011年10月13日，募集期限恰好与中融产品的可退出期接近。

在资金投向上， “中融·青岛凯悦” 注明是 “用于凯悦置业正在进行的 ‘青岛凯悦中心项目’”，项目所在地为 “青岛市市南区燕儿岛路8号、10号”。 “川信·青岛凯悦” 的项目书则注明资金用于青岛凯悦集团持有的 “凯悦中心所有未售房产” 收益权，第三方理财机构的一份项目调查显示，此 “凯悦中心” 正位于青岛市市南区燕儿岛路8号、10号。

由此可见两款信托产品均是投资于同一处房地产项目—— “青岛凯悦中心”，也即目前被山东高院强制拍卖的标的资产。

正是因为 “川信·青岛凯悦” 在资金投向上的蹊跷，引发了销售渠道的强烈质疑。曾接触该信托产品的某第三方理财机构人士对记者表示，这款产品相当于借新债还旧债，并且当时项目的现金流已经出现问题，银行与一些规模较大的第三方理财机构均

不愿承接此项目。

因渠道的抵制，2011年10月中旬，四川信托在其官方网站上表示， “因川信·青岛凯悦涉及房地产业务，为响应国家对房地产的调控政策，该公司决定不成立该项目信托计划。” 但从随后四川信托的展业情况看，这一解释却很难站住脚。根据该公司网站显示，仅在2012年一季度，该公司就集中发行了超过10款涉及房地产的信托产品。

不过，从现在的情况看， “借新还旧” 戏剧性未遂的结局，反而让四川信托得以悬崖勒马，逃过一劫。否则，信托的延期兑付乃至不能本息完整兑付，都将对信托公司声誉造成重大影响。

据上海某信托人士告诉记者，一直到今年年初时，青岛凯悦的项目运作方仍试图为融资救赎做最后的努力，据说也曾经找过房地产私募基金及部分大开发商，但最终也无法挽回资产被司法拍卖的厄运。

击鼓传花者的警钟敲响

青岛凯悦项目一度试图进行的 “资金接力”，在今年的房地产信托兑付高峰期间，并非孤例。

在不少地产私募基金、资产管理公司以及部分信托公司看来，抄底房地产

信托将是捕捞中国房地产的投资机会和创富机会。

新华信托某人士认为， “各路资金接盘房地产信托，就是觉得有利可图。因为在市场供求不旺的情况下，多数房地产信托面临的更多是时点上兑付的问题，即销售回款未达预期，需要更长时间募集还款资金。”

据介绍，在第三方资金进行接盘时，房地产信托并未结束，而是由第三方向信托公司偿付到期产品的本金和利息，再委托信托公司对项目进行1~2年的展期。展期期间，顺利的话接盘方将获得超出市场平均水平的回报。

例如开发商通过信托项目的融资成本约16%~17%，而第三方接盘时，融资利率一般会达21%~22%，资质较差的项目甚至会更高。

咨询公司安邦智库的分析报告认为，对于抄底资金来说，抄底者赌的是政府换届产生 “政策落差” 带来的高额回报，目前楼市正处于一个非常敏感的时期，看空者有之，看多者同样有之。

不过，这仅是对赌者的逻辑。另一种更为贴近现实的逻辑是，第三方接盘房地产信托很可能只是把风险后置，并没有降低房地产信托的风险，反而是进一步提高融资成本而导致的更高风险。

兴业信托：做行业领先的综合信托服务和投资管理提供商

证券时报记者 张伟霖

作为银行系信托公司，兴业信托现阶段的整体发展布局已经更为明晰。按照兴业信托副总裁司斌的话来说，兴业信托的目标就是建立多元化的业务线条，发挥综合化经营优势。而这也是在总结兴业信托前身——联华信托过往经验教训的基础上，重新摸索出来的一条发展之路。

华丽转身

兴业信托的前身是2003年成立的联华信托，在兴业银行对其重组前，已有7年的发展历程。当时联华信托的业务创新主要体现在房地产信托上，业务线条略显单薄。

2009年兴业银行入主联华信托时，联华信托处于重新调整发展战略的十字路口，而整个信托行业却正借助4万亿的刺激政策步入腾飞之路。截至2009年末，共计5家信托公司资产规模突破千亿元，在全国54家信托公司中，联华信托在资产规模上居于后列，管理资

产仅过百亿元。

直至公司股权重组后，兴业信托才借助大股东的力量，迅速调整战略，焕发了活力。

2011年，兴业银行受让新希望集团等公司持有的联华信托股权，以56.08%的比例绝对控股，并将其更名为兴业信托。凭借兴业银行的客户优势和项目资源，兴业信托的信托业务成倍增长，同时带来了公司利润的激增。

2009年，兴业信托的净利润只有0.38亿元，2010年增至0.76亿元，翻了一番；2011年，净利润暴增至2.04亿元，已经是2009年的5.4倍和2010年的2.7倍。收入结构中，增长最多的当属手续费及佣金项目，2009年手续费及佣金净收入只有0.55亿元；2010年则刚过亿元，为1.05亿元；而2011年，则在2010年基础上增加了313%，达到4.34亿元。目前兴业信托的手续费及佣金收入中95%来自于信托业务收入，所管理信托资产近2500亿元。

市场整体回调 艺术品信托遭遇滑铁卢

证券时报记者 张伟霖

经历了2010年及2011年发行的大幅增长后，艺术品信托发行增速今年出现了较大回落。有观察人士认为，今年艺术品信托卷入多起重大案件，对艺术品信托的声誉造成了一定程度影响，此外也因艺术品市场整体行情的走弱，预计信托产品的发行市场将在较长一段时间持续低迷走势。

成立规模跳水

用益信托近日发布的三季度艺术品信托市场报告指出，三季度艺术品信托发行遭遇滑铁卢。2012年三季度仅有2家信托公司参与3款艺术品信托产品的发行，融资规模仅为1.62亿元。与今年二季度相比，产品数量减少4款，发行规模环比下降74.31%，下降幅度较大。而与去年同期相比，下降趋势更为明显，其中产品数量同比下降80%，资金规模大降89%。

业界普遍不看好艺术品信托市场的短期走势，一方面由于艺术品市场整体行情的疲软；另一方面则因今年上半年艺术品市场的多起“案发”，令信托公司心存忧虑。

据AMMA组织的艺术市场信心度调查显示，2012年三季度市场对艺术品未来价格走向并不乐观，参与调查人群中仅有21.43%比例认为艺术品价格未来3个月里会上涨，这一比例与年初调查结果类似；超过45%被调查者认为价格会下降。另一组数据也体现了艺术品市场的低迷：雅昌艺术市场检测第三季度作品上拍数量为113394件，比去年同期减少了24252件；成交总量为49948件，比上季度减少了14765件。

今年上半年艺术品市场案件频

发，涉及国内多款艺术品信托产品。其中以媒体报道的以下两起案件最引市场关注：农行前副行长杨琨被查并牵出艺术品信托玩家王耀辉；北京邦文董事长黄宇杰巨额逃税进而将民生银行品牌部前总经理何炬星拉下马，案件频出使得部分第三方渠道及投资者对艺术品信托产品的关注有所降低。

3款产品提前兑付

作为信托市场近年来逐渐崛起的新品种，信托公司在艺术品信托上创新的同时同样引来诸多争议。外界除了对艺术品估值体系不完善的担忧之外，亦包含对艺术品信托退出机制的争辩。经过前两年艺术品信托的爆发之后，部分产品的到期日已经逐渐临近，能否全身而退已成为信托公司不得不面对的问题。

根据用益信托发布的数据显示，2012年三季度共有3家信托公司参与清算了5款产品，其中2款为到期清算，而另外3款为提前终止。提前终止的3款产品中，国投信托发行的 “国投飞龙艺术品基金” 系列8号和15号均提前半年清算；中泰信托发行的 “恒大艺术品投资基金” 提前1年清算。

一般情况下，项目提前清算有三种原因，一种是项目提前实现预期收益；另一种情况是项目融资方出于自身融资成本考虑或其他原因，不需要继续通过信托融资从而提前结束计划；第三种是项目在运行过程中存在到期兑付风险，信托公司出于资金安全考虑而提前结束计划。

用益信托分析师颜玉霞认为，2012年四季度的宏观经济表现不会有太大的波动，而艺术品市场本身仍处在相关政策变动及相关案件在查的影响下，预计接下来的时间艺术品信托市场将依旧冷清。

部分艺术品投资集合资金信托计划存续及收益情况					
产品名称	产品状态	产品期限	最高收益率	发行机构	发行日期
鼎鑫9号3期(泰山文化)	在售	24月	9%	山东信托	2012-09-20
鼎鑫2号(卓雅版画)	在售	24月	--	山东信托	2012-05-29
邦文1号艺术品投资基金	在售	24月	10.5%	中泰信托	2012-05-17
博建二期艺术品投资	执行	24月	12%	长安信托	2011-12-20
宝源1号(它山艺术品投资基金一期)	执行	24月	12.5%	新华信托	2011-11-28
中债大观泰山石1号艺术品投资基金	执行	36月	12%	中信信托	2011-09-21
证大艺术品投资基金	执行	24月	11%	中泰信托	2011-09-16
天盾191号近代陶瓷艺术品投资	在售	18月	9%	中航信托	2011-09-07
天盾203号近现代陶瓷艺术品投资	执行	18月	9%	中航信托	2011-09-04
龙藏1号艺术品投资基金	在售	5年	12.125%	中信信托	2011-08-25
博建一期艺术品投资	执行	24月	10.5%	长安信托	2011-08-09
艺术品投资基金	执行	24月	10%	长安信托	2011-07-1
宝麟一号艺术品投资	执行	24月	10.5%	北京信托	2011-03-08

数据来源：用益信托网 吴比较/制图



信托公司巡礼