

21世纪经济报道记者朱英子 北京报道

当信托公司越来越多的房地产项目逾期并“兜不住”时，房间里的大象开始被提起。

近日，有投资者向21世纪经济报道记者反映，其购买的“中建投信托·安泉544号（阳光城杭州）集合资金信托计划”（下称“安泉544号”）于2020年8月21日成立，在今年2月21日到期后未能兑付，已进入延长期，目前存续规模为3.65亿元。

对此，中建投信托5月19日向记者书面回复称：“阳光城（000671.SZ）方面向中建投信托反馈，受宏观经济形势和行业调控政策影响，其销售下滑、融资难度加大，面临较大的流动性压力，导致无法正常履行合同义务。公司正与企业持续展开沟通，加强催收力度，维护投资者的利益。”

这并非其首个涉阳光城的信托计划逾期。据多位投资者反映，2021年底至今，中建投信托已有3个相关集合信托计划因逾期未兑付而进入6个月延长期，涉及存续规模达18亿元，而这些信托计划的融资模式都有一个共同点：用款项目和抵押项目不一致，也被称为“错位抵押”。

5月19日，21世纪经济报道记者多方采访获悉，“错位抵押”是信托公司开展房地产信托业务较为常见的操作方式，主要在用款项目价值与融资额不匹配或者用款项目已经被抵押的情况下，亦有信托公司以此模式来规避监管政策。

某头部信托公司风控部人士向21世纪经济报道记者表示，“错位抵押”属于正常操作，但从风控效力层面来看，特别是执行阶段可能会遇到困难。

## 还款来源管控错位

早在安泉544号到期当日，便有机构投资者微光股份（002801.SZ）发布其购买的该信托计划进入延长期的公告。

5月19日，21世纪经济报道记者从投资人处获得的信托合同和信托计划说明书显示，安泉544号的借款人为杭州碧光房地产开发有限公司，共同还款人和抵押人为蚌埠光旭房地产开发有限公司（下称“蚌埠光旭”），用款项目为借款人在杭州下城区三塘单元544C0502-R21/B1/B2-52地块上开发建设的房地产项目。借款人和抵押人均阳光城间接控股的全资子公司。

在增信措施方面，抵押项目为蚌埠光旭持有的权证编号为“皖（2019）蚌埠市不动

产权第0044462号”的土地使用权，于2019年通过招拍挂方式取得，出让价为5.07亿元；质押物为蚌埠光旭100%股权，对应注册资本1000万元（已实缴）；保证人为阳光城。

合同中载明，为增加对信托财产运用方式的管控，该信托计划采取两大管控措施：一是销售回款沉淀措施，抵押人应按照交易文件约定沉淀抵押物项目销售回款资金；二是资金监管措施，受托人委托招商银行合肥分行作为该信托计划监管银行，对借款人使用贷款资金进行监管。

从合同中的风控手段可以看出，其中并未提及对借款项目的销售回款资金进行管控，而是将抵押物项目的销售回款资金作为重要还款来源。

为什么会出现这样的情况呢？

信托合同在风险揭示中载明，根据公开信息，用款项目土地使用权已抵押给国通信托，为国通信托发行的“东兴580号阳光城杭州未来悦项目特定资产收益权集合资金信托计划”项下“杭州未来悦项目”特定资产收益权的回购义务提供抵押担保。国通信托对用款项目土地使用权的评估价值为15.9亿元，抵押率不超过75%；借款人的100%股权亦已质押给国通信托。

然而，在安泉544号认购期间，中建投信托理财经理发给投资人的推介书及审批会汇报PPT上则明确提到，交易对手要按月提供用款项目的销售备案数据，当用款项目已售总面积/可售总面积=85%时，需提前偿还全部信托贷款本息。