

# 信托周刊

第 108 期（总第 118 期）

2013 年 05 月 21 日

[www.TrustWeek.com](http://www.TrustWeek.com)

统稿：信泽金

审校：王 杨

责编：侯 南

trustweek@msn.com



## 目录

■ 资产金融研究 .....	3
资产证券化信托业务的内部控制、组织结构和岗位设置 .....	3
企业资产证券化案例：商业地产物业租金收益资产支持受益凭证专项资产管理计划 .....	6
资产证券化的基础资产“独立性”和“破产隔离”等热点问题探讨 .....	14
基于浦东建设资产证券化案例的融资财富效应研究 .....	16
资产证券化在集团财务公司的实务运用 .....	19
■ 私募基金研究 .....	21
有限合伙基金“单边协议”的私募投融资实践、效力和风险 .....	21
■ 资产估值研究 .....	27
LD 房地产开发有限公司股权转让价值评估案例分析 .....	27
带租约的经营性房地产之估价探讨 .....	29
集体房地产的抵押价值评估 .....	30
城市房地产的拆迁补偿评估 .....	32
房地产抵押评估的热点问题探讨 .....	35
房地产评估与金融风险防范 .....	37
■ 金融资管培训 .....	38
信泽金成功举办“房地产和基础设施项目的信托融资尽职调查实务培训” .....	38
泛资产管理行业的金融资源整合与信托投融资业务创新实务论坛 .....	39
金融市场和实业项目的资产证券化实务操作前沿培训 .....	42
信泽金“浓情五月”客户感恩回馈活动 .....	44

### 泛资产管理行业的金融资源整合与信托投融资业务创新实务论坛【G69】

2013年05月25-26日·北京

- 这是金融实务圈的一次高端聚会；
- 这是泛资产管理行业的一次前沿研讨会；
- 这是大额项目投融资市场的一次金融资源整合对接会；
- 这是国内金融创新前沿的一次“信息交流+人脉拓展+资本对接”的专业论坛；
- 这是信泽金“整合”各类资产管理机构在“资金”与“资产”之间进行高端合作的一次难得机会！

联系方式：010-64363798

E-mail: xinzejin2013@163.com

[详细情况请浏览本期周刊第39页](#)

## ■ 资产金融研究

# 资产证券化信托业务的内部控制、组织结构和岗位设置

来源：《金融信托投融资实务与案例》（信泽金智库系列丛书之二）

### 一、内部控制

“受托管理内部控制”是指T信托公司以受托机构身份参与信贷资产证券化业务时，为实现合法合规和审慎管理，防范操作风险<sup>1</sup>、法律风险<sup>2</sup>、声誉风险<sup>3</sup>和其他风险，应采取内部控制的要求、机制和方法。

T信托公司针对信贷资产证券化受托业务，应制定内部控制和风险管理的目标、规范、程则和方法；充分考虑法律法规、监管、技术、财务、经营和参与方等因素；从公司治理、内部控制、规章制度、组织结构、岗位和人力资源配置、信息系统配置、风控合规体系等方面，全面持续地进行风险的识别、衡量和控制，对风险管理的效能进行评价，从而保证风险管理的有效性。

T信托公司“信贷资产证券化受托管理内部控制”的内容主要包括两个方面：一是确保信贷资产证券化受托财产的独立性，通过组织结构、岗位职能和业务操作规程的安排，维护委托人和受益人的最大利益；二是在受托过程中，通过流程设计、过程监督和事后评价等环节，减少法律政策风险、操作风险、道德风险等可能会对受托财产造成损失的可能。

T信托公司应当根据信贷资产证券化受托规模、管理复杂程度及受托管理所面临的各类风险，在信贷资产证券化受托管理业务流程中设置信贷资产证券化业务咨询、市场营销、尽职调查、受托管理、会计核算、内部审计、信息披露、信息支撑系统管理等岗位。

在信托合同有效期内，T信托公司若发现作为信托财产的信贷资产在入库起算日不符合信托合同约定的范围、种类、标准和状况，应要求发起机构赎回或置换。

在未增加资产支持证券风险的前提下，T信托公司对于受托财产的现金管理应在信贷资产支持证券发行前与发起机构共同确定合格投资（现金投资政策和战略资产配置方案），合格投资须在特殊目的信托合同中予以体现。

T信托公司应建立信贷资产证券化业务风险要素量化指标体系，保证内部控制工作的系统性、科学性、客观性和可操作性。

T信托公司应当有符合标准的计算机机房、设备、网络等硬件设施，有安全、高效、适用的应用软件管理系统，以满足内部控制工作的需要；同时，应统一信贷资产证券化运作有关当事人信息系统之间的电子数据接口标准（例如数据内容、数据格式、传输方式等）。

T信托公司的信托会计核算人员应随时检查、核对资金的划入和划出情况，检查是否按时、足额到达指定的账户，核对贷款服务机构、资金保管机构及其他各方数据是否相符；同时，内部审计部门负责对信贷资产证券化受托管理内部控制的执行情况进行检查、评价和报告。

根据各责任人履行相关职责发生差错的性质、对T信托公司实际造成损失的大小等分别认定为特级事故、一级事故、二级事故、三级事故。对发生事故的处罚具体依照T信托公司《管理事故处罚办法》执行。如果触及刑事犯罪的，移交司法部门处理。

<sup>1</sup>操作风险是由于信托公司治理、内部控制失效，有关责任人失误、欺诈、未能及时做出反映而导致信贷资产证券化业务财务损失，或使其利益在其他方面受到损失的可能性。

<sup>2</sup>法律风险是指信贷资产证券化的信托方案、信托合同及有关文件、信托执行等不符合国家法律、行政法规或政策，导致信托公司和有关参与方不能执行信贷资产证券化信托；或者，特定信托行为缺乏法律法规保障或政策支持，受到有关机构的处罚，从而使信托公司受到损失的可能性。

<sup>3</sup>声誉风险是由于信托公司不能按照约定提供适当的服务，导致信托客户解除、终止或不再续订合同，从而使信托公司受到损失的可能性。

## 二、组织机构图

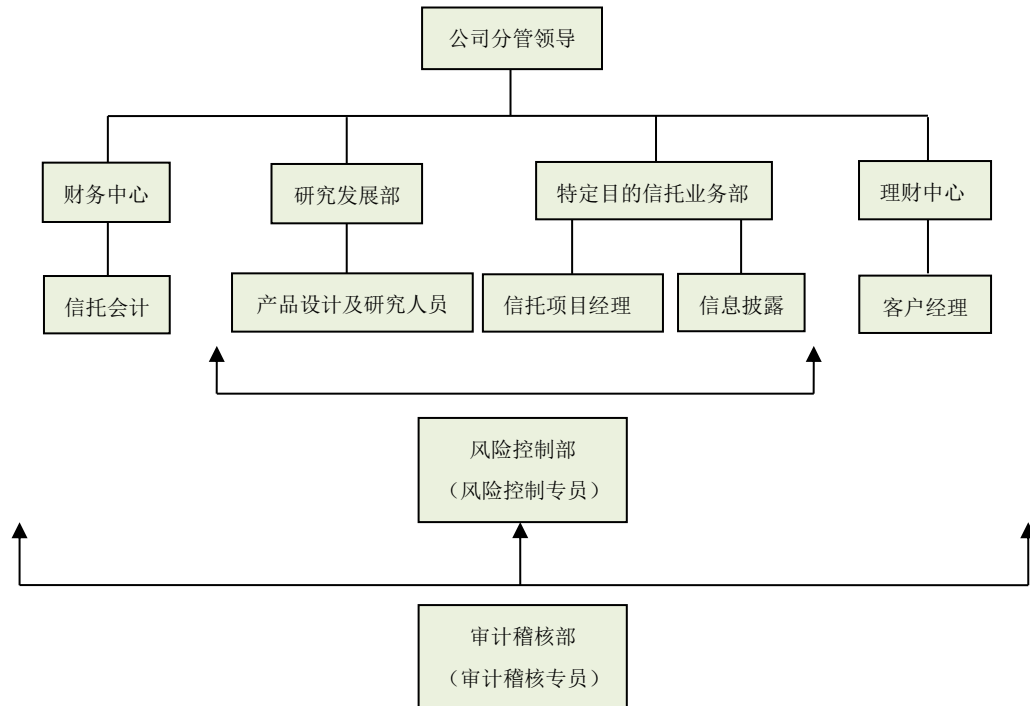


图 1：资产证券化业务的组织机构图

## 三、岗位职责描述

表 1：资产证券化业务的主要岗位职责描述

重点岗位	主要职责
公司分管领导	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 全面负责信贷资产证券化受托业务。</li> <li>2. 负责信贷资产证券化受托业务发展的战略规划。</li> <li>3. 负责公司信贷资产证券化受托业务的各项管理制度及工作流程的建设与完善，并监督其实施的情况。</li> <li>4. 负责对信贷资产证券化项目立项的合法、合规进行审批。</li> <li>5. 担任资产证券化业务评标委员会和投资评审委员会委员，参与中介服务机构的选择评标，以及信贷资产证券化项目的评审工作。</li> <li>6. 负责信贷资产证券化受托业务工作岗位及人员的安排，并对其下属成员的具体工作进行指导、监督和评估。</li> <li>7. 负责信贷资产证券化受托业务中各部门人员的组织、协调工作。</li> </ol>
信托会计	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 负责信贷资产证券化业务中的信托会计基本事务，包括但不限于相关信托账户的开设以及管理、资金管理、账务处理、计算、分配信托本金及收益等。</li> <li>2. 为信托财产编制会计报表等。</li> </ol>
信托项目经理	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 负责信贷资产证券化项目的尽职调查和可行性分析。</li> <li>2. 负责信贷资产证券化各中介服务机构的初选工作。</li> <li>3. 负责信贷资产证券化项目中各类合同的拟订工作。</li> <li>4. 负责组织资产支持证券的发行和交易工作。</li> <li>5. 负责特定目的信托财产的管理工作。</li> <li>6. 负责监督、协调贷款服务机构和资金保管机构的工作。</li> </ol>

	<p>7. 编制《受托机构报告》。</p> <p>8. 信托财产收益支付的间隔期内对信托财产收益进行投资管理。</p> <p>9. 组织特定目的信托终止清算工作。</p>
<b>产品设计 以及研究人员</b>	<p>1. 掌握信贷资产证券化的政策法规、市场、产品和技术方法的最新发展动向，为业务开展提供研究支持。</p> <p>2. 负责信贷资产证券化产品的方案设计。</p> <p>3. 负责信贷资产证券化产品的人员培训。</p> <p>4. 协助项目经理拟订信贷资产证券化项目中的各类合同。</p>
<b>信息披露专员</b>	<p>1. 负责按时收集、核对贷款服务机构、资金保管机构等证券化服务机构提供的《贷款服务报告》、《资金保管报告》等服务报告。</p> <p>2. 根据监管部门的相关披露要求，将经过公司审核的信息披露文件及时提交给信息发布部门（理财中心）。</p>
<b>客户经理</b>	<p>1. 对投资者的需求及证券市场运行情况进行跟踪和调研，为信贷资产证券化产品的方案设计提供必要信息支持。</p> <p>2. 对外发布有关信托财产和资产支持证券的信息。</p> <p>3. 为投资者提供咨询等相关服务。</p>
<b>风险控制专员</b>	<p>1. 负责组织对特定目的信托项目的合法性、合规性进行立项审查。</p> <p>2. 负责组织对特定目的信托项目就法律、财务、产品设计、宏观政策及行业等方面所存在的风险进行评估和揭示，出具《项目风险揭示报告》。</p> <p>3. 负责组织检查特定目的信托项目的后期运作情况，检查信托业务部门的项目后期管理工作，对发现的风险情况及时予以揭示。</p> <p>4. 负责组织对项目后期管理事项变更及风险处置措施进行审核、评估并监督落实，并出具项目相关风险评估报告。</p> <p>5. 负责特定目的信托项目的相关法律事务工作，组织审核合同文本以及其他相关法律文件。</p>
<b>审计稽核专员</b>	<p>1. 负责特定目的信托项目的相关财务审计工作。</p> <p>2. 负责检查、评价特定目的信托项目内部控制制度的健全性和有效性，并督促各部门对内部控制制度进行修订和完善。</p> <p>3. 负责监督特定目的信托项目的规范运作，并检查信托项目的后续管理工作。</p>

【王巍主编：《金融信托投融资实务与案例》（信泽金智库系列丛书之二），经济管理出版社，2013年1月第一版。】

「领先、实用、专业的资产证券化培训」

## 金融市场和实业项目的资产证券化实务操作前沿培训【G70】

2013年5月29-30日 (周三、周四) 上海

- 一、资产证券化的真实案例解析与变通模式探讨
- 二、资产证券化的实践解析以及信托视角的实务热点问题探讨
- 三、信托和券商开展资产证券化业务的实务操作法律问题
- 四、保险资金投资运用与保险资产证券化实务探讨

预约邮箱：xinzejin@yeah.net

咨询热线：010-64332722

# 企业资产证券化案例：商业地产物业租金收益

## 资产支持受益凭证专项资产管理计划

信泽金研发中心 王杨（编校）

**要点提示：**企业资产证券化是区别于股票、债券的一种直接融资方式，在国内金融实践中特指一种具有“固定收益产品性质”的资产管理业务——即证券公司以专项资产管理计划为特殊目的载体，以计划管理人身份面向投资者发行资产支持受益凭证，按照约定用受托资金购买原始权益人能够产生稳定现金流的基础资产，将该基础资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务。本案例是以“特定组合的商业地产物业租金收益”作为基础资产的企业资产证券化实务案例，旨在帮助银行贷款“渠道、规模和审批受限”的大型实业类企业集团通过“资产支持受益凭证”这一金融产品实现表外融资，即通过证券公司的资管业务将大型实业类企业集团能够产生稳定现金收入的优质资产（商场租金收益）独立出来，以该资产为基础发行受益凭证，投资者收益来源于基础资产产生的现金收入以及担保人（原始权益人）的现金补足，由此完成资产“证券化”的创新融资。

### 一、项目概况

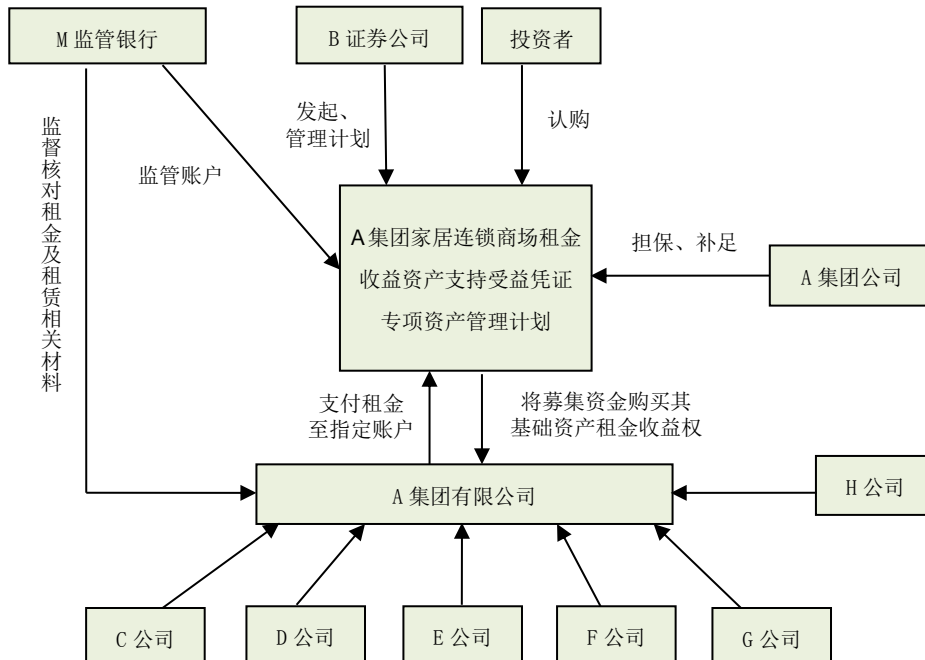
计划名称	A集团商场租金收益资产支持受益凭证专项资产管理计划
基础资产	A集团公司受让其下属连锁经营机构的基础物业
管理人	B证券公司
计划规模	总规模X亿元
监管银行	M银行
资金运用方式	B证券公司将募集资金全部用于购买A集团公司（其下属连锁经营机构包括：C家具广场有限公司、D家具装饰城有限公司、E家具有限公司、F家居生活广场经营管理有限公司、G家具装饰有限公司）的基础资产，取得租金收益权，A集团有限公司获取募集资金；A集团有限公司将计划租金收益权项下的租金收入按约定支付至专项计划账户，B证券公司向受益凭证持有人按照计划的约定支付收益。
还款来源	基础资产的租金收入

### 二、风险控制措施

1	本次专项计划由原始权益人（A集团公司）进行补足，并由A集团公司进行担保，A集团公司已经同意本次专项计划制定的回售及赎回等有关安排。
2	B证券公司和M监管银行监督核对A集团公司及下属公司的租金收入收款情况和划款情况及全部资料。
3	B证券公司有权或者有权委托审计机构于每季度结束后或者随时对专项计划账户实收金额和M银行提供的收款账户现金收入数据及划款凭证，与A集团有限公司和C、D、E、F、G公司提供的相关资料的真实性、一致性、准确性进行审核。
4	自计划成立日起，未达到相应商铺前一年租金标准的拟新签或续租的租赁协议签署之前应提交B证券公司审核。如最终签署的租赁协议的租金标准不符合要求，A集团有限公司负责补齐租金的差额。
5	H公司与M银行签订《监管协议》，并在M银行开立账户用于存放在计划存续期内收到的出租【XX店】的租金收入，若每季度结束后该季度C、D、E、F、G公司实际收到的租金收入少于该季度实际发生的租金，则在H公司账户冻结金额等于实际收到的租金与实际发生的租金之间的差额的资金，若每一租金期间结束后，C、D、E、F、G公司实际收到的当期租金期间的租金收入少于该租金期间实际发生的租金，则H公司以冻结的资金代欠缴租金或者因租金支付期尚未届满尚未缴纳租金的承租人支付在租金期间应缴纳的租金，并将相应款项划入收款账户。
6	收款账户的监控：A集团有限公司保证在计划存续期内，非经B证券公司同意，收款账户均不得变更、撤销，并保证采取适当及合理措施（包括但不限于提供担保），确保本计划各收款账户不会出现被司法查封、销户、冻结及其他不能履约划转款项的情形。未经B证券公司和M银行一致书面同意，在每一划款周期内，A集团有限公司不得使用任何收款账户进行任何其它结算业务。
7	A集团有限公司保证协议签署生效之前以及在本计划存续期内均不存在对该等租金收入的收益权的转让或质押，在该等租金收入的收益权

	之上不存在任何质押或者其他第三方权益等权利限制的情况。
8	C、D、E、F、G公司保证协议签署生效之前以及在本计划存续期内均不存在对该等租金收入收益权的转让或质押，在该等租金收入收益权之上不存在任何质押或者其他第三方权益等权利限制的情况。

### 三、交易结构图



### 四、核心协议

A 集团家居连锁商场租金收益资产支持受益凭证专项资产管理计划资产买卖合同

目录	
第一条：释义	定义
	其它定义
第二条：本协议之目的	
第三条：基础资产转让及其价款	基础资产转让
	转让价款
第四条：基础资产交付	租金收入收益权的取得
	现金资产转移
第五条：募集资金购买基础资产	转让价款的支付
	支付先决条件
第六条：租金收入收益权现金收入的划付	划付先决条件
	划付金额
	乙方划付授权
	收入划付
第七条：担保	
第八条：风险控制	监督
	乙方及丙方的风险监控
	信息披露义务
	各收款账户的控制
	回访

第九条：保证与承诺	甲方的保证与承诺
	乙方的保证与承诺
	丙方各公司的保证与承诺
第十条：费用	
第十一条：违约责任	一般违约责任约定
	具体约定
第十二条：不可抗力和意外事件	不可抗力事件的应对
	风险承担
第十三条：保密义务	一般保密义务
	保密期限
第十四条：法律适用和争议的解决	法律适用
	争议的解决
第十五条：合同变更与解除	
第十六条：合同生效与终止	本协议的生效条件
	不生效和终止
	可分割性

签署协议的各方主体	
甲方	B证券有限责任公司（代表计划）
乙方	A集团有限公司
丙方一	C家具广场有限公司
丙方二	D家具装饰城有限公司
丙方三	E家具有限公司
丙方四	F家居生活广场经营管理有限公司
丙方五	G家具装饰有限公司
丁方	H家具建材广场有限公司

备注：丙方一至丙方五合称时，称为“丙方”或“丙方各公司”。丙方各公司均为按中华人民共和国法律法规成立并合法存续的公司法人，持有合法有效的企业法人营业执照；具有承担完全民事行为能力的能力。

鉴于：

（一）甲方系一家依法成立且经中国证券监督管理委员会核准的具有从事客户资产管理业务资格等专业资格的综合类券商，且被中国证券业协会授予创新试点券商资格。

（二）乙方系一家以家居卖场连锁经营为主营业务的企业，在全国多个城市开设了家居连锁商场，各连锁经营商场主要以自有或租赁物业的形式，出租或转租商铺并收取租金。丙方各公司和丁方即属于乙方下属的连锁经营机构，乙方作为丙方各公司的控股股东，直接持有丙方各公司的股权以及丁方的股权。

（三）乙方拟购买丙方各公司一定期间的租金收入的收益权。

（四）甲方拟设立“A集团家居连锁商场租金收入收益权资产支持受益凭证专项资产管理计划”（以下简称“本计划”），并作为本计划的管理人，已制作本计划之《A集团家居连锁商场租金收入收益权资产支持受益凭证专项资产管理计划受益凭证募集说明书》。

（五）甲方为本计划的管理人，为本计划之利益行使本协议约定的权利和履行本协议约定的义务，并有权按本协议的约定将募集资金用于购买约定的基础资产。

（六）双方已根据各自公司章程规定的权限和程序，获得并互换了各自公司同意签署本协议的合法有效的文件。

甲、乙、丙各方本着真诚合作、平等互惠的原则，依照《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国信托法》、《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《中华人民共和国商业银行法》、《证券公司客户资产管理业务试行办法》、《商业银行中间业务暂行规定》、



《证券公司管理办法》等法律、行政法规和中国证监会的有关规定，就甲方使用募集资金购买约定的基础资产、执行本计划等相关事宜，经友好协商一致，依法达成本协议，以资共同信守。

第一条 释义	1.1定义：就本协议而言，除非上下文另有要求，特定词语应具有特定的含义。 1.2其它定义：除非另有约定，本协议中未定义的词语或简称与《募集说明书》或其他计划文件中相关词语或简称的含义相同。
第二条 本协议之目的	甲方按本协议的约定将募集资金全部用于购买乙方的基础资产，取得租金收益权，乙方获取募集资金；乙方将计划租金收益权项下的租金收入按约定支付至专项计划账户，甲方向受益凭证持有人按照本计划的约定支付收益。
第三条 基础资产转让及其价款	3.1基础资产及基础资产的转让 3.1.1本计划基础资产项下所涉及的丙方各公司出租物业（以下简称“基础物业”）范围如下：C家具广场有限公司（即丙方一），可租面积40000平方米；D家具装饰城有限公司（即丙方二），可租面积50000平方米；E家具有限公司（即丙方三），可租面积60000平方米；F家居生活广场经营管理有限公司（即丙方四），可租面积30000平方米；G家具装饰有限公司（即丙方五），可租面积20000平方米；可租面积合计200000平方米。 3.1.2本协议项下的基础资产是指【在计划存续期内，丙方各公司分别转让给乙方，由乙方集中持有的在本计划存续期内丙方各公司出租基础物业而在计划成立之日起每十二个月产生的全部租金收入的收益权。本计划受让后，转变为计划租金收入收益权。】 3.1.3丙方各公司应按照国家协议的规定分别向乙方出售，乙方应向丙方各公司购买各基础资产计划存续期内自计划成立之日起十二个月的租金收入的收益权； 3.1.4乙方应按照国家协议的规定向甲方出售，甲方应向乙方购买本计划的基础资产。 3.2转让价款 3.2.1丙方各公司向乙方出售第3.1.3项约定的租金收入收益权的价款分别为人民币【】万元、【】万元、【】万元、【】万元、【】万元。 3.2.2乙方向甲方转让基础资产的价款为人民币【】亿元。
第四条 基础资产交付	4.1租金收入收益权的取得 4.1.1自本计划成立之日起，甲方为计划之利益代表本计划享有本计划之各期租金收益权。 4.1.2计划存续期内，丙方各公司应依本协议的约定，将其当期全部租金收入划付至乙方开立的相应收款账户；乙方应依本协议约定，向专项计划账户划付租金收益权项下的租金收入（即计划租金收入）。 4.2现金资产转移 4.2.1丙方各公司按本协议约定将租金收入划入或者存入收款账户，该笔款项即成为乙方资产。 4.2.2乙方按本协议约定将租金收入由收款账户划入专项计划账户，该笔款项即成为计划资产，甲方基于计划资产向受益凭证持有人按照本计划的约定支付收益。
第五条 募集资金购买基础资产	5.1转让价款的支付 5.1.1乙方向丙方各公司另行约定基础资产转让价款的支付。 5.1.2以满足下列第5.2款约定的条件为前提，甲方应于基础资产购买日（T日）以银行转账方式一次性将募集资金人民币【】亿元从专项计划账户划入乙方指定的自有账户（所发生的银行费用由甲方承担）以购买基础资产。 5.2支付先决条件 5.2.1甲方已获得为其履行本协议项下义务所需的全部同意、批准，包括但不限于中国证监会对本计划的批准或无异议意见以及甲方签署本协议及本计划基础资产买卖合同的内部授权文件。 5.2.2本计划已经依法成立。 5.2.3甲、乙、丙各方已经签署了本协议及其他相关的计划文件。 5.2.4乙方、丙方各公司均已收到或获得了其履行本协议项下各项义务所需的全部批准、同意。
第六条 租金收入收益权现金收入的划付	6.1划付先决条件 以满足下列条件为前提，乙方应按约定将其各收款账户的资金划转入专项计划账户。 6.1.1本计划已经成立。 6.1.2甲、乙、丙各方已经签署了本协议及其他相关的计划文件。 6.1.3乙方已经收到甲方按上述第五条约定从专项计划账户划入乙方指定的自有账户的募集资金。

	<p>6.2划付授权</p> <p>6.2.1丙方各公司应根据本协议的约定，不可撤销地授权各监管银行或者异地划款银行，在本协议约定的划款期间的每个工作日，将丙方各公司收到的租金收入划入或者存入划款账户，而无须丙方各公司发出任何划款指令。</p> <p>6.2.2乙方应不可撤销地授权各监管银行或者异地划款银行，在本协议约定的划款期间的每个工作日，将丙方各公司划入或者存入乙方收款账户的租金收入划转入专项计划账户，而无须乙方发出任何划款指令。</p> <p>6.2.3丙方各公司和乙方应于本协议签署的同时，签署附件所列之《授权及承诺书》向监管银行或者异地划款银行进行授权。</p> <p>6.2.4于本协议签署的同时，乙方应与监管银行或者异地划款银行就乙方收款账户及其资金的监管签订《监管合同》。</p> <p>6.3收入划付</p> <p>6.3.1乙方有义务在各监管银行或者异地划款银行处开立收款账户。</p> <p>6.3.2丙方各公司应将其基础资产项下的全部租金收入按照本协议约定的划款期间付至乙方开立的相应收款账户，乙方应对丙方的前述划款及支付行为承担敦促和监督义务。</p> <p>6.3.3丙方各公司应在计划存续期内每日【】点之前无条件将当日全部租金收入存入乙方开立的相应收款账户；乙方应在计划存续期内每日【】点之前无条件完成计划租金收入收益权项下的租金收入向专项计划账户的款项划转。如出现不可抗力事件导致暂时不能正常划转的，监管银行应自该不可抗力情形消失之次日将累积的所有未划转款项一并划转入专项计划账户。</p> <p>6.3.4乙方及丙方共同承诺并保证，在计划存续期内，丙方各公司各自全部租金收入能够全部进入收款账户，并能够按照本协议的约定划至计划专项账户。</p>
第七条 担保	<p>7.1 A集团公司为本协议提供担保，担保形式为无条件的不可撤销的连带责任保证。</p> <p>7.2本次专项计划由原始权益人（A集团公司）进行补足，A集团公司已经同意本次专项计划制定的回售及赎回等有关安排。</p> <p>7.3甲方仅需依据已向乙方支付计划募集资金以及依计划文件启动担保的情形已发生的事实，即可要求A集团公司按《担保合同》的约定承担保证责任。</p>
第八条 风险控制	<p>8.1监督</p> <p>8.1.1乙方及丙方各公司履行本协议约定的划款、存款义务时，应接受甲方和监管银行的监督，并为甲方和监管银行核对租金收入收款情况和划款情况提供一切所需之方便。</p> <p>8.1.2乙方及丙方各公司应在计划成立日之后计划存续期内每【】月（以下称“季度”）结束后的三日内或者根据甲方随时提出的要求，向甲方提供该季度丙方各公司租金收取情况的全部相关资料供甲方核查，包括但不限于提供【丙方各公司签订的任何租赁合同及相应开具的收据、发票等任何收款凭证，丙方各公司的全部财务账簿及各类财务原始凭证，以及与监管银行之间的书面及电子往来函件等。】</p> <p>8.1.3计划存续期内，甲方有权或者有权委托审计机构于每季度结束后或者随时对专项计划账户实收金额和监管银行提供的收款账户现金收入数据及划款凭证，与乙方和丙方提供的相关资料的真实性、一致性、准确性进行审核。若租金收取或者资金划转出现异常情况，甲方应及时向监管银行、乙方和甲方各公司了解、调查情况，并采取相应措施。</p> <p>8.2租赁合同监管</p> <p>8.2.1乙方应向甲方或其委托的会计师事务所提供基础物业可出租商铺的详细情况，包括可出租商铺总面积、可出租商铺租金价位的分类标准及上下限金额、商铺分布平面图（含面积及所属价位类别）、已正式签署的所有租赁协议以及其他任何甲方认为需要的经营性资料及数据。</p> <p>8.2.2自计划成立日起，任何拟新签或续租的租赁协议，未达到相应商铺前一年的租金标准的，租赁协议签署之前应提交甲方审核。</p> <p>8.2.3如甲方自主判断认为租赁协议不符合甲方认定的实际应收取的租金标准，丙方各公司应重新与承租人协商。如最终签署的租赁协议的租金标准不符合甲方要求的，乙方应负责补齐租金的差额。</p> <p>8.3丁方补充责任</p> <p>8.3.1丁方应与监管银行签订《监管协议》，并在监管银行开立账户（以下简称“丁方账户”），用于存放丁方在计划存续期内收到的出租【XX店】的租金收入，并授权监管银行对该账户及其资金进行监管。丁方账户可以用于丁方的结算业务。</p> <p>8.3.2丁方保证将【XX店】的全部租金收入存入前述丁方账户。</p> <p>8.3.3丁方不可撤销地授权监管银行在每季度结束后该季度丙方各公司实际收到的租金收入少于该季度实际发生的租金的情况下，在丁方账户冻结金额等于实际收到的租金与实际发生的租金之间的差额的资金，直至丙方各公司在该季度实际发生的租金全部收到。</p> <p>8.3.4于每一租金期间结束后，若丙方各公司实际收到的当期租金期间的租金收入少于该租金期间实际发生的租金，则丁方应以冻结的资金代欠缴租金或者因租金支付期尚未届满尚未缴纳租金的承租人支付在租金期间应缴纳的租金，并将相应款项划入</p>

	<p>收款账户。</p> <p>8.3.5丁方应不可撤销地授权监管银行在每一租金期间结束后，【】日之前，根据甲方的划款指令，将前述代为缴纳的租金划入收款账户，并随后划入专项计划账户。</p> <p>8.4乙方及丙方的风险监控</p> <p>8.4.1乙方和丙方各公司应采取适当及必要的措施对其资产负债率进行控制，在本计划存续期内确保乙方和丙方各公司之资产负债率不高于【】%。在依本协议计算乙方或丙方各公司之资产负债率时，乙方和丙方各公司承担的或有负债（包括但不限于任何担保责任以及承担资金支付义务的承诺）均应作为负债计算在内。</p> <p>8.4.2乙方和丙方承诺在本计划存续期内不主动申请破产。</p> <p>8.4.3在本计划存续期内，乙方和丙方各公司应于其经营活动的重大事项发生时，及时通知甲方。该等重大事项包括但不限于：</p> <p>a. 发生违反本条之第8.3.1项、第8.3.2项约定的情况；</p> <p>b. 各基础物业发生超过资产总额【】%以上的重大损失；</p> <p>c. 基础资产或者各基础物业涉及法律纠纷、担保等重大或有负债，可能影响计划收费收益权；</p> <p>d. 乙方或丙方各公司违反合同约定，损害基础资产及其收益；</p> <p>e. 乙方或丙方各公司的经营方针、经营范围发生重大变化或者作出减资、合并、分立、解散及申请破产的决定，可能影响基础资产的持续经营管理；</p> <p>f. 发生其他导致或可能导致基础资产风险收益状况发生重大变化，或者可能对投资者利益产生重大影响的情况。</p> <p>8.5信息披露义务</p> <p>8.5.1乙方或丙方各公司发生本条第8.3.3项约定的重大事项时，除应向甲方及时、准确、真实、全面通报外，并应配合甲方根据《募集说明书》的约定进行相应信息披露。</p> <p>8.5.2乙方和丙方各公司应根据甲方依据《募集说明书》的约定而不时提出的请求，协助甲方履行《募集说明书》所要求的信息披露义务。</p> <p>8.5.3各方根据SZ证券交易所相关规则和《募集说明书》进行信息披露时，应主动就信息披露的时间安排和内容进行协商，以确保投资者均能公平获得信息。</p> <p>8.6各收款账户的控制</p> <p>8.6.1乙方保证在计划存续期内，非经甲方同意，上述第6.3款约定的乙方授权及本计划各收款账户均不得变更、撤销，并保证采取适当及合理之措施（包括但不限于提供担保），确保本计划各收款账户不会出现被司法查封、销户、冻结及其他不能履约划转款项的情形。</p> <p>8.6.2未经甲方和监管银行一致书面同意，在每一划款周期内，乙方不得使用任何收款账户进行任何其它结算业务。</p> <p>8.7回访</p> <p>甲方在制作每期资产管理报告之前，可对乙方进行回访，乙方应接受并对甲方的回访予以积极的配合。</p>
第九条 保证与承诺	<p>9.1甲方的保证与承诺</p> <p>9.1.1甲方为在中国依法设立并有效存续的有限责任公司，具有拥有其财产及继续进行其正在进行之业务的公司权利和授权。</p> <p>9.1.2对本协议的签署、交付和履行，以及作为当事人一方对与本协议及有关的其他协议、承诺及文件的签署、交付和履行，是在其甲方经营权利范围内的，得到公司内部必要的授权，并且(a)不违反、冲突或有悖于适用于甲方的任何协议、契据、判决、裁定、命令、法律、规则或政府规定；(b)不违反或导致甲方违反其组织性文件或营业执照，或与之冲突；(c)不违反或导致违反甲方签署的或必须遵守的任何协议或文件的条款、条件或规定，或与之冲突；(d)不会导致在甲方财产或资产之上产生或设置任何担保债权或其他索赔，以致严重影响甲方履行本协议的能力。</p> <p>9.1.3甲方应对本协议的签署、交付和履行依法取得现行法律法规所要求的相关审批手续。</p> <p>9.1.4甲方应对本计划的设立依法向中国证监会申报并取得核准或无异议意见。</p> <p>9.1.5甲方应准确、真实地向乙方提供或披露与本计划有关的信息和资料。</p> <p>9.1.6甲方应严格按照本协议的约定处置募集资金，将募集资金从专项计划账户划入乙方指定的自有账户。</p> <p>9.1.7本协议一经由甲方正式签署、生效，即为对甲方有约束力的合同，并可按本协议的条款对甲方申请强制执行，除非上述执行受到会影响债权人权利的破产、资不抵债或其他相关法律的限制。</p> <p>9.2乙方的保证与承诺</p> <p>9.2.1乙方为在中国依法设立并有效存续的有限责任公司，具有拥有其财产及继续进行其正在进行之业务的公司权利和授权。</p>

	<p>9.2.2对本协议的签署、交付和履行，以及作为当事人一方对与本协议及有关的其他协议、承诺及文件的签署、交付和履行，是在其乙方经营权利范围内的，得到公司内部必要的授权，并且(a)不违反、冲突或有悖于适用于乙方的任何协议、契据、判决、裁定、命令、法律、规则或政府规定；(b)不违反或导致乙方违反其组织性文件或营业执照，或与之冲突；(c)不违反或导致违反乙方签署的或必须遵守的任何协议或文件的条款、条件或规定，或与之冲突；(d)不会导致在乙方财产或资产之上产生或设置任何担保债权或其他索赔，以致严重影响乙方履行本协议的能力。</p> <p>9.2.3乙方保证合法受让并拥有基础资产，并保证本协议签署生效之前不存在对该等租金收入的收益权的转让或质押，在该等租金收入的收益权之上不存在任何质押或者其他第三方权益等权利限制的情况，乙方并未承担以租金收入优先向除本计划之外的人进行支付的义务。</p> <p>9.2.4在本计划存续期内，乙方不得将基础资产项下租金收入的收益权进行任何转让或设置质押、或者承担将租金收入任何优先支付给第三人的义务。</p> <p>9.2.5乙方保证按上述第六条约定将基础资产项下租金收入划入专项计划账户并不会侵犯乙方债权人的利益。</p> <p>9.2.6乙方保证履行现行法律法规所要求的相关手续使公司合法存续，并在本计划的存续期内维持并持续拥有乙方履行本协议项下义务的必备的基础资产项下的租金收入收益权。</p> <p>9.2.7本协议一经由乙方正式签署、生效，即为对乙方有约束力的合同。</p>
	<p>9.3丙方各公司的保证与承诺</p> <p>9.3.1丙方各公司均为在中国依法设立并有效存续的有限责任公司，具有拥有其财产及继续进行其正在进行之业务的公司权利和授权。</p> <p>9.3.2对本协议的签署、交付和履行，以及作为当事人一方对与本协议及有关的其他协议、承诺及文件的签署、交付和履行，是在其丙方各公司经营权利范围内的，得到公司内部必要的授权，并且(a)不违反、冲突或有悖于适用于丙方各公司的任何协议、契据、判决、裁定、命令、法律、规则或政府规定；(b)不违反或导致丙方各公司违反其组织性文件或营业执照，或与之冲突；(c)不违反或导致违反丙方各公司签署的或必须遵守的任何协议或文件的条款、条件或规定，或与之冲突；(d)不会导致在丙方各公司财产或资产之上产生或设置任何担保债权或其他索赔，以致严重影响丙方各公司履行本协议的能力。</p> <p>9.3.3丙方各公司保证合法拥有对其基础物业的出租权及租金收入收益权，并保证本协议签署生效之前不存在对该等租金收入收益权的转让或质押，在该等租金收入收益权之上不存在任何质押或者其他第三方权益等权利限制的情况，丙方各公司并未承担以其全部或部分租金收入优先向除本计划之外的人进行支付的义务。</p> <p>9.3.4在本计划存续期内，拥有基础物业的丙方各公司不得将其拥有的基础物业进行任何转让或者设置任何抵押、或者承担将租金收入任何优先支付给第三人的义务。</p> <p>9.3.5在本计划存续期内，丙方各公司不得将基础资产项下的租金收入收益权进行任何转让或设置质押、或者承担将租金收入任何优先支付给第三人的义务。</p> <p>9.3.6丙方各公司保证按上述第六条约定将其全部租金收入存入乙方各收款账户，并划转入专项计划账户并不会侵犯丙方各公司债权人的利益。</p> <p>9.3.7丙方各公司保证履行现行法律法规所要求的相关手续使公司合法存续，并在本计划的存续期内维持并持续拥有丙方各公司履行本协议项下义务的必备的基础资产项下的租金收入收益权。</p> <p>9.3.8本协议一经由丙方各公司正式签署、生效，即为对丙方各公司有约束力的合同。</p>
<p>第十条 费用</p>	<p>与本协议有关的税费及因谈判、签订本协议和履行本协议项下义务而发生的成本和费用（包括但不限于相关中介机构费用）由双方各自承担。</p>
<p>第十一条 违约责任</p>	<p>11.1一般违约责任约定</p> <p>任何一方违反本协议的约定时，另一方有权要求及时履行，限期履行或纠正，和/或支付违约金，违约金以弥补另一方的实际损失为限。</p> <p>11.2具体约定</p> <p>11.2.1乙方或者丙方各公司拒绝按上述第六条的约定划转租金收入金额或未按上述第六条的约定按时划款时，甲方有权要求乙方或者丙方各公司限期履行，仍不履行时甲方有权按同期一年期定期存款利息计收违约金。</p> <p>11.2.2乙方或者丙方怠于行使其任何租金收取权利时，甲方有权要求乙方或者丙方及时履行，甲方有权直接向基础物业的承租人主张租金权利。乙方应承担由此导致的本协议项下租金收入收益权遭受的损失。</p> <p>11.2.3甲方未按照上述第五条的约定将募集资金从专项计划账户划入乙方指定的自有账户时，乙方有权要求限期履行，仍不履行时</p>

	，乙方有权单方解除本协议以及相应向甲方追究违约金，违约金按每天应付未付款项的【】计算。
第十二条 不可抗力 和意外 事件	<p>12.1 不可抗力事件的应对</p> <p>12.1.1 如果任何一方在本协议签署之后因任何不可抗力事件的发生而不能履行本协议的条款和条件，受不可抗力事件阻止的一方应在不可抗力事件发生之日起的【】个工作日之内通知其他方，该通知应说明不可抗力或意外事件的发生并声明该事件为不可抗力。同时，遭受不可抗力或意外事件一方应尽力采取措施，减少不可抗力或意外事件造成的损失。</p> <p>12.1.2 在发生不可抗力或意外事件的情况下，各方根据计划文件的规定确定是否继续履行本协议、或者延期履行、或者终止履行。如不可抗力或意外事件消除后，如本协议仍可以继续履行的，各方仍有义务采取合理可行的措施履行本协议。受不可抗力或意外事件阻止的一方应尽快向其他方发出不可抗力或意外事件消除的通知，而其他方收到该通知后应予以确认。</p> <p>12.2 风险承担</p> <p>由于不可抗力事件造成本协议不能全部或者部分履行而导致专项计划账户划入的任一分配期内租金收入未能达到《担保合同》约定的当期最高保证金额时，应启动担保机制。</p>
第十三条 保密义务	<p>13.1 一般保密义务</p> <p>本协议各方同意，对其中一方或其代表提供给另一方的有关本协议项下交易的所有重要方面的信息及/或本协议所含信息（包括有关定价的信息，但不包括有证据证明是由经正当授权的第三方收到、披露或公开的信息）予以保密，并且同意，未经对方书面同意，不向任何其他方披露此类信息（不包括与本协议拟议之交易有关而需要获知以上信息的披露方的雇员、高级职员和董事），但以下情况除外：</p> <p>13.1.1 为进行本计划拟议之交易而向投资者披露；</p> <p>13.1.2 向与本计划有关而需要获知以上信息并接受保密协议约束的律师、会计师、顾问和咨询人员披露；</p> <p>13.1.3 根据适用的法律法规的要求，向中国的有关政府或者管理机构披露；</p> <p>13.1.4 根据适用的法律法规的要求所做的公开披露；但是，进行上述披露之前，披露方应通知另一方其拟进行披露及拟披露的内容。未经其他方的事先书面同意，任何一方不得将本协议拟议之交易向新闻媒体予以公开披露或者发表声明。</p> <p>13.2 保密期限</p> <p>合同各方在本协议项下的保密义务期限为自本协议签订之日起至本协议终止后一年内。</p>
第十四条 法律适用 和争议的 解决	<p>14.1 法律适用</p> <p>本协议的订立、生效、履行、解释、修改和终止等事项适用中华人民共和国现行法律、行政法规和部门规章。</p> <p>14.2 争议的解决</p> <p>与本协议有关的任何争议，各方应协商解决。协商未成，任何一方有权将争议向有管辖权的人民法院提起诉讼，通过司法途径解决。除各方发生争议的事项外，各方仍应当本着善意的原则按照本协议继续履行各自的义务。</p>
第十五条 合同变更 与解除	经各方协商一致并签署书面约定，本协议可以解除。乙方有权按上述条款的约定单方面解除本协议，解除自通知发生之日起生效。
第十六条 合同生效 与终止	<p>16.1 本协议的生效条件</p> <p>本协议自以下条件满足之日起成立，自计划成立日起生效：</p> <p>16.1.1 各方法定代表人或授权代表签字并加盖公章；</p> <p>16.1.2 中国证监会核准本计划。</p> <p>16.2 不生效和终止</p> <p>16.2.1 除本计划不成立外，自本协议成立后至本计划成立、本协议生效之日前之期间，本协议任一方不得以任何理由、任何方法、任何事实解除、终止本协议及/或使本协议不生效。本计划不成立为本协议成立而不生效的唯一条件。</p> <p>16.2.2 除发生不可抗力或者意外事件导致本协议完全不能履行外，本协议于本计划终止之日终止。</p> <p>16.3 可分割性</p> <p>本协议的各部分（包括但不限于各期）之间应是可分割的。如果本协议中任何条款、承诺、条件或规定由于无论何种原因成为不合法的、无效的或不可执行的，该等不合法、无效或不可执行并不影响本协议的其他部分，本协议所有其他部分仍应是有效的、可执行的，并具有充分效力，如同并未包含任何不合法的、无效的或不可执行的内容一样。</p>

(来源：信泽金研发中心)

# 资产证券化的基础资产“独立性”和“破产隔离”等热点问题探讨

作者：邹菁

自证监会2013年3月15日颁布《证券公司资产证券化业务管理规定》(以下简称“《管理规定》”)以来，社会各界对于资产证券化的热捧和讨论达到前所未有的高度。资产证券化(Asset-Backed Securitization, ABS)是指将缺乏即期流动性，但具有可预期的、稳定的未来现金收入流的资产进行组合和信用增级，并依托该基础资产的未来现金流在金融市场上发行可以流通的有价证券的机构性融资活动。作为一种创新金融工具，资产证券化的出现为企业开创了更为多元的融资方式，企业可变现预期收益，改善资金链，但作为中国金融界的新生事物，资产证券化的配套制度较为欠缺，资产证券化基础资产的“独立性”及“破产隔离”等制度需要进一步完善和规范。

## 一、资产证券化的制度设计

企业融资往往基于企业的两种信用，一类是企业信用，一类是资产信用，银行对企业提供信贷时，往往会对企业的两类信用进行考察，而资产证券化是建立在资产信用上的一种新型融资方式，即以特定基础资产或资产组合作为基础，尤其所产生的现金流为投资者提供偿付支持的一种制度。

因此，基础资产的独立性或专项资产管理计划(“SPV”)与原始权益人进行“破产隔离”，包括现金流的唯一归属性，是资产证券化制度设计的基石。如果基础资产不够独立，则基础资产仍可能在资产证券化期间被原始权益人另行处置。以外，如果基础资产产生的现金流不能完全由专项资产管理计划的管理人进行封闭监管和优先占有，则在资产证券化期间，基础资产产生的现金流有可能被其他债权人进行主张，导致投资人权益受损，最终难以实现资产证券化制度设计的初衷。

## 二、“信托关系”与“委托关系”之争

自《管理规定》颁布以来，关于证券公司资产证券化法律关系属于信托关系还是委托关系一直争论不休。如果资产证券化的法律关系属于“信托关系”，则资产证券化的基础资产的独立性得到法律上的确认；如果属于“委托关系”，则基础资产无法独立于投资人自身的其他财产。

在证监会之前颁布的《证券公司资产证券化业务管理规定(征求意见稿)》第三条中，曾将专项计划资产界定为“信托资产”，并明确其“独

立于原始权益人、管理人、托管人、资产支持证券投资者及其他业务参与机构的固有财产”。征求意见稿出台后，业界争议颇大，因为在中国《信托法》尚未修订之际，营业信托属于信托公司的专属权利，由此，资产证券化是否属于“信托关系”成为各金融机构的必争之利。为此，正式颁布的《管理规定》中，证监会仅仅明确“专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产”，而将“专项计划资产是信托财产，并独立于资产支持证券投资者”的规定予以删除并回避争议。

另一方面，根据国务院《证券公司监督管理条例》第59条规定“证券资产管理客户的委托资产属于客户。”由此可以认定，在持有资产支持证券的投资者与证券公司之间为委托代理的法律关系，专项计划资产属于全体资产支持证券投资者所有，且按份共有。

## 三、基础资产能否实现“独立”

证监会回避“信托关系”与“委托关系”的争议，而明确“专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产”应属于立法技术的高明之处。然而，资产证券化要真正实现基础资产的独立性，非证监会一家机构可以完成的工作。

根据《管理规定》第八条的规定，基础资产为“…权属明确，可以产生独立、可预测的现金流的可特定化的财产权利或者财产…可以是企业应收款、信贷资产、信托收益权、基础设施收益权等财产权利，商业物业等不动产财产，以及中国证监会认可的其他财产或财产权利”。可见，基础资产大部分为“财产权利”，其中主要包括“债权”和“特定资产收益权”，“财产”仅列举“商业物业”一项。

要实现基础资产的独立性，即专项资产管理计划与原始权益人要实现“破产隔离”，则在发起设立专项资产管理计划时，将基础资产以“真实交易”的方式转让至专项资产管理计划之下。然而，在目前中国的金融体制下，“真实交易”打了一个很大的问号，故基础资产的独立性也受到拷问。

从实践角度而言，根据基础资产类型不同，资产证券化的操作方式也不同，目前通常有如下三类：

(一)以“债权”作为基础资产的，根据相关法律规定，债权人履

行通知债务人的义务即完成债权转让。因此，以“企业应收款”、“信贷资产”等作为基础资产进行资产证券化的，比较容易实现真实交易和基础资产的独立性，即，通过协议转让和履行通知义务即可实现基础资产与原始权益人的剥离。此类项目除了典型的信贷资产证券化之外，回款期内的BT项目资产也通常成为资产证券化的基础资产，例如江苏吴中集团BT项目回购款专项资产管理计划和浦东建设BT项目资产支持收益专项资产管理计划。

(二)“特定资产收益权”作为基础资产，例如，以水电气、路桥隧道等基础设施的收费权作为基础资产发起设立一个专项资产管理计划，此类项目的资产证券化过程中，原始权益人仅仅将资产的收益权转让给专项资产管理计划，而基础资产的所有权本身并没有转让给专项资产管理计划。此外，在中国目前的相关配套制度中，特定资产收益权在转让后缺乏转让的登记机关和公示程序，以明确该等权益独立于基础资产的原始权益人或者优先于其他债权人，故这种特定资产收益权的转让无法对抗原始权益人的其他债权人。在原始权益人破产时，其他债权人仍然有权要求执行这部分特定资产产生的收益。在极端的情况下，专项资产管理计划设立后，由于基础资产的所有权和实际占有仍属于原始权益人，原始权益人可以在不受控制的情况下将该部分基础资产的所有权再次进行转让或处置，若有善意第三人对该部分基础资产的权利提出主张的，专项资产管理计划将面临一个非常被动的境地。此类项目的典型案例有莞深高速公路收费收益权资产管理计划。

(三)租赁的资产作为基础资产的，既可以通过真实交易的方式将可租赁的资产转让给专项资产管理计划，也可以不真实交易，而仅仅将租赁资产的租金收益权进行资产证券化。常见的资产类型，如“商业物业”或“租赁设备”等，但由于该类基础资产进行真实交易时，将面临着高额的税赋，如营业税和契税，故此类基础资产往往也采用资产收益权的方式进行资产证券化，由证券公司和原始权益人对租赁资产收益权的转让通过协议方式予以约定，同时，原始权益人仍享有租赁资产的所有权和实际占有。故，原始权益人在专项资产管理计划发起设立之后仍有可能对租赁资产的所有权和收益权进行再次处分，使专项资产管理计划无法真正对抗第三人。该类项目的典型案例如远东首期租赁资产支持收益专项资产管理计划。

#### 四、“真实交易”还是“融资”

资产证券化受到热捧的另外一个原因是，如果原始权益人与专项资产管理计划存在真实交易并实现“破产隔离”，则该项基础资产可以从原始权益人的财务报表中予以剥离，俗称“出表”，这有利于原始权益人改善财务报表，降低资产负债率，获得更多的银行授信。因此，原始权益人进行“真实交易”的意愿是强烈的，但受制于资产进行真实交易

时会产生高额的税赋，大部分原始权益人没有办法实现“出表”，而在财务报表中计入“长期应付款”和“其他应付款”科目，成为一种实质上的融资行为。如果资产证券化仅仅作为一种融资行为，则如下几个问题应得到特别关注：

(一)基础资产为“债权”的，该等债权是否附随原始权益人的其他未履行的义务？该等债权是否为清晰、明确、独立的债权？例如回款期内的BT项目资产，原则上要求是全部已完工的BT项目，同时已完成的工程结算的比例不能太低，否则此类资产有可能由于工程完工和工程结算等不确定的因素导致独立性偏弱，从而不得不引入原始权益人的担保或其他第三方的增信，导致基础资产“出表”问题上的模糊。

(二)基础资产为“特定资产收益权”的，应关注该等资产收益权的转让能否通过目前的登记机构或采取特定化手段进行公示，同时通过抵押或者质押等各类防范措施防止原始权益人再次处分该项资产的所有权和资产收益权。同时，对于特定资产收益权所产生的现金流应采取相应的措施进行封闭管理，进一步减少风险的产生。

#### 五、基础资产“独立”必须建立相应配套措施

由此可见，基础资产独立性的构建必须有充分的配套支持制度方可实现。首先应建立资产证券化的中央优先权益登记机构，使得以债权、特定资产收益权、物权等各类进行证券化的标的资产可以进行登记和公示，保障此类权益的优先性，以免产生善意第三人再次受让该等标的资产而利益受损的情况产生。其他国家的资产证券化经验也显示，建立此类的登记机构是健全资产证券化制度的核心制度。

其次，应出台相关资产证券化的相关的税收优惠政策，在资产转让方面给与一定程度的豁免，或允许将资产转让的税收成本在应税收入中予以抵扣，这样才能真正引导原始权益人真实出售其相关资产给SPV，基础资产的独立性方可真正实现。

再次，在资产证券化的制度设计当中，还应考虑对专项资产管理计划的运作严格限制，基础资产只能用来发行证券筹资，而不能对外担保或进行再证券化；对于已进行资产证券化的资产，不能再以此对外担保或设置抵押或质押等权利限制，而危害到投资人的利益。

小结：

综上，资产证券化核心制度是基础资产的独立性，方可保障原始权益人与专项资产管理计划的破产隔离。当前，资产证券化实现基础资产的真实“独立”尚存障碍，配套措施和制度仍有不足之处，但资产证券化的出现对于丰富中国多元化的融资体系和金融市场具有开创性的重要意义，也期待资产证券化配套制度伴随资产证券化产品的丰富得到进一步的完善和健全。

(作者系国浩律师事务所合伙人，信泽金感谢作者向《信托周刊》赐稿！)

# 基于浦东建设资产证券化案例的融资财富效应研究

作者：邱成梅 赵如

## 一、引言

企业资产证券化是非金融机构的工商企业将流动性较差但预计能产生稳定现金流的企业资产，通过一定的结构安排，将资产中的风险与收益进行分离与重组并提高其信用等级，将组合资产的预期现金流收益权转化成可出售和流通、信用等级较高的债券或受益凭证型证券，实现企业融资的一种方式。作为一种新型的融资方式，企业资产证券化会对发起人的股东和债权人产生什么样的影响？也就是说，企业资产证券化是否增加了发起人的股东和债权人的财富？

2006年6月，上海浦东路桥建设股份有限公司（简称浦东建设）就借中国证监会开展企业资产证券化的机会，将下属上海浦兴投资和无锡普惠投资所拥有的部分市政道路 BT 项目的回购款合同债权成功实施了资产证券化，并在深交所上市，成为国内首只以市政基础设施项目作为标的的企业资产证券化产品，也是首只向基金公司成功发售的资产证券化产品。2012年8月，浦东建设又借中国银行间交易商协会重启资产支持票据产品试点的契机，以部分 BT 项目的应收账款作为基础资产，发行资产支持票据（ABN）产品，成为本次 ABN 产品的首批试点企业。完成 ABN 发行后，浦东建设将成为国内首家在证券市场、银行间市场分别进行资产证券化产品融资的上市公司。因此，浦东建设资产证券化融资项目为研究我国企业资产证券化的财富效应提供了一个很好的案例。

## 二、浦东建设资产证券化的市场反应

本文通过财务指标的变化即财务绩效来进一步评价浦东建设资产证券化的财富效应。主要对浦东建设从实施资产证券化的前一年到证券化产品交易结束共 6 年中，盈利能力、偿债能力和风险水平三个方面的指标变化趋势进行分析。

### （一）盈利能力分析

衡量企业盈利能力的主要财务指标有：总资产净利润率、总资产报酬率、净资产收益率、每股收益等。表 1 列出了浦东建设 2005-2010 年盈利能力指标的情况。从表 1 可看出，浦东建设的盈利能力指标在 2006 年得到了明显改善，浦东建设资产证券化增强了企业自身的盈利能力。2006 年净资产收益率为 9.81%，相比 2005 年的 8.14，增幅达 20.5%，每股收益由 2005 年的 0.249 上升到了 0.321，且这两个指标在证券化后的 4 年都维持了较好的发展态势。

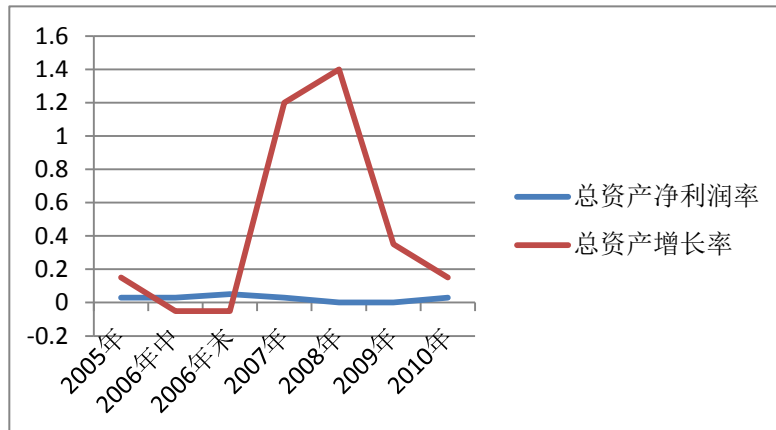
表 1 浦东建设资产证券化前后盈利能力指标

财务指标	证券化前	证券化当年		证券化后4年			
	2005年	2006年中	2006年末	2007年	2008年	2009年	2010年
总资产净利润率	0.034369	0.023845	0.04678	0.032534	0.013125	0.014367	0.028085
总资产报酬率	0.047842	0.033042	0.063569	0.040952	0.017824	0.019844	0.056387
净资产收益率	8.14	5.27	9.81	14.36	7.65	7.33	9.63
每股收益	0.249	0.164	0.321	0.4971	0.3897	0.4608	0.6599

从图 1 浦东建设总资产增长率和总资产净利润率变动趋势来看，2006 年浦东建设在总资产规模负增长的情况下，总资产净利润率实现了正的增长，而且水平高于其它所有年份。总资产规模减少，是因为“浦建收益”实现了表外融资，被证券化资产从资产负债表中移出。而总资产净利润率的增长主要得益于发售 BT 项目资产支持收益凭证而确认的投资收益 1805 万元。长期投资收益的提前收回使得浦东建设 2006 年度实现投资收益 6160.97 万元，比上年增加 2743.62 万元，增幅达 80.29%。



图1 浦东建设总资产增长率和总资产净利润变动趋势

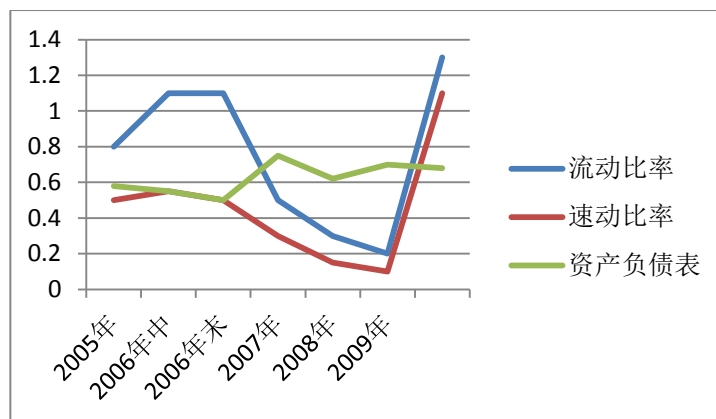


同时，浦东建设资产证券化缩短了BT项目投资收益的回笼时间，提高了企业资金周转速度。将回笼的部分资金投入新的BT项目，为浦东建设扩大再投资规模，进一步提高盈利能力创造了有利条件，图2所示，2007年、2008年浦东建设的总资产增长率分别达到了1.2和1.4。

### (二) 偿债能力分析

本文选取流动比率、速动比率来反映短期偿债能力，选取资产负债率来反映长期偿债能力见图2。浦东建设用资产证券化所融资金偿还了部分短期借款，在2006年归还的银行贷款远远大于借入的银行贷款，所以，公司2006年筹资活动产生的现金流量净额为-2.1267亿元，从而降低了公司的资产负债率，提高了流动比率和速动比率。也就是说，在资产证券化当年，浦东建设的短期偿债能力和长期偿债能力都有所提高。

图2 浦东建设资产证券化前后的偿债能力指标变动趋势



但是，在实施资产证券化后的三年，流动比率、速动比率和资产负债率三个指标均不断恶化，到2009年末这三个指标值分别为0.214083、0.106753和0.709853，劣于资产证券化之前的水平。浦东建设在资产证券化后的三年处于项目投资密集期，资金短缺，偿债能力下降，从而对企业无担保债权人产生负的财富效应。2010年流动比率和速动比率好转，是因为公司又开辟了新的融资渠道：发行了5亿元短期融资券、7亿元中期票据、引入保险资金30亿元。

### (三) 风险水平分析

进一步运用Z值模型对浦东建设进行财务预警分析，Z值模型的思路是运用多变量模式建立多元线性函数公式，即运用多种财务指标加权汇总产生的总判别分（称为Z值）来预测企业的财务危机。Z值模型理论，是Altman通过美国1945-1965年之间的33家破产企业（制造业）和33家正常营业的企业（制造业）进行了充分的研究之后，于1968年发表的研究理论而形成的理论（Z值模型）。Z值越低，则企业潜在的破产可能性就越大。

从表2可看出，在资产证券化当年，Z值提高到1.7528。但在实施资产证券化后的三年，Z值不断下降，到2009年末下降到了0.0055。浦东建设资产证券化选取的基础资产都是企业的优质资产，导致了企业整体的资产质量下降，而一旦企业破产，企业的债权人对已经出售的基础资产不

再享有受益权。总之，浦东建设资产证券化后财务风险的不断增加会给企业的无担保债权人带来不利。

表2 浦东建设 Z 值变动情况

指标	2005 年末	2006 年中	2006 年末	2007 年末	2008 年末	2009 年末	2010 年末
X1=营运资金/总资产	-0.09098	0.041148	0.032061	-0.36446	-0.44004	-0.52377	0.052089
X2=留存收益/总资产	0.105029	0.118205	0.140075	0.084876	0.042276	0.042691	0.052089
X3=息税前利润/总资产	0.047842	0.033042	0.063569	0.040952	0.017824	0.019844	0.056387
X4=资产市值/总负债	0.8545	1.0607	1.2542	1.3687	0.5721	0.5916	0.7704
X5=主营业务收入/总资产	0.485724	0.146397	0.555963	0.245052	0.134951	0.153773	0.072228
Z=1.2X1+1.4X2+3.3X3+0.6X4+1.0X5	1.1942	1.1067	1.7528	0.8829	0.0682	0.0055	0.8638

### 三、结论与启示

(一) 企业资产证券化是否会增加发起人的股东和债权人的财富是资产证券化理论和实务都关注的重要问题，本文选取浦东建设资产证券化作为案例，从市场反应和财务绩效两方面对这一问题进行了实证研究。得出的结论如下：

1. 浦东建设进行资产证券化给其股东带来了正的财富效应。首先，本文采用事件研究法分析了浦东建设资产证券化公告的市场反应，结果显示，浦东建设资产证券化为股东带来了平均 0.154% 的超常收益，在事件期的累积超常收益率为 1.69%，说明浦东建设在此期间能跑赢综合 AB 股市场的整体盈利水平，浦东建设进行资产证券化融资的公告给其股东带来了正的财富效应。其次，分析浦东建设资产证券化前后的财务数据变化发现，浦东建设资产证券化显著增强了企业自身的盈利能力，而盈利能力的增强又将给其股东带来长期的财富增加。也就是说，不管是从短期还是长期来看，企业资产证券化都会对其股东产生正的财富效应。

2. 在资产证券化当年，浦东建设资产证券化给其债权人带来了正的财富效应。在资产证券化当年，浦东建设的短期偿债能力、长期偿债能力和 Z 值都有所提高。因为实施资产证券化，使浦东建设的现金资产增加。

3. 在资产证券化后的三年，浦东建设的偿债能力指标恶化，财务风险上升，导致企业债权人面临的风险增加，对债权人产生了负的财富效应。这种情况的出现，一是因为基础设施投资建设本身具有周期性。浦东建设在资产证券化后的三年正处于项目投资密集期，资金短缺，导致偿债能力下降。二是浦东建设资产证券化选取的基础资产都是企业的优质资产，资产证券化所融资金除偿还部分短期债务外，其他的用于新的项目投资，如果这些资金投资于高风险的项目，则导致企业整体的资产质量下降，财务风险增加，对企业无担保债权人会造成损害。

(二) 基于浦东建设资产证券化的案例研究结论，应该从以下几个方面进一步改善我国企业资产证券化的财富效应：

1. 提高企业资产证券化对企业债权人的财富效应，一要完善公司治理机制，规范企业资产证券化所融资金的使用，提高资金使用效率。二是将资产证券化所融资金进行再投资时需更加谨慎，减少高风险项目的投资，以保障企业债权人的权益。

2. 可以选择基础设施 BT 项目作为企业资产证券化试点的突破口。对企业来说，基础资产的流动性越差，实施资产证券化的财富效应越高。基础设施 BT 项目具有流动性差、合约标准化程度高、易组合的特点，而且 BT 项目的回购方是政府，风险较低，是我国比较适合证券化的资产。因此，可以利用资产证券化为更多的基础设施建设融资。

3. 加快推进企业资产证券化的常规化发展。根据发达国家的经验，资产支持证券发行规模大、发行较为频繁的公司，资产证券化的财富效应越大。尤其是对那些投资具有周期性的企业，可以根据企业的投资周期将资产证券化作为常规的融资工具进行融资，以不断地获得现金流入，这样不仅可以提高企业的短期偿债能力，也可以为扩大投资规模、增强盈利能力创造条件。

(财经理论与实践)

# 资产证券化在集团财务公司的实务运用

作者：于剑波

内容提要：本文介绍了集团财务公司开展信贷资产证券化业务时可以拓宽其融资渠道、改善资产负债表结构和调整收入结构，但也要支付相应的信用增级成本和中介费用，最后提出了财务公司开展信贷资产证券化的具体做法。

## 一、信贷资产证券化对于集团财务公司的收益成本分析

### (一) 收益分析

#### 1. 拓宽融资渠道，满足集团业务不断发展的业务需求

财务公司是集团产融结合的产物，其意义在于发挥信贷职能、筹集资金，为集团内部成员单位的生产和技术改造提供财务支持。其信贷产品的主要业务种类有贷款、票据贴现、融资租赁和保理业务等，其中贷款利息收入是其最主要的收入。其融资渠道相对单一，主要来源于企业成员单位的存款、资本金和同来拆借。当集团效益不佳时，存款会相应减少，同时却是成员单位需要融资之时，因此难以满足企业发展的需求。资产证券化为财务公司打通了一条融资渠道。上海汽车集团财务公司联合上海国际信托在全国银行间债券市场发行规模为10亿元的汽车抵押贷款支持证券，其最终的收益率大于其所承担的风险。资产证券化使财务公司建立起与集团发展相适应的多元化的融资体系。

#### 2. 提高资产负债表中长期资产占比，使资产负债结构趋于合理

流动资产占资产总额的比例较高，长期资产占资产总额的较少。这种资产结构虽然流动性较好，但资金利用明显不足，制约了财务公司提供中长期金融服务的能力。通过开展资产证券化业务，解决资产负债结构失衡问题，降低了相应的流动性风险，改善了资金的流动性。同时，提高了表内自有资金比率，使公司的信用评级提高，企业更具价值。

#### 3. 调节收入结构，解决财务公司资产收入不合理问题

财务公司有着大量的不同期限的信贷资产，通过金融创新——信贷资产证券化，将存量信贷资产“真实”出售。以中国华电集团财务有限公司资产证券化为例：发行的资产化产品总额为10亿元，期限为三年，且按季付息。自持次级债券20%，此次级债收益不固定。综合成本为6%。那么财务公司可用于放贷和投资的

资金为8亿元，可产生的收益为：一是贷款利息收入；二是放出的贷款产生的收益在扣除了发行成本后也可产生一部分的差额收益；三是自持的次级债券收益，至少可获得6%的收益。四是财务公司在这一业务中提供贷款服务可以获取相应的中间收入。同时，对被证券化的资产进行信用增级，根据信用越高，利率越低的原则，可以降低发行利率，减少直接融资成本。

### (二) 成本分析

#### 1. 信用增级成本

企业集团财务公司在开展资产证券化过程中，需要对基础资产进行信息增级。信用增级是指运用各种有效手段和金融工具确保债务人按时支付债务本息，以提高资产证券化交易的质量和安全性，从而获得更高级的信用评级。从直观上来讲，信用增级都会增加金融资产组合的市场价值，成为资产证券化这个点金术的关键所在。几乎毫无例外，非政府信用的资产证券化都包括某种形式的信用增级。信用增级或者包含一个由第三方提供的信用担保或者利用基础资产产生的部分现金流来实现自我担保。但大多数交易利用了内部和外部信用增级相结合的方式，至于选择哪种增级工具将取决于在融资成本的约束下最小化增级成本。

#### 2. 中介费用

企业集团财务公司在开展资产证券化过程中，还要支付给受托机构信托费用、律师费、会计费等中介费用。

## 二、财务公司开展信贷资产证券化的政策依据

### (一) 市场准入资格

根据《信贷资产证券化试点管理办法》中的相关规定，信贷资产证券化的参与方主要有发起机构、受托机构、贷款服务机构、资金保管机构、贷款服务机构、资金保管机构、投资机构等，《信贷资产证券化试点管理办法》第十一条规定：“信贷资产证券化发起机构是指通过设立特定目的信托转让信贷资产的金融机构。”因此，财务公司符合发起机构的条件。《信贷资产证券化试点管理办法》第二十一条规定“贷款服务机构是接受受托机构委托，负责管理贷款的机构。贷款服务机构可以是信贷资产证券化发起机构。”

从实践角度看，由于发起机构掌握着基础资产的基本情况，一般会继续担任证券化交易的服务机构，因此财务公司也符合作为服务机构的规定。

### （二）税收政策分析

2006年2月20日出台的《信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》对财务公司相关的税收政策主要有以下方面：1. 印花税方面，财务公司在与受托机构签订信托合同和委托管理合同时，暂不收印花税；与资金保管机构、证券登记托管机构等签订的其他应税合同，暂免征收印花税；因开展信贷资产证券化业务而专门设立的资金账簿暂免征收印花税；2. 营业税方面，财务公司作为贷款服务机构取得的服务费收入应缴纳营业税；3. 所得税方面，财务公司作为发起机构转让信贷资产取得的收益应按规定计缴企业所得税，转让信贷资产所发生的损失可按规扣除；作为服务机构的收入应按规定计缴企业所得税。

## 三、财务公司信贷资产证券化具体做法

### （一）选定受托机构，制定相应的风险管理办法

资产证券化最关键的就是选定受托机构，要形成一个沟通顺畅、运作有效的组织架构选聘信托机构、法律顾问、会计师、信用评级机构、资金保管机构以及主承销商等中介机构在内的资产证券化交易结构。财务公司作为发起机构要制定资产证券化的业务流程、会计核算制度、风险管理和内部控制制度，确定公司作

为贷款服务机构后制定贷款服务管理办法。

### （二）确定基础资产，构建资产池

财务公司要制定严格的标准以确定基础资产，以保护广大投资者的利益。保障资产证券化业务的顺利进行。基础资产中不应包括银团贷款等致使受托人行使权利不确定的因素。

根据证券化业务对构建资产池的要求，入池资产选择就有一定的风险防范要求。每笔入池信贷资产占比不能过高，在行业、地域上有严格的分散性要求。资产池作为一个整体具有相对稳定的价值，资产本息的回收是分期进行的，且有一定规律，资产池是各类风险资产分散组合的结果，资产池的风险分散特征是资产支持证券评级的重要标准。据此最终确定资产证券化的具体结构，并出具整个资产证券化方案以及相关的法律文本。集团财务公司在确定资产池时尤其要克服入池资产行业风险高度集中的风险。

### （三）准备相应的交易文件，按照规定报相关部门审批

资产证券化所需的交易文件包括信托合同、贷款服务合同、资金保管合同、承销协议。将相应的文件及项目的具体收益成本方案报批依据银监会和中国人民银行的审定，具体说明所申报的资产证券化的产品。

### （四）寻找投资者，保证资产证券化产品的发行

根据投资者的需求，积极与投资者沟通，把握好资产证券化产品投资者的需求和发行时机，保证产品的发行。

(中国证券期货)

「领先、实用、专业的资产证券化培训」

## 金融市场和实业项目的资产证券化实务操作前沿培训【G70】

2013年5月29-30日 (周三、周四) 上海

- 一、资产证券化的真实案例解析与变通模式探讨
- 二、资产证券化的实践解析以及信托视角的实务热点问题探讨
- 三、信托和券商开展资产证券化业务的实务操作法律问题
- 四、保险资金投资运用与保险资产证券化实务探讨

预约邮箱：xinzejin@yeah.net

咨询热线：010-64332722

## ■ 私募基金研究

# 有限合伙基金“单边协议”的私募投融资实践、效力和风险

作者：秦茂宪 李锐 支晓南

本文讨论的单边协议<sup>1</sup>，是指在有限合伙制私募基金和对冲基金的募集和运行过程中，由GP与某个或某些LP单独签订的对有限合伙协议作出进一步解释、修改或补充的协议，该等协议往往赋予特定LP某些其他LP并不享有的优先权利。实践中，单边协议虽常以有限合伙补充协议冠名，或以投资备忘录、承诺函等名义签署，但除非得到全体合伙人的追认，单边协议并不当然具备有限合伙补充协议的性质。而本文所称的单边协议，亦不包括全体合伙人共同签署的严格意义上的有限合伙协议的补充协议。本文拟分析单边协议在我国的实践并探讨现行法规制度下影响其效力的因素。

### 一、单边协议的实践及示例条款

全体合伙人签署的有限合伙协议是有限合伙制私募基金和对冲基金的最核心的法律文件。除合伙协议另有约定外，合伙协议的补充协议应经全体合伙人一致同意并共同签署。但由于一致同意签署有限合伙协议受限于各方意愿、利益诉求及保密需要，为了实现某些特殊目的，GP与某个或某些LP签署的单边协议便应运而生并在近年出现持续增长的趋势。根据中华股权投资协会发布的《人民币基金与美元基金：有限合伙协议比较调研报告2011》，42.4%的参与调研的基金与某些LP有单边协议。人民币基金与美元基金中存在与LP的单边协议的比例分别为20.0%、61.1%。实践中，签署单边协议的动因主要有：

(一) 在有限合伙初始募集及设立后的开放募集期间，特定投资者（一般是具有较强投资实力的机构投资者，以下称为“特别LP”）基于自身强势地位（通常是出于对自身的出资额度以及能够给基金带来其他价值增值的考虑），对GP在有限合伙协议之外提出其他特殊要求；GP为了吸引特别LP投资或继续投资，只能接受特别LP的特殊要求，但不愿意给予其他LP同等待遇。这类单边协议的出现和盛行很大程度上反映了私募股权基金和对冲基金的竞争和募资压力。当然为了增加基金对特别LP的吸引力，GP也可能主动提出签订单边协议。

(二) 由于私募股权投资活动的长期性（投资人的回收期通常需要7-10年左右），LP出于对投资风险的考量，结合自身实际情况一般会就合伙协议中尚未约定而在私募股权基金未来运行过程中可能会出现的问题同GP进行磋商，磋商的结果一般是签署相应的单边协议。

(三) 在信托或资管产品对接有限合伙的结构设计中，信托公司或其他资管机构以发起设立的集合资金信托计划、基金子公司资产管理计划所募集资金投资有限合伙，同时在有限合伙协议中对LP进行结构化的分类设计，并赋予不同类型的LP以不同的权利，如优先LP、普通LP、劣后LP具有不同的收益分配比例和分配顺位。在此基础上，为了进一步保证LP的权益符合信托产品或资管产品的风险控制和收益目标要求，信托公司或资管机构往往还会提出不同于其他LP的特殊条件，并要求与GP签署单边协议。

(四) 在有限合伙制基金开放募集期，为吸引新投资，GP根据投资环境变化主动调整募资条件，对新加入的投资者（“新LP”）适用不同于初始投资者（“原LP”）的条款（可能涉及投资范围、投资限制、投资项目、收益分成、管理人指定等），与新LP签署单边协议并作为入伙协议。这种情况较常见于有限合伙制私募证券投资基金。

(五) 有限合伙协议由LP代持方（名义LP）签署，而实际出资人（隐名LP）与GP另行签署单边协议。

(六) 在有限合伙存续期间，发生有限合伙协议没有约定或明确约定的事项，基于沟通成本和协商意愿等原因，GP无法就该事项与全部合伙人达成一致意见，因此与部分LP就有限合伙存续期间发生的特殊情况进行约定并签署单边协议。

单边协议通常包括有限合伙协议未规定的特殊安排，赋予签约LP区别于其他LP的特有的权利，例如：优先知情权、赎回权、优先退出权、收益补偿或豁免、业绩承诺、收益分成调整、管理费折扣等，具体参见以下《单边协议示例条款》。

<sup>1</sup> 在国际贸易和国际投资领域，单边协定或单边条约是指一国单方给予另一国的限制或优惠而签订的协议，与双边协定和多边协定相并列，本文所称的单边协议不同于单边协定。

单边协议示例条款		
序号	特殊安排	
一	投资范围变更	单边协议条款：本基金的投资范围仅限于江浙沪地区的交通道路基础设施建设工程。 (有限合伙协议条款：本基金的投资范围为全国范围内各种领域的基础设施建设工程。)
二	优先知情权	1. 单边协议条款：除每月向全体合伙人提供的相关投资财务报告外，GP 另行按周向投资人 A 披露合伙企业单位财产净值。 (有限合伙协议条款：GP 应按月制作并提交基金财务报告。)
		2. 单边协议条款：GP 管理团队关键人士发生职位变动的，GP 应在发生之日起 3 日内通知投资人 A。 (有限合伙协议条款：GP 管理团队关键人士发生职位变动的，GP 应在发生之日起 10 个工作日内通知全体合伙人。)
		3. 单边协议条款：投资人 A 有权获得基金投资的证券组合的信息及其任何变化。 (有限合伙协议无相关约定。)
三	赎回权	1. 单边协议条款：当项目年化收益率低于 8% 时，投资人 A 有权要求 GP 或基金回购投资人 A 持有的全部/部分有限合伙权益。 (有限合伙协议无相关约定。)
		2. 单边协议条款：投资人 A 有权不受基金封闭期的限制，于每月 5 日至 10 日期间赎回其持有的基金份额。 (有限合伙协议约定：本基金为封闭型基金，基金存续期限为 3 年，期间 LP 不得要求赎回基金份额。)
四	优先退出权	1. 单边协议条款：当退出条件成就时，在同等条件下，GP 应优先受让投资人 A 持有的全部/部分有限合伙权益。 (有限合伙协议无相关约定。)
		2. 单边协议条款：当退出条件成就时，GP 应按照 (1) 投资人原始出资额的 1.5 倍；(2) 其他 LP 最高赎回价格的 120%；(3) 评估净资产值，三者中最高价格受让投资人 A 持有的全部/部分有限合伙权益。 (有限合伙协议无相关约定。)
五	收益补偿	单边协议条款：如基金的年化加权收益率低于 12% (含本数) 时，GP 应按年化加权收益率 12% 的标准减去投资人实际分配收益的差额向投资人支付投资收益补偿费，GP 应于基金存续期满并清算之日起 10 个工作日内向投资人一次性支付。 (有限合伙协议无相关约定。)
六	业绩承诺	单边协议条款：GP 为有限合伙承接的所有目标项目在竣工验收合格前 (即形成合格的应收账款前) 形成的所有义务与责任提供连带责任担保； 若因 GP 和/或项目公司 (SPV) 和/或施工单位违反相关协议的约定而导致项目公司 (SPV) 无法收取、不能足额收取或不能按时收取 BT 项目回购款的，GP 承诺及时予以补足。 (有限合伙协议无相关约定。)
七	管理费折扣	单边协议条款：投资人 A 应缴纳的管理费按有限合伙协议约定其应分摊金额的 80% 计算。 (有限合伙协议约定：GP 管理费由各 LP 根据其认缴出资额按比例分摊。)
八	最惠国条款	单边协议条款：GP 承诺现在或将来给予任何其他 LP 的权利、优惠、特权或豁免待遇应同样给予投资人 A。 (有限合伙协议无相关约定。)
九	收益分成调整	单边协议条款：投资人 A 的收益优先于任何其他 LP 进行分配，按照 13%/年投资收益率计算的投资人 A 的收益以及本期可供分配的收益的 60% 中较大者为投资人 A 的收益金额。 (有限合伙协议约定：基金获得的投资收益根据各 LP 认缴有限合伙出资的比例向各 LP 进行分配。)
十	项目跟投权	1. 单边协议条款：有限合伙投资任何新项目的，投资人 A 有权选择是否跟投，若选择跟投，则投资比例应与其认缴的出资比例相当，且投资的价格、条款和条件应与其他潜在投资人的投资价格、条款和条件相同； (有限合伙协议无相关约定。)
		2. 单边协议条款：GP 管理团队有权跟投有限合伙投资的项目，管理团队投资比例之和不应超过 GP 在有限合伙中的投资比例，且投资价格应与 GP 的投资价格一致。 (有限合伙协议无相关约定。)
十一	补偿减免权	单边协议条款：若 GP 不能完成相关项目投资或达不到约定投资绩效的，投资人同意免除 GP 对投资人 A 的补偿。 (有限合伙协议约定：若基金的年化收益率低于 9%，GP 应予补足。)

## 二、单边协议的法律规制及监管

### (一) 我国对单边协议的法律规制和监管现状

《中华人民共和国合伙企业法》(以下称为“《合伙企业法》”)就签署、修改及补充合伙协议的主体、方式及适用原则作出规定。《合伙企业法》第四条规定，合伙协议依法由全体合伙人协商一致、以书面形式订立；第五条规定，订立合伙协议、设立合伙企业，应当遵循自愿、平等、公平、诚实信用原则。第十九条规定，合伙协议经全体合伙人签名、盖章后生效。合伙人按照合伙协议享有权利，履行义务。修改或者补充合伙协议，应当经全体合伙人一致同意；但是，合伙协议另有约定的除外。合伙协议未约定或者约定不明确的事项，由合伙人协商决定；协商不成的，依照本法和其他有关法律、行政法规的规定处理。

国家发展改革委办公厅《关于促进股权投资企业规范发展的通知》(发改办财金[2011]2864号)规定了建立以股权投资企业向备案管理部门的报告义务为主要内容的股权投资企业信息披露制度，其中即包括重大事件即时报告制度。该规定将修改股权投资企业或者其受托管理机构的公司章程、合伙协议和委托管理协议等文件作为股权投资企业在投资运作过程中发生的应向备案管理部门报告的重大事件，但该规定并未明确签署单边协议是否属于修改股权投资企业的合伙协议。

可见，《合伙企业法》仅规定了有限合伙补充协议的签署要求，并没有涉及单边协议的规定。从签署主体看，单边协议不是有限合伙协议的补充协议，不能直接适用《合伙企业法》的有关规定。另外，从内容上看，单边协议是在有限合伙协议以外对签署方权益的特殊安排，私密性是单边协议的固有特点，鉴于一旦其他合伙人知悉单边协议的存在，将积极主张知情权，并争取相同情况下的同等待遇，这将给GP造成极大的压力，并可能影响有限合伙的稳定和存续。签署方一般不会主动向未签署单边协议的合伙人以及监管机构告知签署单边协议的情况并披露单边协议的内容。鉴于缺乏明确的单边协议监管规定，股权投资企业亦不会主动向备案管理部门报备单边协议。

### (二) 国外监管经验及其借鉴意义

目前各国对单边协议的规范与监管多集中体现在对对冲基金的双边协议(Side Letter)的规制上。

1. 金融服务管理局(United Kingdom's Financial Service Authority, FSA)作为英国对冲基金的主管部门，于2006年3月发布声明，要求基金管理人向所有投资者披露已存在的单边协议。2006年9月，英国另类投资管理协会(The Alternative Investment Management Association, AIMA)进一步规定，如果单边协议中包含“重大条款”的，还应当披露“重大条款”的类型，但并没有要求披露具体条款内容。AIMA和英国对冲基金工作组(The UK-based Hedge Fund Working Group, HFWG)均认为“重大条款”是指：“可以合理地被认为向其他投资者提供更优先的赎回权、决定是否赎回其基金权益的权利的条款，因此可能对其他投资者在行使赎回权时造成重大不利影响。”

2. 在2006年2月1日实施的1940年投资顾问法第203(b)(3)-2号规则中实行对冲基金顾问强制注册制，并且美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)对单边协议进行审查，并监督对冲基金顾问是否适当披露了单边协议。SEC更关注的是与其他投资者利益相冲突的单边协议，例如流动性偏好条款和投资组合信息条款；至于不会对其他投资者产生不利影响的单边协议并不太关注，例如赋予投资者增加投资的能力、最惠国条款、管理费约定、减少收益补偿等。该规则施行后不久便于2006年6月23日失效，对冲基金顾问不再需要强制注册，而是可以自愿选择是否在SEC注册，但并不排除SEC会时不时地审查已注册的对冲基金顾问管理的基金中的单边协议。此外，如果对基金投资人实行不公平待遇，可能会因涉嫌欺诈受到SEC的指控。2012年6月7日，SEC对Harbinger对冲基金的管理人Philip Falone提出指控，其中即涉及Philip Falone给予个别投资人赎回权而不允许其他投资人赎回，因此涉嫌欺诈及操纵基金锁定期。

3. 证券法修订专案组(The Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada)建议，当对冲基金的双边协议或其他附属协议涉及到收取特殊费用或赎回安排时，应实行强制披露制度。

4. 曼群岛金融管理局(The Cayman Islands Monetary Authority, CIMA)尚未对单边协议的使用发布相关规定，但曾提出与英国AIMA的监管规定一致的观点，即应加强对单边协议的披露的管理，使得其他投资者可以评估单边协议对其投资的影响。

可见，各国的管理当局都没有一概否认单边协议的效力，而是通过构建单边协议的适当披露制度，对不同类型和性质的单边协议区别对待，并从诚信原则的角度对单边协议的披露进行规范。

笔者认为，单边协议是有限合伙制私募股权基金及对冲基金各方利益博弈的产物，单边协议不仅涉及签署方的利益，可能对全体合伙人的利益

产生影响，适当披露单边协议的内容，应成为各方权利保护的前提和基础。适当披露制度，包含对披露时点、内容及程度等要求进行明确规定，例如是否仅就单边协议的存在进行披露亦或需要披露协议的内容；对协议内容进行概括陈述还是须详细披露具体条款内容。对单边协议的规制和监督应尊重各利益相关主体的意思自治，以适当披露为核心构建符合我国私募基金发展现状和特点的单边协议监管制度。

### 三、单边协议的效力及风险分析

鉴于目前我国不存在直接规制单边协议的法律法规，在监管缺失的情况下，GP及签署LP往往选择对于签署单边协议的事实及其内容秘而不宣，放任了单边协议存在的法律风险，而单边协议效力不确定是签署单边协议面临的最大的法律风险。单边协议或单边协议的条款一旦不具有签署方所期待的法律效力，实质上沦为签署方之间的安慰函，不但无法达到订立单边协议的初始目的，还可能导致签约方承担违约赔偿、损害赔偿等法律责任。具体而言，对于GP来讲，可能面临签约LP的索赔，也可能面临未签约LP追究其违反管理义务的责任；对LP来讲，可能会遭受单边协议预期利益的损失。

另外，根据财政部、国家税务总局《关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（财税[2008]159号）的有关规定，合伙企业的合伙人以合伙企业的生产经营所得，按照合伙协议约定的分配比例确定应纳税所得额，但若单边协议涉及到合伙人之间收益分配的调整，变更了经工商登记机关备案的有限合伙协议或经全体合伙人一致签署的其他补充性协议中关于收益分配的约定，则会出现税收核定依据以及应纳税所得额不确定性的风险，实践中已出现税务机关不认可单边协议中有关收益分配的特别约定而直接以工商登记机关备案的有限合伙协议为依据进行征税的情形。此等情形的出现，本质上亦涉及到税务机关对单边协议效力态度的问题。

鉴于单边协议签署的原因、条款内容各有不同，其效力不可一概而论，应当针对具体的单边协议签署程序、披露情况及具体条款内容分别进行分析。判断单边协议效力，应综合考查并分析以下因素：

#### （一）GP是否具有相应授权

序号	授权情况可分为以下情形
1	有限合伙协议没有明确授权GP签订单边协议；
2	有限合伙协议对GP签订单边协议进行了概括性授权，例如：“GP有权在有利于基金的情况下与某个或某些LP签订单边协议。”
3	有限合伙协议对GP签订单边协议的范围、内容、权限和签署程序进行具体约定；
4	有限合伙协议明确约定不允许GP签署单边协议。

一种观点认为，授权与否是判断单边协议效力的唯一标准。有限合伙协议作为设立有限合伙企业的基础法律文件，应由全体合伙人一致协商同意并共同签署，对有限合伙协议的任何修改或补充也应经全体合伙人一致同意，但有限合伙协议另有规定的除外。而绝大多数的单边协议的签订实质上构成了对有限合伙协议的修改或补充，有限合伙协议的授权是签订单边协议的合法性基础。如果有限合伙协议没有明确授权GP签订单边协议，意味着对有限合伙协议的任何修改和补充以及签署单边协议都需经过全体合伙人一致同意，则GP与个别LP签订的单边协议无效；如果有限合伙协议对GP签订单边协议进行了明确的概括性或具体授权，则单边协议是有效的；如有限合伙协议对GP签订单边协议的权限作出了明确的约定，GP不能超越权限或违反相关约定，除非全体合伙人对单边协议的效力予以追认，否则单边协议是无效的。

另一种观点认为，授权与否并非判断单边协议效力的唯一标准。单边协议的效力问题不能简单等同于有限合伙协议的补充协议的效力问题。单边协议有效，意味着对于签署单边协议的合伙人之间产生法律效力，而非单边协议自动成为有限合伙协议的补充协议，具有适用于全体合伙人的效力。一般而言，全体合伙人签署的有限合伙协议之补充协议的效力优于有限合伙协议的效力，而单边协议不当然具有超越有限合伙协议及其补充协议的效力。单边协议的缔约目的在于对签署方权益进行不同于有限合伙协议的特殊安排，单边协议的内容并非必然影响全体合伙人的利益，不损害非签署方利益的单边协议无需经过全体合伙人一致同意或得到明确的概括性或具体授权。即便有限合伙协议对GP签订单边协议进行了概括性授权，但单边协议的签订对有限合伙利益或其他LP的权利造成不利影响，且存在《合同法》规定的导致合同无效或可撤销的情形的单边协议也面临效力瑕疵的风险。

笔者赞同第二种观点。第一种观点混淆了有限合伙协议的补充协议和单边协议的区别。目前绝大多数的有限合伙协议都不包括对签署单边协议



进行明确授权、限制或禁止的条款。鉴于包括有限合伙协议在内的法律文件均由 GP 起草，GP 倾向于将签署单边协议的权限写入有限合伙协议，而且希望采取对 GP 更灵活的概况性的授权方式，而对 LP 来讲，则希望采用更明确的限制性授权方式。

#### (二) 单边协议是否适当披露

序号	适当披露需考虑的因素
1	有限合伙协议对披露单边协议有无具体约定；
2	是否存在对披露单边协议的监管规定；
3	是否已按有限合伙协议或监管规则向未签署单边协议的其他 LP 披露单边协议；
4	在缺乏有限合伙协议约定或监管规则规定的情况下，是否已向未签署单边协议的其他 LP 披露单边协议。

关于披露对单边协议效力的影响，一种观点认为：已按有限合伙协议或监管规则披露单边协议内容的，单边协议确定有效；在缺乏有限合伙协议约定或监管规则规定的情况下，GP 可以自由选择是否进行披露，披露与否均不影响单边协议的效力。

另一种观点认为：已按有限合伙协议或监管规则适当披露单边协议内容的，仍应审查单边协议内容是否对有限合伙利益或其他 LP 的权利造成不利影响，以及是否存在《合同法》规定的导致合同无效或可撤销的情形，方能判断单边协议的效力情形。

笔者赞同第二种观点。诚实信用是《合伙企业法》规定的订立合伙协议、设立合伙企业的基本原则，GP 应当向全体 LP 适当披露与其利益有关的信息，LP 对单边协议应享有知情权，GP 适当披露单边协议是 LP 评估单边协议对其利益的影响，进而做出投资选择的基础。鉴于我国目前缺乏针对单边协议适当披露的法规规定，可在有限合伙协议中对 LP 的知情权范围进行具体约定，明确应当如何适当地披露有关单边协议。但披露单边协议后，如何协调和处理来自未签约或/及其他签约 LP 要求享受相同待遇的要求，以及如何协调各个 LP 的特定权利之间的冲突也是 GP 面临的一大课题。

#### (三) 单边协议是否实质变更了有限合伙协议约定内容

序号	单边协议约定事项在有限合伙协议中的约定情况
1	单边协议约定的事项在有限合伙协议中约定模糊，单边协议条款是对有限合伙协议内容的明确；
2	单边协议约定的事项在有限合伙协议中已经约定，单边协议条款是对有限合伙协议内容的变更；
3	单边协议约定的事项在有限合伙协议中并未约定，单边协议条款是对有限合伙协议内容的补充。

单边协议的订约目的是对签署方权益进行不同于有限合伙协议的特殊安排。因此，单边协议的内容突破有限合伙协议的约定成为一种常态。

一种观点认为，对于有限合伙协议没有约定或约定不明的事项，单边协议可以进行具体约定，此时单边协议是确定有效的。

另一种观点认为，无论单边协议约定的内容是对有限合伙协议内容的明确、补充或变更，仍需继续分析单边协议约定对有限合伙及对全体 LP 特别是未签署单边协议的 LP 利益的影响，而无法直接认定单边协议的效力。单边协议的内容不同于有限合伙协议，并不必然导致单边协议无效，例如管理费折扣，虽然变更了有限合伙协议的约定，但实际并不影响其他合伙人的利益；如签订单边协议对有限合伙本身或其他 LP 的权利造成不利影响，且存在《合同法》规定的导致合同无效或可撤销的情形的，单边协议仍然面临效力瑕疵的风险。笔者赞同此观点。

#### (四) 单边协议内容对合伙企业及其他 LP 利益的影响

序号	单边协议对有限合伙和其他 LP 影响的情形
1	对有限合伙和/或其他 LP 有利的；
2	对有限合伙和/或其他 LP 的利益没有实质影响；
3	损害了有限合伙和/或其他 LP 的利益。

GP 签署及履行单边协议应遵守《合伙企业法》和有限合伙协议规定的义务，以有限合伙的整体利益为重，并公平对待每一个 LP。根据上述原则，在 GP 或部分 LP 的利益与有限合伙整体的利益发生冲突时，有限合伙的利益应优先于 GP 或个别 LP 的利益。如果单边协议的约定已经从根本上

改变了全体合伙人先前约定的有限合伙的投资性质、限制投资范围甚至商业模式，则可能损害了有限合伙的整体利益；而赎回/退出权、对投资决定和关键人物的控制权、收益补偿权等特殊条款，则可能会对其他 LP 的权益造成重大影响。以上两种情形，均有可能被认为单边协议的签署是签约双方恶意串通损害第三方利益，从而导致单边协议被认定为无效。如单边协议内容只涉及签署方的权益安排，比如更多的知情权、管理费折扣等，并不损害合伙企业整体利益以及其他 LP 的利益，应当认定单边协议有效。

单边协议的签署还应遵循公平原则。实践中往往很多单边协议的条款对其他 LP 来讲是不公平的，例如：某个或某些 LP 可以获得份额流通权、短期赎回权等。但公平是指权利义务的对等，并非单纯享受权利上的平等。单边协议赋予签约 LP 优先权、优惠和特殊待遇，必然使得未签订和已签订单边协议的 LP 之间、签订不同单边协议的 LP 之间产生权利的不平等，但并不意味着 GP 没有公平对待每一个 LP。比如在结构化的有限合伙制基金中，优先级 LP 和劣后级 LP 享有的权利是不平等，但由于其权利和义务是对等的，所以符合公平原则；再如特定的 LP 享有管理费折扣是因为其投资额较大，虽然其他 LP 并不享有管理费折扣，但这种约定对其他 LP 来讲并未显失公平，而且管理费的给付仅涉及 GP 和某个 LP，与基金无关，不影响其他 LP 的利益。

#### （五）单边协议的签约主体是否适合

一般而言，单边协议的签约主体应当是有限合伙协议的签约方之一。

当存在实际投资人通过代持人隐名投资的情况下，隐名投资人常与 GP 签署不公开的单边协议，一旦发生争议，隐名投资人的主体资格易受到质疑，单边协议的效力存在风险。我国尚未有公开披露的此类案例，但国外最近发生的相关案例可供参考：在开曼群岛大法院于 2012 年 6 月审理的“The Medley Case”一案中，Fintan 通过其代持人 Nautical 投资了 Medley Fund，在投资之前 Fintan 和 Medley Fund 签订了单边协议，Fintan 就此获得赎回/变现权，但代持人 Nautical 并未签署该单边协议。受金融危机影响，Medley Fund 向全体投资人提供了赎回权变更的选择权，Nautical 代表 Fintan 选择了放弃原来的赎回权并且接受每季度按比例分配额外的现金。故而，当 Fintan 依其与基金签署的单边协议要求回购时，遭到了 Medley Fund 的拒绝，Fintan 遂诉至法院。法院认为，Fintan 不是在基金注册的投资人，因此不是签订单边协议的适格主体，所以其签署的单边协议无效，单边协议的签署方应是名义投资人（代持人）。而 Nautical 作为代持人接受的调整后的赎回条款具有法律效力。

笔者认为，当存在实际投资人通过代持人隐名投资的情况下，实际投资人或实际受益人不是签约的合格主体，应当由 GP、投资人、代持人共同签订单边协议，或者在 GP 和实际投资人双方签订单边协议的情况下，代持人应对实际投资人的签约行为予以授权或追认。

#### （六）多份单边协议之间是否存在权利冲突

当存在多份单边协议时，除了需要对各个单边协议进行上述考查及分析外，还应当比较分析各份单边协议的内容是否存在相互抵触。例如：GP 分别在两份以上单边协议中给予了两个以上 LP 优先退出权而产生竞合；单边协议中规定了最惠国条款，而其他单边协议中约定特定权利具有排他性。GP 应慎重签署单边协议并对已经签署的单边协议进行积极有效的管理，避免冲突发生。

值得一提的是，在有限合伙制证券投资基金中常出现 GP 与不同的募集期入伙的 LP 分别签订单边协议，其中对出资金额、投资范围、投资项目、收益分成、债务承担、管理人等分别作出不同于有限合伙协议的个性化的约定。有的单边协议还约定对各交易单元实行业绩隔离并单独计算投资收益。实质上，通过上述特殊安排，GP 希望实现分别和不同募集期入伙的 LP 在有限合伙整体架构下组成相互独立的类似伞形信托“子交易单元”的结构。在这种情况下，不同募集期的单边协议与有限合伙协议之间以及单边协议之间均存在显著差异。

此类单边协议不同于有限合伙制私募基金的结构化设计。结构化设计中常将 LP 分成优先级、普通股、劣后级等类别，不同类别的 LP 在收益分配比例、退出顺序等方面存在区别。结构化设计与此类单边协议存在相似之处，但不同点在于前者的设计经由所有合伙人一致同意后共同签署，结构化设计下有限合伙人之间仍是资合和人合的结合，各 LP 相互了解各 LP 的身份及 LP 类型特征，各 LP 的分配比例及分配顺位虽不相同，但均针对全部合伙财产进行分配；而后者分别通过不同的单边协议约定来实现，并不向所有合伙人公开披露，各 LP 之间并不了解，此类单边协议显著弱化了有限合伙的人合属性。此类约定需要在有限合伙协议及单边协议中进行具体明确的授权，并建立完善的管理和核算制度；GP 还应按照《合伙企业法》及有限合伙协议规定及时办理合伙企业的登记变更手续，否则容易产生争议。

在分析判断单边协议的效力时，应综合权衡以上分析的六个方面的考量，尤其应以单边协议内容对合伙企业及全体 LP 利益的影响为核心要素进行分析判断。

（作者均就职于德恒律师事务所，信泽金感谢作者向《信托周刊》赐稿！）

## ■ 资产估值研究

# LD 房地产开发有限公司股权转让价值评估案例分析

作者：程德元

### 一、案例基本概况

LD 房地产开发有限责任公司（以下简称“LD 公司”）成立于 2007 年 12 月，注册资本 7000 万元（系法人股）；经营范围：房地产开发、房屋租赁、物业管理、建材、装潢材料、电器设备维修、绿化、劳务服务、水电安装、维护服务等；截止 2011 年 12 月 31 日 LD 公司账面资产总额 13990.11 万元，其中：存量房面积 11119.57 平方米，账面价值 7166.57 万元；负债总额 2390.43 万元；净资产 11599.68 万元，其中：实收资本 7000 万元。

LD 公司拥有的存量房产为：

- (1) 天上人间 1 至 6 层商业用房 4417.63 平方米，账面价值 1367.35 万元；
- (2) 明珠大厦 1 至 4 层商业用房 6189.44 平方米，账面价值 5600.87 万元；
- (3) 茂源大市场 15 个车位 512.14 平方米，账面价值 198.35 万元。

### 二、LD 公司股权价值评估结果

(一) LD 公司存量房产的评估结果

注册评估师运用市场法对 LD 公司现有账面存量房产进行了评估，存量房产评估值 16311.20 万元（详见表 1）。

表 1 单位：万元

名称	面积 (m <sup>2</sup> )	账面积	评估值	增减值%
天上人间 1-6 层商业房	4417.63	1367.35	4100.00	199.85
明珠大厦 1-4 层商业房	6189.44	5600.87	12079.00	115.66
茂源大市场 15 个车位	512.14	198.35	232.20	17.06
合计	11119.21	7166.57	16311.20	

LD 公司存量房产评估值 16311.20 万元，在没有考虑相关的税费的情况下，与账面值 7166.57 万元相比，增值 9144.63 万元，增值率 127.6%。这其中涉及到相关的税费包括：营业税及附加、土地增值税、印花税、企业所得税、销售费用等，且这些税费对评估结果的影响相当大。

(二) LD 公司存量房产评估过程中涉及到营业税及附加、土地增值税、企业所得税

若 LD 公司按上述评估价值计算，应缴纳营业税及附加、土地增值税、企业所得税（暂不考虑销售费用）共计 4624.62 万元，

其中：(1) 营业税及附加 913.42 万元（营业税税率 5%，城市维护建设税税率 7%，教育费附加 3%，地方教育费附加 2%）；(2) 土地增值税 2196.37 万元（按普通住宅与非普通住宅分开计算），其中：“天上人间”商业房 946.06 万元，“明珠大厦”商业房 1250.31 万元；(3) 印花税 8.16 万元；(4) 企业所得税 1506.67 万元。

上述营业税及附加、土地增值税、企业所得税 4624.62 万元，占评估价值 28.35%，若扣除上述应缴税金，LD 公司存量房产实际增值 4520.01 万元，增值率 63.07%。

(三) LD 公司股权价值评估结果

1. 若注册评估师不考虑营业税、土地增值税、企业所得税，LD 公司股权价值评估结果

截止 2011 年 12 月 31 日 LD 公司评估后资产总额 30301.31 万元；负债总额 2390.43 万元；股权公允价值 27910.88 万元。

2. 若考虑到营业税、土地增值税、企业所得税，LD 公司股权价值评估结果

截止 2011 年 12 月 31 日 LD 公司评估后资产总额 30301.31 万元；负债总额 7015.05 万元；股权公允价值 23286.26 万元。

在考虑营业税、土地增值税、企业所得税，LD 公司股权价值为 23286.26 万元；不考虑营业税、土地增值税后、企业所得税，LD 公司股权价值为 27910.88 万元，两者相差 4624.62 万元，后者比前者高出 19.85%。这两种评估结果对评估报告使用者来说，会得出完全相反的结论，对评估报告利益相关者的决策来说影响较大。

### 三、注册评估师评估房地产开发企业股权价值时，营业税、土地增值税、企业所得税究竟是否属于评估范围

笔者认为：最重要的判断标准是涉及到营业税、土地增值税、企业所得税的纳税主体是否与评估结论有直接的关联？是否影响到评估结论？

房地产企业存量房产涉及到营业税、土地增值税、企业所得税的纳税主体均为产权所有者，土地增值税、企业所得税与产权所有者的历史取得成本有直接关系。也就是说，对于同一评估对象，如果产权主体的历史取得成本不同，那么在发生产权变动时，土地增值税和企业所得税的纳税主体所支付的税收金额就会不同，应缴税收金额的不同又会影响到评估结果。因此，只有当评估的经济行为和评估目的所决定的评估结论的价值内涵与纳税主体直接相关，且影响到评估结论时，才应该考虑营业税、土地增值税和企业所得税对评估结论的影响，大多数注册评估师认同这一观点。

注册评估师对房地产企业存量房产的单项评估与对房地产企业股权价值整体评估，涉及到的营业税、土地增值税、企业所得税均与纳税主体相关，但房地产企业存量房产的单项评估涉及到的营业税、土地增值税、企业所得税，是构成委评资产公允价值的组成部分，不需要将其从公允价值中分离出来，它不影响评估价值；房地产企业股权价值整体评估涉及到的营业税、土地增值税、企业所得税，不是构成委评股权公允价值的组成部分，需要将其从公允价值中分离出来，它影响评估价值。

房地产企业股权价值评估实务操作过程中，土地增值税和企业所得税清算存在很大的难度和复杂性，注册评估师采取回避的态度，不将其纳入评估范围。

房地产开发企业产品销售采用预售方式，货款结算采用预收账款形式，即销售合同签订，收到贷款时，挂预收账款，实际交房时确认收入，涉及到的土地增值税、企业所得税按预收账款金额一定比例预缴税款，开发项目完成后符合清算条件，主管税务机关对开发项目的土地增值税、企业所得税汇算清缴。一般情况下，房地产企业开发的开发项目多，开发时间跨度长，开发项目之间的成本、费用归集不规范，存在人为调节的因素，加之，税收政策频繁变化，有对税收政策理解上的问题，也有合理避税的技术问题，这些因素决定了房地产开发企业的土地增值税、企业所得税很难算得清，很难算得准确，注册评估师在评估房地产企业股权价值时，对已售出，且已结转销售收入和销售成本产品的土地增值税、企业所得税的清算，以及存量房产评估涉及土地增值税、企业所得税计算感到很棘手，很头痛。大多数注册评估师采取回避方式，即房地产企业股权评估涉及到土地增值税、企业所得税时，不从评估价值中扣除，在资产评估报告特别事项说明中予以披露。

#### 四、注册评估师评估房地产开发企业股权价值时，营业税、土地增值税、企业所得税的纳税义务何时实现

注册评估师对房地产开发企业股权价值评估，涉及到营业税、土地增值税和企业所得税纳税义务何时实现的问题存在认识上的分歧，有两种绝然相反的意见。

(一)有的注册评估师认为：房地产企业股权价值评估时，涉及到的营业税、土地增值税和企业所得税纳税义务没有实现，它是一种潜在负债。注册评估师运用市场法对房地产企业存量房地产进行评估，即注册评估师根据评估基准日委评资产所处的市场环境、交易条件，参照近期可比的交易记录，模拟计算出委评存量房产的价值，截止评估基准日，委评的存量房产的交易的对方只是潜在购买者，实际交易并没有发生，且实际成交价与评估价存在差异。按照相关税收法律、法规的规定：只有当存量房交易实际发生时，纳税义务才会产生。截止评估基准日，房地产企业无论是存量房还是委评股权的交易均未发生，由此涉及到的营

业税、土地增值税、企业所得税只是一种潜在的负债，并没有形成现实的纳税义务。因此，注册评估师在评估房地产企业股权价值时，涉及的税收只需在评估报告中予以披露，不需要将这部分税金作为一项负债从存量房产价值中扣除。

(二)有的注册评估师的意见正好相反，他们认为：房地产企业股权价值评估时，涉及到的营业税、土地增值税和企业所得税的纳税义务虽然没有真正实现，是一种潜在负债，但是，评估目的所确定的经济行为一旦实现，这种潜在的纳税义务一定转化为现实纳税义务，这种潜在的负债一定转化为现时负债，注册评估师在评估股权价值时，有责任和义务合理地估计这种潜在负债，这样，评估的股权价值更加接近公允价值，符合股权价值的定义。由于存量房的实际交易价格与评估价值之间存在差异，影响到营业税、土地增值税、企业所得税，从而影响评估结果，注册评估师在评估报告中予以披露，提示评估报告使用者予以关注。

#### 五、案例分析结论

注册评估师在评估房地产企业股权价值时，对由此涉及到营业税、土地增值税、企业所得税纳税义务何时实现，涉及税收是否应纳入评估范围，在认识上存在分歧，导致注册评估师采用两种不同的处理方法，即：“扣税法”、“揭露法”。

(一)扣税法，注册评估师采用扣税法评估房地产企业股权价值时，将房地产企业存量房产评估价值中包含的营业税、土地增值税、企业所得税，视为委评的企业的一项负债，从评估后的资产总额中扣除，从而得出股东权益公允价值。存量房最终交易价格与评估价值之间存在差异，导致了注册评估师根据评估值计算的营业税、土地增值税、企业所得税，与实际交纳税金不一致，影响股权评估价值，注册评估师将其作为一项特别事项在评估报告中揭示，提请报告使用者关注。

(二)披露法，注册评估师采用披露法评估房地产企业股权价值，房地产企业存量房产评估价值涉及到的营业税、土地增值税、企业所得税不作为一项负债，从评估后资产总额中扣除，注册评估师在影响评估结果的事项中予以披露，让评估报告的使用者做出判断。

大部分注册评估师更倾向采用“扣税法”处理企业所得税，目前，没有具体评估准则或评估指南明确做出规定，给注册评估师实务操作带来一定难度，对于此类情况，中国注册评估师协会可以制定相应准则或准则指南加以规范，或者以案例讨论方式提出倾向性的处理方法，来解决资产评估实务操作过程中出现的一些有争议疑难问题。

(财会学习)

# 带租约的经营性房地产之估价探讨

作者：闫丽华

在房地产抵押和转让工作中，经常有带租约的经营性房地产抵押、转让的情况，估价的情况比较混乱，有些估价报告质量堪忧。为此，我在此谈一点浅陋的意见，与广大实务工作者探讨。

例如，有一处房地产，位于商业繁华路段，相类似房地产出租者甚多，土地使用期限尚有 30 年，房屋寿命尚有 60 年，现在权利人要向银行抵押贷款，可房地产已出租，租期 10 年，还有 8 年才能到期。而房地产租金只有目前市场价的 50%，受银行委托，某房地产评估机构对此房地产进行评估，而房地产所有权人又向评估机构提出希望通过评估多贷些款的要求。

那么房地产估价师应考虑哪些因素进行估价，采用哪种估价方法比较适宜？租约对房地产评估价值有何影响，如何修正呢？

《房地产估价规范》规定：“有条件选用市场比较法进行估价的，应以市场比较法为主要的估价方法”。该评估对象所处繁华商业区、周边出租案例较多，明显符合这一条件，而市场比较法又是最贴近市场的最准确的评估方法，因此，市场比较法是必须采用的。《房地产估价规范》还规定：收益性房地产的估价，应选用收益法作为其中的一种估价方法。该评估对象显然也应该采用。但又有非常需要注意的地方。那就是：估价对象权利中带有租约，而且租约跟市场现实的客观租金有相当大的差距，这又该怎么修正呢？一类估价报告认为，不应考虑租约，评估房地产的完全市场价值。一类估价报告认为，将房地产的完全市场价值减去了租金价款。还有一类估价报告认为，将市场租金减去合同租金的盈余部分得到承租人的权益租金，然后对承租人权益租金进行资本化得到承租人权益价值。再将承租人权益价值从市场比较法或收益还原法求得的价值中予以扣除，得到附有承租权的房地产的市场价值。换言之，评估房地产的市场价格是以正常房地产租约价值的变现价值加上房地产租期界满后的可变现价值的现值和。

我们房地产界从业的人员应该懂得，折现是以权利人可以随时按这个市场价格变现为前提的！由此可见，对于非正常租约的房地产价值与同期正常租约的房地产价值的差异就应该非正常租约与正常租约之间所造成的差异的现值和。至于其折现率则应该是正常的市场租约的折现率，这个折现率是可以通过市场提取法来取得的。

因此，我认为第三类估价方法比较科学。因为它充分考虑了承租人取得房地产的非市价以及因此而取得的高于正常租价收益的高收益，也就是说承租人因租价低取得了超过市场平均收益的收益。我们同时应考虑到，相对出租人权益价值来说，承租人承担的风险更大一些，所以其要求的报酬率就应该相对高一些。总之，租约的存在，对房地产的评估价值直接造成了减价修正的影响，而且不仅仅是租金的实际数额那么大的影响，而是估价时点 8 年正常出租房地产客观价值的现值。而前两种房屋估价方法，都是有问题的。不论是房地产估价师应房屋所有权人的要求，违反职业道德，刻意为之，还是业务不精，出具了有问题的估价报告。我们姑且不论何种原因，单单就事论事。

先说第一种估价方法，第一，第一类报告评估的是房地产的完全市场价值，而带租约的房地产，其价值已经不完全掌握在所有权人手中了，承租人在租期内享有占有权、使用权和收益权，出租人，也就是房地产所有人已经将其 10 年的（估价时还剩 8 年）的权益通过出租转让给了承租人。第二，因为租约的存在，对抵押权人银行主张权利造成了妨碍。如果抵押人还不了贷款，银行可能起诉到法院，要求以抵押房屋拍卖款项受偿。而根据“买卖不破租赁”的法理，“买卖不破租赁”是《合同法》里规定的内容。《合同法》第 229 条规定：“租赁物在租赁期间发生所有权变动的，不影响租赁合同的效力”，而且根据最高人民法院《关于贯彻执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见（试行）》第一百一十九条的规定：“私有房屋在租赁期内，因买卖、赠与或者继承发生房屋所有权转移的，原租赁合同对承租人和新房主继续有效。”《城市房屋租赁管理办法》第 11 条规定：“租赁期限内，房屋出租人转让房屋所有权的，房屋受让人应当继续履行原租赁合同的规定”；《最高人民法院关于贯彻执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见（试行）》第 119 条第二款规定：“私有房屋在租赁期内，因买卖、赠与或者继承发生房屋产权转移的，原租赁合同对承租人和新房主继续有效”。所以，承租人的合法权益理应得到优先保护。带租约的房地产通过影响使用影响了该房地产的拍卖价格。第三，银行可能因为估价报告的误导贷给房地产所有人超过抵押房地产价值的款项，造成银行的损失，当然，房地产估价机构和签字估价师难辞其咎，得吃不了兜着走了。

再说第二种估价方法，这种方法将房地产的完全市场价值减去了租金价款，考虑了评估房地产带租的因素，可它仍然是不周全的。第一，它没有考虑到资金的时间价值（不同时间发生的等额资金在价值上的差别称为资金的时间价值），承租人是两年前一次性支付了 10 年的租金。资金的现值与终值是两个完全不同的概念。在本案例中，资金现值得以增值，承租人的增值收益是冒了市场不确定性可能导致投资失败、资金损失的风险的。第二，两年中，市场可能已经发生了很大的变化，因此对于几年前的租约可能与现时租约的租金存在差距，非正常租约的房地产价值与同期正常租约的房地产价值之间也会产生差异，其差异就应该非正常租约与正常租约之间所造成的差异的现值和。至于其折现率应该是正常的市场租约的折现率，这个折现率是可以通过市场提取法来取得的。我们只能说由于承租人眼光独到，勇担风险，因此他两年前付出的资金（租金）得到了超值利润，他为此得到了超额回报。怎么还能以他取得这宗房地产租约的原始值来认定其租约的现值而不考虑其增值的现实呢？脱离了现实、脱离了市场的估价报告又怎么会得到认同呢？

至于带租约对房地产的转让，思路与抵押是差不多的，区别在于抵押用途的房地产评估时以保守为原则，以确保抵押权的实现，而转让用途下的房地产，更贴近市场，体现房地产的市场价值，其估价额应高于抵押评估的估价额。

（城市建设理论研究）

# 集体房地产的抵押价值评估

作者：刘哲

引言：随着我国经济的飞速发展以及人民生活水平的提高，我国集体土地与其上房屋抵押价值及评估的业务也随之迅速增多。然而，在实务中却依然存在着不少问题，因此本文就关于集体房地产及其上房屋抵押价值评估中的抵押权实现过程中集体房地产权属转移方式、估价方法的选择、合法性原则的把握、估价时点的确定等各方面进行初步的分析和探讨。

## 一、抵押集体房地产权属转移实现时的两种方式

依据《担保法》第55条中规定，如果是以乡(镇)村企业的厂房等建筑物所占用的土地范围作为使用权抵押的，在其实现抵押权之后，规定没有经过法定程序的不得独自改变土地用途以及土地集体所有。该法定程序包含了关于列入出让计划、征地计划都必须取得相关规划许可等。1997年3月19日，我国国土局下达了就土地使用权抵押登记等相关问题的通知(下文简称通知)中第二条有着明确规定：关于乡(镇)村企业厂房等建筑物的抵押一旦涉及集体土地使用抵押的情况，抵押人需要委托具有土地估价资格的相关责任机构进行专业地价评估，然后经由土地管理部门确认，而且还需要明确实现抵押权的方式，如果需要将其转为国有土地，就必须同时核定出土地使用权的出让金数额。其次，由抵押权人与抵押人共同签订抵押合同。依据通知中第四条明文规定，凡在办理土地使用权登记过程中，处分抵押财产时涉及集体土地所有权转为国有的情况时，通常按照土地管理的有关规定为准则进行办理。从中可以看出在实现集体房地产的抵押权过程中，在特殊情况下，经由法定程序下集体土地所有权是可以转为国有的。

为此，房地产权属的转移在集体房地产抵押权实现时可以分为以下两种方式：第一种是在不改变土地所有权性质的前提下，依然属于集体所有，即房屋所有权和土地使用权发生转移；第二种是在改变土地所有权性质的情况下，将集体所有转变为国有，房屋所有权和土地使用权发生转移。

抵押权实现过程中不同房地产权属的转移方式会造成抵押房地产权的处分价格有所不同，使得处分的难易程度受到影响。因此在作估价报告中应该对转移方式进行详细的说明，从而方便抵押权人对抵押物的具体情况有一个全面的了解。

关于第一种转移方式，处分的时候买受方所支付的价格称作集体房地产的价格，也就是获取集体土地使用权与其房屋所有权所需支付

的价格；关于第二种转移方式，买受方所支付的价格就称作国有房地产的价格，就是获取国有土地使用权所需出让的价格土地征用费以及房屋所有权的价格和土地出让金。当前许多评估人员都没有注意到这一问题严重性，从而在集体房地产估价报告中关于这方面所作的说明不够明确，严重影响了抵押权人对关于未来房地产价格变化趋势的把握程度。与此同时，也使得抵押权人对抵押权实现过程中处分前景的预测受到影响。

## 二、估价方法的选择

关于国有房地产的评估，市场中常用的四种基本评估方法分别为收益法、比较法、假设开发法、成本法。然而这些方法是否能够都适用于集体房地产的抵押价值评估？

依据房地产抵押价值评估规范第6.4.2条中明确规定，房地产抵押价值评估应当采取公开市场价格的标准，可以通过参照设定抵押权时的相关类似房地产的市场正常价格进行评估。集体房地产抵押价值的评估其实就是集体土地使用权以及其房屋所有权所连在一起的整体价值的评估，为此也应当以设定抵押权时的相关房地产的市场正常价格为标准进行评估。然而，在方法的选择上应该通过分析其特殊性来选择。

(一)按照现行的明文规定，集体房地产除了兼并、非因破产或抵押等情况所导致发生权属的转移之外，一般情形下没有正常的、公开的市场交易发生，往往在评估过程中难以收集到可比成交的案例，因此往往都难以直接采取市场比较法来评估。

(二)集体房地产抵押大部分都属于企业厂房的抵押，也就是工业用途上的房地产，按理论上讲可以通过采用收益还原法。但是在收益还原法实际运用过程中，通常需要收集集体土地等类似企业的收入以及运营费用等相关资料，以便计算出客观收益。但是往往会因为同一个供需圈内类似的房地产不多，导致资料很少，因此也很难直接采用。

(三)国有土地所使用权价格的评估方法通常为成本，然而能否直接应用到集体土地使用权价值评估？首先，国有土地使用权的价值评估必须经过法律法规的确认，例如一级市场的内资出让金、外资出让金、土地使用费等都需要经由相关部门的确认才可以通过；其次就是二级市场交易活跃，存在着单纯的土地使用权转让价问题。评估人员可以通过从成本的角度、按照转让价或出让价以此来确定国有土地的使用权及取得费用。由于集体土地使用权受法律规定不得有相关类

似于正常的市场转让、国有土地等的出让等行为发生,因此很难直接估计集体土地使用权的取得费用。为此,成本法也很难直接用于对集体土地使用权价格上的评估工作,但是适用于对集体房屋的所有权价格评估中。

(四)假设开发法通常适用于拥有开发或者再开发潜力并且能够即将开发或者再开发的房地产,这一方法是按照规划中的开发条件作为前提假设的,是估价过程中最实用的估价使用原则的生动体现。所以,假设开发法对于没有明确再开发计划或者以担保为目的集体房地产的抵押评估相对而言是较不合适的。

总之,市场房地产价值评估的方法应结合实际情况,各取所长。相对而言较为结合成本法的基本思想是:先将委估房地产的土地假设为国有土地,然后用市场比较法去求出其使用权的相应价格。其次,通过减扣集体土地依法将其转换为国有土地的费用(也就是征地费),这样就得到了集体土地使用权的价格;最后再用成本法求出建筑物的价格之后,将两者相加,两者之和就被称作委估集体房地产的抵押价格。

### 三、估价报告中须作的两项说明

作为评估人员,在做集体房地产抵押价值评估报告的时候,需要在限制条件以及估价规范规定的价值评估假设这一栏中,做出如下两项明确说明,从而以便抵押当事人作为参考,尤其是让抵押权人了解抵押物所能担保的债务数目时提供必要参考。具体两项说明如下:

#### (一) 估价结果的内涵

尽管抵押当事人希望可以了解到的是当抵押权人依法以提供担保的房地产处分或抵押人不履行债务(变卖该房地产、折价或者拍卖)时,该房地产所能够实现的客观合理评估价格折算到假设抵押权时的价值,然而因为处分时点的不确定性,致使很难准确的把握这种预期价值,依据估价规范的明确规定,实际的抵押价值评估价格就是假定的抵押权过程中的集体房地产价值。作为抵押权人应该考虑抵押权从假定时点到处分时点这一期间内的房地产市场抵押物处分的费用、变化的风险等,然后再按照估价结果中的某一比例来确定抵押房地产可用于担保的债务数额。

#### (二) 转移方式对房地产处分的影响

当抵押权人采用报告的估价结果当作抵押贷款参考的时候,应该要注意到评估的结果是按照抵押房地产处分期间土地所有权并不转为国有为前提条件的,因此如果在处分期间买受人并不是委估对象所属的集体经济个人或组织单位,依据规定的要求需要转为国有土地并且买受人必须交纳应支付的土地出让金以及土地征用费,而这样就会在一定程度上增加了对委估对象的处分难度。

结束语:总而言之,集体房地产的价值评估的首要原则是要合法,然后依据相关法则法规来进行专业评估。选取正确使用的估价方法,才能更好的对集体房地产抵押价值进行评估。

(城市建设理论研究)

## 泛资产管理行业的金融资源整合与信托投融资业务创新实务论坛【G69】

2013年05月25-26日·北京

论坛持续2天,分为4个专场:

- 一、银行、保险、信托的资源整合与资产管理业务创新
- 二、证券、基金、期货、信托的资源整合与资产管理业务创新
- 三、金融资产管理公司、金融租赁、财务公司、产业基金、第三方理财、信托的资源整合与资产管理业务创新
- 四、融资租赁、融资担保、典当、小额贷款、P2P、房地产有限合伙基金、信托的资源整合与资产管理业务创新

每个专场分别由5位来自金融及资产管理实务一线的专业人士进行主题发言和互动交流,四场的特邀嘉宾不少于20位,资产管理行业实干精英们的一次盛大聚会!

报名咨询热线:010-64363798 邮箱:xinzejin2013@163.com

# 城市房地产的拆迁补偿评估

作者：龚国光 应尚军

## 一、引言

自改革开放以来，房地产行业成为我国经济发展支柱产业的同时，全国各地因拆迁而引发的暴力恶性事件也频频发生。尽管自1991年起我国先后颁布了《城市房地产管理法》、《城市房屋拆迁管理条例》、《物权法》以及《国有土地上房屋征收与补偿条例》等一系列针对性的规章制度，但始终未能真正有效解决问题，其根本原因在于对被拆迁人的补偿不合理。近年来，房屋拆迁补偿问题日益成为社会关注的焦点，陈路、王才亮、杨晓铃及刘文忠等分别在房屋拆迁补偿对象、补偿范围和补偿原则等领域做了大量的有益探索。本文在前人研究的基础上，通过对“房地合一”和“房地分离”拆迁补偿评估方法的对比实证研究，指出房地分离拆迁补偿模式是一种更为合理的补偿方法。

## 二、房屋拆迁补偿评估方法

纵观国内外相关法规及实践操作，房屋拆迁补偿评估主要采用两种方法，即：房地合一和房地分离。目前我国城市房屋拆迁评估一般采用房地合一法，也称作是房屋拆迁货币补偿基准价系数修正法。

### （一）房地合一评估方法

房地合一评估方法是目前城市拆迁补偿中比较通用的一种计算模型，其基本思路就是根据拆一还一、就地安置的补偿原则，以评估时点被拆迁片区同地段、同用途新建商品房交易平均价格为基数，作为被拆迁人房屋和土地使用权的补偿价格，它与房屋设施补偿、装修补偿一起构成房屋拆迁补偿总额。该方法的计算公式是：拆迁补偿金额=同地段、同用途新建商品房交易平均价格×被拆迁面积×（1±住宅状况修正系数）+设施补偿费+装修补偿费+其他费用。

#### 1. 同地段、同用途新建商品房交易平均价格

一是采用市场比较法。在评估时点将评估对象与同地段、同用途新建商品房的市场价格进行比较，对这些类似房地产的已知价格作适当的修正，以此估算评估对象的客观合理价值；二是采用收益法。该方法预计评估对象未来的正常收益，选用适当的资本化率将其折现到评估时点后累加，以此估算评估对象的客观合理价值。

#### 2. 住宅状况修正系数

结合我国北京、上海等地方政府出台的相关政策，住宅状况修正系数的计算公式是，住宅状况修正系数=年限修正系数+水电气修正系

数+墙体修正系数+结构修正系数+门窗修正系数+区位因素调节系数+其他修正系数。

#### 3. 设施补偿费

设施指水、电、气等设施，一般采用重置成本法，按照市场价格进行估算。设施补偿费=自有设施数量×重置价格。

#### 4. 城市房屋装修补偿费

装修必须依附于建筑物，本身无法作为独立财产体现其价值，无法运用比较法、收益法评估，且同等装修价格在市场上差别很小，采用成本法即可以体现其价值。装修补偿金额=装修成本一折旧。

### （二）房地分离评估方法

在市场经济高速发展的时代，城市房屋拆迁补偿金额应与被拆迁的土地市场价值紧密联系在一起。目前我国土地价值评估的方法有基准地价法和成本逼近法。成本逼近法根据土地出让各项费用的总和来确定土地的市场价值，土地整治成本差异较大，因此不利于形成标准的计算方法。基准地价法是通过对被拆迁土地所在片区地价的动态化监测，通过容积率修正等方法获得土地的市场价值，计算方法较为简单，也易于建立比较严格的补偿标准。该方法的计算公式是：拆迁补偿费用=土地使用权补偿费+地上附着物补偿费+装修补偿费。

#### 1. 土地评估值

评估地价=基准地价×[1+(成熟度修正系数)+(区域和个别因素修正系数)+(土地使用权类型修正系数)]×容积率修正系数×年限修正系数×期日修正系数。

#### 2. 土地使用权补偿价格标准

土地使用权补偿价格标准=(拆迁后的土地使用权价格评估+政策优惠部分-其他拆迁成本)/拆迁面积。

#### 3. 地上附着物费

地上附着物包括房屋及水电气等设施，一般采用重置成本法，按照评估时点的市场价格进行估算。房屋补偿金额=房屋建筑面积×重置价格，房屋建筑面积包括自用面积和公共部位的分摊面积。水电气等设施补偿费=自有设施数量×重置价格。

#### 4. 城市房屋装修费

该部分的补偿方法与前文中房地合一评估法中相关部分的补偿方法一致，不再重复。



### (三) 两种评估方法的比较分析

房地合一评估法通过市场比较法或收益法计算拆迁补偿金额，但是，该方法将房地产开发过程和土地的拆迁过程割裂开来，忽略了影响土地市场价值的重要因素——土地的规划指标，土地的市场价值未能得到充分的体现，不利于保护被拆迁人的权益。房地分离评估法则将土地的拆迁过程和房地产开发过程联系起来，以动态的土地基准地价为核心，充分考虑区位、规划指标等土地价值影响因素，真实地反映了土地的市场价值，因此，房地分离的评估法相对更加科学合理。土地基准地价和容积率调整系数一般由政府基于房地产市场的发展进行动态调整，政府需要建立一套完整的市场监控体系，定期公布土地市场和房地产开发市场的动态信息，为评估提供准确的基础数据。

## 三、评估案例

### (一) 拆迁项目简介

2004年重庆市沙坪坝区工人村拆迁，由于危旧房较多，被沙坪坝区政府列为旧城改造项目。该项目水、电、气、通讯、道路五通，各项条件一般；总占地面积14575平方米，拆迁面积26565平方米。拆迁房屋类型为住宅，拆迁房屋结构为砖混结构，补偿方式选择货币安置。根据沙坪坝区国土局公示函，该项目用地性质为住宅，最大建筑面积不超过86444平方米，容积率为5.93。住户陈XX拆迁面积65平方米，占地92平方米，房屋为木柱穿逗结构，住房曾在2001年装修过，装修成本8560元。

### (二) 房地合一的城市拆迁补偿评估

#### 1. 同地段同用途住宅交易价格

(1) 交易实例的选择。比较实例A、B和C均紧邻本项目，土地级别均为住宅五级，2004年末扣除公摊后的折合住宅销售均价分别为2361.2元/平方米、2335元/平方米和2566.5元/平方米。

(2) 住宅平均价格的计算。上述比较实例均紧邻本项目，环境、配套设施及繁华程度等因素极为相似，均为普通商品房，故不做差别调整，经简单算术平均得：住宅平均价格=(2361.2+2335+2566.5)/3=2420.9元/平方米。

#### 2. 住宅状况修正系数

根据被拆迁人陈XX房屋的实际情况，其住宅状况修正系数如表1，合计-10.5%。

#### 3. 设施补偿费

按照重置价格法，陈XX房屋的设施补偿费如表2，为4243元。

表1 住宅状况修正系数

年限修正系数	-15%
水电气修正系数	0
墙体修正系数	-1%
结构修正系数	-2.5%
门窗修正系数	0
区位修正系数	+3%
其他因素调整系数	5%
合计	-10.5%

表2 设施补偿费

项目名称	单元(元/户)	数量(户)	金额(元)
天然气	2250	1	2250
水表	500	1	500
电表	660	1	660
闭路	450	1	450
宽带	330	1	300
电话	83	1	83
合计			4243

#### 4. 装修补偿费

按照每年10%的折旧计算，采用直线折旧法：

装修残值=8650×(1-10%×4)=5190元。

#### 5. 陈XX拆迁补偿金额合计

拆迁补偿金额=同地段同用途新建商品房的交易平均价格×被拆迁面积×(1±住宅状况修正系数)+设施补偿费+装修补偿费  
=2420.9×65×(1-10.5%)+4243+5190=15.02万元。

### (三) 房地分离的城市拆迁补偿评估

#### 1. 评估样本点土地使用权价值评估

根据《重庆市人民政府关于调整国有土地使用权土地级别基准地价和土地出让金标准的通知》、《重庆地价指南》以及《重庆市国有土地使用权基准地价》等相关规定，可得下列数据(具体计算过程省略)：

- (1) 土地面积=14575平方米；
- (2) 区段均价=1237元/平方米；
- (3) 成熟度修正系数=-0.015；
- (4) 容积率修正系数=2.5488；
- (5) 土地使用权类型修正系数=0；
- (6) 区域和个别因素修正系数=0.1049；
- (7) 期日修正系数=1.29738；

(8) 年限修正系数=1。

根据上文相关数据，单位土地使用权评估价值

$=1237 \times (1 - 0.015 + 0.1049 \times 0) \times 2.5488 \times 1 \times 1.29738 = 4458.19$

元/平方米，土地使用权价值总额=4458.19×14575=6497.8万元。

## 2. 拆迁房屋土地使用权补偿价格

根据重庆市有关税收优惠措施，对于旧城改造项目，城市建设配套费和土地出让金实行拆1平方米免1.5平方米，每平方米应缴纳土地出让金为270元，每平方米应缴纳城市建设配套费为140元，由此可得：

(1) 应缴纳土地出让金=270×86444=2333.998万元；

(2) 土地出让金优惠=1.5×26565×270=1075.88万元；

(3) 应缴纳城市建设配套费=140×86444=1210.216万元；

(4) 城市建设配套费优惠=1.5×26565×140=557.86万元；

(5) 实际应缴纳土地出让金=2333.998-1075.88=1258.118万元；

(6) 实际应缴纳的城市建设配套=1210.216-557.86=652.356万元；

(7) 政府转移补贴=557.86万元；

(8) 其他拆迁成本=土地使用权价值×5%=6497.8×0.05=324.89万元。

根据上文相关数据，被拆迁房屋实际补偿价格

$= (6497.8 - 1258.118 + 557.86 - 324.89) \div 14575 = 3754.82$ 元/平方米。

## 3. 分户土地使用权补偿价值

土地使用权补偿价值=片区土地使用权平均补偿价格×占地面积

$= 3754.82 \times 92 = 345443$ 元。

## 4. 地上附着物价格补偿费

按照重置价格法对地上附着物进行补偿。

(1) 房屋补偿。根据重庆房屋评估标准，木柱穿逗结构房屋丙级的重置价格为120元/平方米，房屋补偿金额=120×65=7800元。

(2) 设施补偿。按照重置价格法，陈XX房屋的设施补偿费如表2，为4243元。

## 5. 装修补偿费

根据前文计算结果，装修补偿为5190元。

## 6. 陈XX拆迁补偿金额合计

拆迁补偿金额=土地使用权补偿费+地上附着物补偿费+装修补偿费=345443+7800+4243+5190=362676元。

## (四) 评估结果对比分析

上述两种不同方法的评估结果，陈XX的拆迁补偿金额相差近21万元。在城市房屋拆迁中，必须平衡开发商、政府、被拆迁人三者之间的经济利益，才能真正有效解决拆迁过程中的矛盾。就房地分离评估法的结果而言，该项目的土地使用权价值为6497.8万元，折合楼面地价约为751元/平方米，完全在开发商可承受的范围之内，而政府也获取多达1258万元的土地出让金，同时，被拆迁人也多获得了将近21万元的补偿费。因此，从利益的分配角度看，房地分离的拆迁补偿计算方法有效实现了开发商、政府、被拆迁人的利益均衡，充分体现了土地使用权的市场价值，是一种比较科学的城市经营性土地拆迁补偿的评估方法。

(会计之友)



## 《金融信托投融资实务与案例》

经济管理出版社 2013年1月第一版

信泽金智库系列丛书之二

丛书主编：王连洲

本书主编：王巍

➤ 国内第一次系统梳理金融信托创新实践的专业读本

➤ 国内第一本系统呈现各类信托实务案例的实用手册

订购热线：010-64332722

电子邮箱：xinzejin@yeah.net

# 房地产抵押评估的热点问题探讨

作者：钟辛

房地产抵押的行为中，借款人一般是以房地产抵押的形式来向银行申请贷款的。银行是按照房地产评估价值的一定比例向借款人放款的。评估机构则根据评估价值的一定比例向客户收取评估费用。这个过程中，房地产评估价值的高低是各方关注的焦点。银行为控制贷款风险，通常要求估价机构按照“谨慎原则”进行估价。

房地产的抵押价值评估关系到方方面面的利益，价值评估的目的是保障抵押权人、担保人、抵押人的利益，甚至是金融行业的利益。房地产的抵押评估结果是合理的，就能够保护其应有的权利，合理地确定抵押人能够取得贷款的额度。就国家而言，正确的房地产抵押价值评估结果有利于房地产金融业务的良性循环和金融服务的扩大，促进房地产业与金融业的健康发展。

## 一、目前房地产抵押评估中存在的问题

(一)对于抵押人来说，抵押权的目的是取得或变卖土地使用权，而是提供债务履行担保。土地使用权设定抵押权时，评估的目的不是土地使用权本身的价格，而是为抵押行为双方提供被抵押土地使用权的抵押担保价格。而被抵押土地使用权的这种抵押价格就抵押方而言，表示他所能取得的贷款金额，以及因抵押而承担的额外风险。而对于抵押权人而言，则意味着他所取得的债务履行担保的程度，而不是取得土地使用权的市场价格或清算价格。

“抵押土地在估价时点的市场价值”就是土地抵押价值，“等于假定未设立法定优先受偿权利下的市场价值减去土地估价师知悉的法定优先受偿款”，优先受偿权已在土地抵押价值的内涵中扣除，考虑变现能力，再把各种诉讼费用和税费考虑在内，本身资产的价值和市场交易价值就打了折扣。在目前的金融机构中发放贷款仍以过去的折扣率(50%~70%)发放贷款，过去之所以会有这样的折扣，根据银行系统的规定，折扣风险包含了房地产预期风险、违约风险和处置税费等抵押期间的所有风险，扣除风险后的房地产价格就是在抵押期内能够保障债权安全的抵押价格。抵押物变现时产生的价格减损，和上缴税费都应考虑在内，这样以免抵押人的利益收到损害。在价值扣减中需要

避免有重复的内容，如有重复的内容，后果将是估价对象的抵押价值远远低于市场价值，甚至远远低于其变现价值。

(二)缺少专业评估知识的信贷人员，对房地产的价值就无法准确的估算。房地产评估的专业性较强，要有一些基础的理论知识和实践经验。有时候在评估房地产时由于知识或是资料的限制，信贷人员在做内部评估时较难判断出房地产客观合理的价格。有的信贷人员不熟悉《城市房地产管理法》、《土地管理法》等相关的法律，所以不能正确地判断房地产的合法性和抵押的有效性。不同性质的房地产的价值也是有很大区别的。对法律的不熟悉直接会导致抵押无效或是缺值。

(三)土地资产再抵押评估问题。有这样一种情况存在使得抵押权这一土地他项权力不再存在，那就是当债务人还清银行贷款后，抵押人与银行的抵押贷款关系就告结束。此时，已撤销抵押的地产与未抵押的地产一样，可以进行抵押贷款。另外，如果抵押人已经抵押的地产是整个地产的一部分，则未抵押的其余部分仍可再抵押。如果抵押地产评估价格为100万元，按银行抵押贷款率70%计，可以贷款70万元，而抵押人第一次贷款30万元，那么，在这种情况下，抵押人还可以第二次向银行申请不超过40万元的贷款。因为这种再抵押贷款情况，银行仍



有收回贷款的保证。在这样的一种情况下评估报告需要重新评估：在评估报告有效期内，第一次抵押和第二次抵押的时间相隔较长，而且，地价已明显上涨或下跌，就需要重新评估，否则将会使某一相关方的利益受损。如果两次抵押相隔超过评估报告的有效期限，在这种情况下，地产一般要重新评估或至少要由土地评估机构出具注明证实在此期间地价无明显变动。

(四) 银行和评估机构在评估上衔接缺失。现在银行和评估机构存在的问题就是，在评估的机构中评估人员对于银行的操作和业务的品种不够熟悉，而在银行中放贷的工作人员对于评估的技术和理论知识同样的缺乏。这样直接导致了出现了以下两方面的情况。

一是银行是否拿到了符合银行规程的评估机构提供的评估报告：再



就是拿到评估报告后能否能正确的理解和使用评估报告。评估机构评估出抵押物现状下的公开市场价值，银行按公开市场价值的 50%~70%作为贷款额，这是目前在评估实务中最为普遍的情况。这种简单的衔接模式不仅增大了评估机构的评估风险，也使评估机构对评估理论和方法的灵活运用受到了很大的限制。

(五) 选用抵押价值类型。在我国现阶段土地抵押贷款大抵可以分为两类。一类土地抵押贷款为房地产开发商的开发项目。另一类则是工商企业的流动资金贷款。两者在贷款的形式上是不同的，违约的风险大小，程度也是各有不同。在估价时点上应该依照不同的抵押贷款形式确定不同的估价时点。

评估报告是有效性的，一般为半年或一年。在半年或是一年时间到期后，银行是需要更换评估报告的。把估价的时点确定为当前的估价

时点，在操作上有所便利但是在理论的解释上却增加了难度。存在的选用价值类型的问题，实际上和估价时点的确定问题是相同的。

## 二、改进房地产抵押评估工作的建议

(一) 评估人员职业道德水平需要提高。作为房地产评估人员不仅要有丰富的实践经验，扎实的专业理论知识，更需要要在职业道德上保证表现良好。因为一名评估人员只具备估价的理论知识，丰富的经验是远远不够的，优良的职业道德才能客观公正的做出正确地评估。一旦评估的价格不客观不公正时，就会损害到当事人的利益，同时给银行信贷的资金造成风险。

(二) 要做到公平、客观和诚实。在估价时不弄虚作假，要量力而行，在评估中如感到自己的专业能力难以完成一项房地产估价时，应该请本估价机构中其他资深估价师来协助完成。保密原则也是作为评估人员应具备的品质，评估中知悉的涉及委托方商业机密要做好保密工作，资料妥善的保管，不得将资料外泄和公开相关的内容。还有一点需要注意的是，应保持独立的估价，回避自己的亲人朋友，和其他关系的关联人。

## 三、明确产权和抵押标的权属

明确产权是非常重要的工作之一，房地产的交易转移的是有关房地产的产权所有权和使用权或是其他的权益而并非是房地产的本身，这是由于房地产自然地理位置的固定性决定的。我们在评估中也是就这些无形的权益进行价值的评估。在评估前假如房地产抵押标的权属不清，将会给评估的工作人员和抵押权人造成很大的风险。而且还可能根本失去房地产抵押的实际意义。所以产权是否明晰在评估中有着至关重要的作用。评估人员在进行评估时首先要看的就是抵押标的权属是不是符合国家的法律和法规，是否在有关的单位进行了产权的登记，是否有权属的争议，是否取得房地产权属证书。这些都属于在房地产抵押评估时，应收集的资料，作为评估的依据。

## 四、结束语

目前房地产估价活动中存在诸多不规范行为，其中高估现象尤为普遍，严重损害了银行等金融机构的利益以及估价行业自身的信誉与形象，增加了房地产金融风险。

(城市建设理论研究)

# 房地产评估与金融风险防范

作者：王艳超 阎善华

房地产引起不可移动性和保值增值性，成为银行最理想的中长期抵押物。银行为保障其贷款安全性，就需要合理地抵押房地产进行估价，从而形成基于抵押贷款为目的的房地产评估。我国在房地产评估理论和实务方面的研究相对滞后，实践中亦存在着多方面的问题，如评估的时点性、选择方法不当同融资本身的长期性相矛盾，抵押物产权瑕疵、业务衔接不合理等。因此，健全作为联系房地产市场和银行金融风险纽带的房地产抵押贷款评估体系就显得十分重要。

## 一、房地产评估中存在的主要问题

### (一) 估价方法的选择问题

房地产估价常用的三种方法是成本法、市场比较法和收益法，估价人员应以实际情况为依据，来对估价方法进行合理的选择。其中市场比较法的本质是将近期类似房地产交易价格作为向导来实施的评估。当房地产市场过热，其交易价格持续超出实际价格合理范围时，此种方法估算的抵押物价值必定比其真实价值要高，银行贷款发放额度自然扩大。当房地产市场回归理性，其交易价格又会重新回到合理范围内，这时抵押物实际价值逐渐显现，导致了银行信贷安全隐患的形成，很大程度上会导致将来大量的坏账、呆账。

### (二) 估价特点同融资长期性相矛盾

房地产估计的一个显著特点就是时点性，即很大程度上是对当前价格状态的评估对象作出判断，大致市场比较法的广为应用，使得在对房地产抵押物进行评估时，多是以当前市场景气度为依据来对抵押贷款价值高低作出判断，而对抵押物未来成交价格变化则相对忽略。房地产抵押贷款偿还周期伴随着数个房地产的经济周期，房地产市场繁荣时期发放抵押贷款，确定的贷款发放额度易高于抵押物长期均衡价值估价。当房地产市场一旦进入萧条或衰退时期，抵押物市场价格便会低于评估结果。此时，如果借贷方理性违约或无力按期还款，就很可能对银行资产的安全性形成冲击，诱发金融风险的形成，甚至爆发金融危机。

### (三) 估价机构同银行业务衔接问题

各商业银行曾下设房地产评估部，但随后逐渐被分离出去，转而委托专门估价机构来对抵押物进行评估。此种情况下，评估机构同银行业务的衔接好坏十分重要。当前，我国银行中懂得估价程序和和方法的技术人员不多，评估机构中人员对银行放贷细则和程序也知之甚少，从而致使银行难以对估价结果有效地利用起来。暂且不谈抵押贷款比例的确定问题，就当前这种肤浅又简单的衔接模式，就导致了估价工作客观性和科学性的大程度降低，致使金融风险的增加。

### (四) 抵押物产权瑕疵问题

房地产不但包括地上及土地定着物 and 同地上利用相联系的地下改良物，以上组成部分的衍生权利亦包含其中。因此，抵押物产权的明晰性将对对房地产抵押价值的高低与实现产生直接影响。于福利分房的基础上，我国又进行了住房制度改革，房地产产权结构和类型较为

复杂，产权不全或产权多元化的房屋数量较多，这一定程度上增加了房地产评估的难度。如果抵押物产权本身存在瑕疵，抵押人一旦违约，抵押物的变现价值将大大低于抵押价值，金融风险进一步增加。

## 二、基于房地产评估的银行金融风险防范策略分析

### (一) 创新完善现有评估方法

在我国，因抵押物处置同抵押物评估间存在脱钩关系，一般规定抵押物评估报告的有效时间为一年，这一年当中房地产市场的变化是巨大的，如这时对抵押房地产进行处置，评估价值和抵押物限制就会形成相当的差异。因此，应对国外的评估理论和评价方法加以借鉴，不断创新和完善现有评估方法，使其同我国当前国情和房地产自身特点相适应。

### (二) 强化评估人员抵押贷款业务认知

评估人员对银行抵押贷款安全性则责任性据顶了其在掌握评估理论和评估方法的同时，还必须对银行抵押贷款业务有深刻的理解，一般来讲，评估人员应加强对权利义务、还款计划及相关手续和费用等方面内容的认知。

### (三) 完善制度，建设统一的行业协会

一些评估机构的工作不认真，出具的评估报告不负责任，其中一个重要原因就是评估制度的缺失。因此，制定完善房地产相关评估制度十分必要，应作为评估行业主管部门的重要任务来抓；因当前各部门的评估程序和评估标准不统一，这就造成了统一标的物在评估结果上有着较大的差异，弱化了房地产评估的权威性。因此，建设统一的行业协会是目前的一项重要任务，起到协调各部门职能的作用；此外，评估协会和评估行业主管部门还应进行制度的完善，提倡竞争的公平性，来杜绝行业垄断行为，促进评估机构、行业协会、行业主管部门等各方互动的良性发展。同时，行业管理协会和评估行业管理部门还应建立统一的地区房地产市场信息数据库，从而为房地产行业的健康发展提供依据。

### (四) 银行抵押贷款估价管理方面

中国银行对于抵押物评估价值尚未确立有效的审核制度，对于评估结论的价值和内涵的定义缺乏充分的分析和理解。这就需要强化对抵押物评估报告及报告出具相关评估机构的审核，从而正确对评估报告作出正确的判断；银行在房地产贷款的过程当中，了解和拥有评估机构质量保证体系的完整信息资料十分必要，指定信誉好、资质高、服务水平好的评估机构，并与评估行业实现资源共享，从而银行金融风险的防范创造条件。

## 三、总论

房地产行业的高收益伴随着高风险，当前我国的房地产评估上仍存在着一些问题，增加了银行的金融风险，从实际出发，针对性地从采取措施，并积极加以实施，来使得房地产行业快速发展的同时，最大程度降低银行金融风险。

(城市建设理论研究)

## ■金融资管培训

# 信泽金成功举办“房地产和基础设施项目的信托融资尽职调查实务培训”

2013年5月18-19日，信泽金商学院在北京市举办了“房地产和基础设施项目的信托融资尽职调查实务培训”。此次培训吸引了来自银行、证券、信托、保险、产业投资基金、担保公司、私募投资机构、信用评级机构、房地产评估公司等三十多家机构的50多人参会，整场培训取得了圆满成功，赢得了参会嘉宾的广泛好评。



来自恒丰银行、包商银行、中信证券、招商证券、西藏同信证券、五矿信托、中海信托、陆家嘴信托、国民信托、英大信托、云南信托、东莞信托、浙商金汇信托、华鑫信托、民生信托、四川信托、爱建信托、中航信托、交银信托、山东信托、中国保险保障基金、中信产业投资基金、嘉富诚股权投资基金、首创融资担保、标准普尔、中英益利资产管理、万银资产管理、富高投资、卓融投资、善信资本、仁达房地产评估等机构的来宾，通过聆听讲解、互动交流的方式深入探讨了房地产、基础设施、能源、股权等项目的信托融资尽职调查实务热点话题。

本次培训围绕“房地产和基础设施项目的信托融资尽职调查实务”这一主题展开，四位实务专家分别从以下四个方面进行了专题讲解和经验分享：（1）阳光私募、股票质押、房地产、另类投资信托项目的尽职调查和风险控制；（2）房地产行业视角的私募投融资项目尽职调查要点；（3）地方政府融资平台和基建项目信托融资尽职调查实务；（4）信托视角的房地产和基建能源项目尽职调查实务操作及案例。

在整场培训中，信泽金沿袭了以往培训的专业性和实用性特点，充分发挥自身在金融信托及资产管理领域“信息+人脉+资本”的专业资源整合平台优势，为参会者提供了丰富、实用的专业信息以及人脉资源拓展平台。整场培训取得了圆满成功，为



泛资产管理行业的广大同仁提供了有价值的金融信息服务。

# 泛资产管理行业的金融资源整合与信托投融资业务创新实务论坛

- ◎这是金融实务圈的一次高端聚会；
- ◎这是泛资产管理行业的一次前沿研讨会；
- ◎这是大额项目投融资市场的一次金融资源整合对接会；
- ◎这是国内金融创新前沿的一次“信息交流+人脉拓展+资本对接”的专业论坛；
- ◎这是信泽金“整合”各类资产管理机构在“资金”与“资产”之间进行高端合作的一次难得机会。

## 会议议程

【论坛主持人：央企系信托公司的专业人士】

### 【第一场】银行、保险、信托、实业资产管理、高端财富管理的资源整合与业务创新

5月25日上午 09:00-12:00

◎主要交流话题：

- 1、银行的金融同业合作需求与实业投行业务发展走势；
- 2、保险资金在信托产品和资管产品等领域的投资运用；
- 3、银监发[2013]8号文对银信合作和资管格局的影响；
- 4、银信合作、银证合作、银保合作、银基合作的变化；
- 5、股份制银行和城商行与资产管理机构合作的新热点；
- 6、银行、保险、信托在房地产和地方平台业务的合作。

☆交流嘉宾（排名不分先后）：

- 中国民生银行能源金融事业部投资银行部/业务规划中心总经理
- 平安信托有限责任公司基础产业投资部风控负责人
- 保险集团旗下资本管理和投资运作平台的专业人士
- 中国民生信托有限公司助理总裁
- 河北银行股份有限公司总行个人银行部副总经理
- 盛世神州房地产投资基金(有限合伙)首席法务官
- 恒天财富投资管理有限公司副总裁
- 其他资产管理机构的核心或骨干人士

### 【第二场】证券、基金、期货、信托的资源整合与资产管理业务创新

5月25日下午 14:00-17:00

◎主要交流话题：

- 1、新一届券商创新大会之后的资管业务创新以及风险管理；
- 2、证券公司固定收益部、投行部、资管部的业务发展态势；
- 3、公募基金及其直投子公司的资管业务和金融同业合作；
- 4、资产证券化、股指期货、债券投资等领域的金融同业合作；
- 5、券商、公募基金、期货公司与信托公司之间的对接合作；
- 6、泛资产管理行业竞争下的银证合作、银基合作、银期合作。

☆交流嘉宾（排名不分先后）：

- 中融国际信托有限公司总裁助理兼股权投资部总经理
- 中信证券股份有限公司投资银行部高级副总裁
- 中国国际期货有限公司副总裁兼资产管理中心总监
- 东兴证券有限投资公司投资管理部高级副总裁
- 建信基金管理有限责任公司专户投资部高级投资经理
- 其他资产管理机构的核心或骨干人士

会议议程

**【第三场】金融资产管理公司、金融租赁、财务公司、产业基金、信托的资源整合与资产管理业务创新**

5月26日上午 09:00-12:00

◎主要交流话题:

- 1、金融资产管理公司（AMC）对信托计划和资管产品的信用增级；
- 2、金融资产管理公司（AMC）对非银行机构“风险资产”的收购；
- 3、监管变革下的金融资产管理公司（AMC）与其他金融同业的合作；
- 4、金融租赁公司和集团财务公司在资金对接、资产流动化的合作；
- 5、产业基金如何整合金融资源对房地产和基础设施项目进行投资；
- 6、财富管理创新背景下的第三方理财机构与金融和资管机构的合作。

☆交流嘉宾（排名不分先后）:

- 中国东方资产管理公司投资（投行）部资金业务处处长
- 中国民生银行股份有限公司私人银行方案规划中心总监
- 华融国际信托有限责任公司信托业务部的部门总经理
- 建信信托有限责任公司风险管理部总经理
- 农银金融租赁有限公司装备制造部总经理（拟邀）
- 央企系集团财务公司的专业人士
- 其他资产管理机构的核心或骨干人士

**【第四场】融资租赁、融资担保、典当、小额贷款、P2P、房地产有限合伙基金、信托的资源整合与资产管理业务创新**

5月26日下午 14:00-17:00

◎主要交流话题:

- 1、实业投融资业务从信托平台、金融资管平台向非金融平台的转移；
- 2、融资租赁公司的资管业务创新以及与金融机构资源的对接整合；
- 3、融资担保公司的资管业务创新以及与金融机构资源的对接整合；
- 4、典当行、小额贷款机构、P2P平台与金融机构资源的对接整合；
- 5、房地产基金等有限合伙平台的项目融资业务创新和金融资源对接；
- 6、非金融平台拓展“类贷款”等融资业务的资管创新与资产证券化。

☆交流嘉宾（排名不分先后）:

- 大业信托有限责任公司基金投行部总经理
- 首创融资担保有限公司金融产品担保部负责人
- 中国金谷国际信托有限责任公司资产管理部总经理（拟邀）
- 光大安石房地产基金执行董事
- 恒昌财富总经理
- 融资租赁公司的实务专业人士
- 典当行的实务专业人士
- 其他资产管理机构的核心或骨干人士

■ 主办方：信泽金商学院

■ 论坛时间：2013年05月25日（星期六）和26日（星期日）两个全天

【3小时×4个半天，上午9点至12点，午餐交流，下午2点至5点】

■ 论坛地点：北京市【会务组将根据有效的报名回执信息，通过电子邮件或手机短信方式向参会嘉宾提前通知论坛地点及日程】

■ 参会人士：内外资银行、信托公司、证券公司、保险公司、基金公司、期货公司、金融资产管理公司、担保公司、租赁公司、财务公司、产业投资基金、私募基金、典当公司、小额贷款公司、财富管理机构、评估机构、律师事务所等机构专业人士……



## 泛资产管理行业的金融资源整合与信托投融资业务创新实务论坛

## 邀请函

在金融变革、利率市场化和产融结合的大背景下，国内以实业投行和私募投融资为特色的信托型资产管理业务成为了市场的“香饽饽”，包括银行、券商、保险机构、金融资产公司、公募基金、私募基金、期货公司、租赁公司、财务公司、担保公司、第三方理财机构、典当行、小额贷款机构、P2P在内的各类主体均在“摩拳擦掌”，准备以直接或间接方式开展“类信托”的投融资业务，从而分享泛资产管理时代的“资本化和证券化”盛宴。

信泽金商学院作为国内金融信息服务领域的专业机构，在金融信托以及私募投融资领域发挥着“信息和人脉资源整合者”的重要角色。为满足广大会员单位和机构客户的需求，信泽金商学院将于2013年05月25日-26日在北京市举办“泛资产管理行业的金融资源整合与信托投融资业务创新实务论坛”。

本次论坛将发挥信泽金商学院过去4年主办大型高端会议的经验 and 资源，秉承“交流实用信息、拓展金融人脉、提升资本整合能力”的原则，邀请众多来自金融及资产管理实务一线的专业人士进行主题发言和互动交流，为参会的银行、信托公司、券商、保险机构、公募基金、期货公司、金融资产公司、担保公司、产业投资基金、私募基金、融资租赁公司、小额贷款公司、财富管理机构、典当行等机构的专业人士提供“信息+人脉+资本”的高端交流平台。现诚邀您参加此次论坛，敬请拨冗出席！

- 主办方：信泽金商学院 [www.xinzejin.com](http://www.xinzejin.com)
- 会议地点：北京市
- 联系方式：010-64363798 E-mail: [xinzejin2013@163.com](mailto:xinzejin2013@163.com)

信泽金商学院

二零一三年四月二十八日

## ~~~~~ 参会方式 ~~~~~

编号:G69 (本次论坛的专属编号, 在报名和咨询等环节可便捷使用)

<b>参会费用</b>	<p><b>5000</b>元/人, 3人及以上报名可享优惠价格<b>4700</b>元/人, 可开发票; 赠送论坛期间共2次自助午餐, 其它食宿自理。</p> <p>会员服务: 信泽金的培训“会员”持卡参会可享受优惠价格, 不同的“会员级别”享受不同优惠。(浏览会员简介)</p>
<b>报名方式</b>	<p>1. 请填写报名回执表 ◆ 网络下载地址参见 <a href="http://www.xinzejin.com/XZJ-G69.doc">http://www.xinzejin.com/XZJ-G69.doc</a>;</p> <p>◆ 或者通过手机短信发送您的电子邮箱地址至13811386802, 我们将报名回执表发送至您的邮箱。</p> <p>(1) 填写完毕报名回执表后, 请通过E-mail发送至 <a href="mailto:xinzejin2013@163.com">xinzejin2013@163.com</a>; 或者电话联系010-64363798。</p> <p>■ 报名截止日期: <b>2013年05月23日</b>。</p>
<b>付款方式</b>	<p>请于2013年05月23日之前通过银行汇款(转账)方式交纳会议费, “信泽金”的唯一指定交费账户信息如下:</p> <p>户 名: 北京信泽金理财顾问有限公司 开户银行: 中国光大银行股份有限公司北京长虹桥支行</p> <p>账 号: 3520 0188 0000 75647 <b>【请务必在汇款时备注: 参会嘉宾的单位+姓名】</b></p>
<b>参会权益</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 现场参与本次论坛的全程, 分享精彩内容, 获得前沿的专业信息;</li> <li>2. 会务组向本次论坛的每位参会者提供纸质版“论坛材料”一套, 内容实用, 与论坛期间讨论交流的内容紧密相关;</li> <li>3. 尊享本次论坛的《<b>参会交流通讯录</b>》纸质版1份(不刊登通讯录的嘉宾除外), 广结益友和拓展投融资的合作伙伴;</li> <li>4. 赠送论坛期间共2次的高端自助交流午餐, 轻松拓展人脉资源;</li> <li>5. 赠送《信托周刊(Trust Week)》100余期合集光盘, 分享金融信托及资产管理领域的专业知识信息;</li> <li>6. 赠送“信泽金智库系列丛书”《金融信托投融资实务与案例》、《房地产信托投融资实务及典型案例》各一本;</li> </ol> <p>※ 往返路费, 住宿及接送机服务, 均需自理, 不包含在参会费内。</p>
<b>赞助合作</b>	<p>欢迎广大会员单位或实力机构来电来函洽赞助合作事宜, 详情请咨询会务组010-64363798。</p>

# 金融市场和实业项目的**资产证券化**实务操作前沿培训

2013年05月29-30日·上海

【报名热线：010-64332722】(5月27日截止)

## 参考提纲

### 第一讲 资产证券化的真实案例解析与变通模式探讨

主讲人：资产管理专业人士

- |                         |                           |
|-------------------------|---------------------------|
| 一、金融创新前沿视角的资产证券化实务解读    | 五、能源项目资产证券化的案例解析与变通模式     |
| 二、金融资产证券化的案例解析与变通模式     | 六、租赁资产证券化的案例解析与变通模式       |
| 三、房地产资产证券化的案例解析与变通模式    | 七、借鉴信托经验探讨“准资产证券化”的实务运用要点 |
| 四、基础设施项目资产证券化的案例解析与变通模式 |                           |

### 第二讲 资产证券化的实践解析以及信托视角的实务热点问题探讨

主讲人：金融信托专业人士

- |                                |                                      |
|--------------------------------|--------------------------------------|
| 一、资产证券化的功能与市场需求                | (一) 资产类型：无抵押、权属清晰、稳定的现金流             |
| (一) 改善发起人的资产负债结构以及表外融资         | (二) 资产组合：行业、企业、金额等足够分散               |
| (二) 银行、租赁公司、汽车金融公司、一般企业的需求     | (三) 增信措施：分层、外部担保                     |
| 二、目前市场中的证券化产品的评价               | 五、资产证券化产品的发行交易市场：特点与模式               |
| (一) 信贷资产证券化                    | (一) 银行间市场                            |
| (二) 证券公司主导的专项资产管理计划            | (二) 证交所大宗交易系统                        |
| (三) 交易商协会创造的资产支持票据（ABN）        | 六、资产证券化产品的投资者推介                      |
| 三、资产支持证券的重点实务问题探讨              | (一) 可能的投资者（银行、券商、保险公司、信托公司、证券投资基金公司） |
| (一) 破产隔离：信托、专项计划的选择？           | (二) 投资者的认知（例如对各档证券的评级与一种债券的评级之混淆问题）  |
| (二) 资产所有权与收益权是否可能分离？           | (三) 机构投资者的内部评审决策程序                   |
| (三) 发起人的会计账务处理以及资产支持证券与债券的差异问题 | 七、私募的资产证券化业务发展探讨                     |
| (四) 发行人（受托人）与承销人的角色冲突？         | (一) 目前有真正意义上的“公募”吗？                  |
| 四、资产证券化产品的设计要点                 | (二) 基础资产池的种类如何进一步多样化？                |

### 第三讲 信托和券商开展资产证券化业务的实务操作法律问题

主讲人：法律专业人士

- |                        |                                  |
|------------------------|----------------------------------|
| 一、资产证券化在中国的实务操作模式      | (三) 资产支持票据（ABN）                  |
| (一) 资产证券化的实务基础         | 1. 实践中的应收账款质押型 ABN               |
| 1. 融资基础理论              | 2. 交易商协会认可的信托型 ABN               |
| (1) 企业的三种融资模式          | (四) 证券公司企业资产证券化                  |
| (2) 资产信用与企业信用          | 1. 《证券公司资产证券化管理规定》前后的企业资产证券化实践   |
| 2. 资产证券化的界定            | 2. 资产证券化三种实践模式的比较：三个市场、三套监管的格局   |
| 3. 发起机构进行资产证券化的动因      | 二、证券公司资产证券化业中的主要法律问题             |
| (二) 信贷资产证券化            | (一) 证券公司资产证券化业务的内涵与特点            |
| 1. 信贷资产证券化的界定与作用       | (二) 证券公司资产证券化业务的核心法律关系           |
| 2. 中国信贷资产证券化第三轮试点的政策要点 | 1. 资产支持证券持有人与证券公司的法律关系           |
| 3. 信贷资产证券化的交易安排与设计     | 2. 对券商资产证券化其他 SPV 模式的探讨          |
| 4. 信贷资产证券化中的抵销风险与混同风险  | (三) 专项计划的制度安排：基础资产、交易结构、管理人、投资者、 |

## 资产支持证券转让

(四) 专项计划资产的风险隔离

## 三、资产证券化中的流动性支持、信用增级方案

(一) 流动性支持的几种方案

(二) 信用增级措施的解析

## 四、证券公司资产证券化典型案例

(一) 表内资产证券化模式

1. 基本交易结构

2. 产品结构

3. 基础资产及其买卖的相关安排

4. 专项计划账户和现金流分配

5. 资产服务

6. 信用增级措施

(二) 表外资产证券化模式

## 第四讲 保险资金投资运用与保险资产证券化实务探讨

主讲人：信托保险专业人士

一、保险资金运用的政策动态和投资方向

二、企业年金投资的政策动态与投资方向

三、保险资金和企业年金投资的“非公开市场交易”类投资产品

(一) 保险资金债权投资计划(政策、合规、交易结构、案例)

(二) 保险资金股权投资计划(政策、合规、交易结构、案例)

(三) 保险资金投资信托计划(政策、合规、交易结构、案例)

(四) 保险资金夹层融资投资(政策、合规、交易结构、案例)

四、保险资产证券化之研究与探讨

## 金融市场和实业项目的资产证券化实务操作前沿培训

编号:G70(本次培训的专属编号,在报名和咨询等环节可便捷使用)

主办方	信泽金商学院
培训时间	2013年05月29日(星期三)和30日(星期四)两个全天【3小时×4个半天,上午9点至12点,午餐交流,下午1点半至4点半】
培训地点	上海市【已确定,会务组将根据有效的报名回执信息,通过电子邮件或手机短信方式向参会嘉宾提前通知培训地点及日程】
参会人士	信托公司、银行、证券公司、保险公司、期货公司、公募基金、金融资产管理公司、担保公司、产业投资基金、私募基金、租赁公司、财务公司、小额贷款公司、评估机构、财富管理机构、律师事务所等机构的专业人士。
培训费用	<p>◆ 培训费4300元/人(含授课费、场租费、资料费、税费等),可开发票;赠送培训期间共2次自助午餐,其他食宿自理。</p> <p>■ 团体报名:同一团队满3人(≥3人)可享受优惠价4100元/人。(注意:须以一次性付费时最终确认的人数为准)</p> <p>■ 会员服务:信泽金的培训“会员”持卡参会可享受优惠价格,不同的“会员级别”享受不同优惠。(浏览会员简介)</p>
培训资料	向每位参会者提供纸质版的培训材料一套,内容实用,与培训期间讨论交流的内容紧密相关。
报名方式	<p>1、请填写报名回执表◆网络下载地址参见<a href="http://www.xinzejin.com/XZJ-G70.doc">http://www.xinzejin.com/XZJ-G70.doc</a>;</p> <p>◆或者通过手机短信发送您的电子邮箱地址至13811386802,我们将报名回执表发送至您的邮箱。</p> <p>2、填写完毕报名回执表之后,请通过E-mail发送至xinzejin@yeah.net;或者电话联系010-64332722。</p>
付费方式	<p>◆请于2013年05月27日之前通过银行汇款方式交纳培训费,“信泽金”培训的唯一指定交费账户信息如下:</p> <p>户名:北京信泽金理财顾问有限公司</p> <p>账号:3520 0188 0000 75647</p> <p>开户银行:中国光大银行股份有限公司北京长虹桥支行【请务必在汇款时备注:参会嘉宾的单位+姓名】</p>

# 信泽金 “浓情五月” 客户感恩回馈活动

## 感谢有你，一路相随！

### 一、信泽金资产管理实务培训 5 月特惠

>>同一团队报名并缴费参加【G67】【G68】【G69】培训，累计达 5 人次即赠送【G70】培训 1 人次（价值 4300 元）！

（G67、G68 已成功举办）

【“信泽金培训会员卡”也适用此优惠】

★信泽金 5 月金融实务培训活动如下：

- |                                       |                  |
|---------------------------------------|------------------|
| 【G67】有限合伙基金的设立运营及其与金融机构的创新合作专题培训      | （5 月 11-12 日·北京） |
| 银行视角+基金视角+法律视角+信托视角                   |                  |
| 【G68】房地产和基础设施项目的信托融资尽职调查实务培训          | （5 月 18-19 日·北京） |
| 梳理房地产、基建、能源、证券投资、股票质押、另类投资的信托尽职调查实务要点 |                  |
| 【G69】泛资产管理行业的金融资源整合与信托投融资业务创新实务论坛     | （5 月 25-26 日·北京） |
| 信息交流+人脉拓展+资源整合+资本对接                   |                  |
| 【G70】金融市场和实业项目的资产证券化实务操作前沿培训          | （5 月 29-30 日·上海） |
| 系统梳理及“资管+保险投资+信托”视角                   |                  |

详情请见 <http://www.xinzejin.com/Html/958/969/290.html>

### 二、免费分享金融信托实务精华 PPT

- >>实业项目信托融资尽职调查实务操作要点（2013 年）[点击下载](#)
- >>信托投融资的交易结构和创新思维以及对资产管理机构的启示[点击下载](#)
- >>金融信托的资产管理实务创新思维[点击下载](#)

### 三、免费下载《信托周刊》

《信托周刊》第 106 期（总第 116 期）[点击下载](#)

《信托周刊》第 107 期（总第 117 期）[点击下载](#)

>> 咨询热线：010-64332722 邮箱：xinzejin@yeah.net

