

信泽金 智库系列丛书

Financial Innovation and Risk Control Practice Related to
Non-standard Asset Management Business

非标资产管理业务的 金融创新与风控实务

李爱民 王 巍 / 主 编



经济管理出版社
ECONOMIC & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

Financial Innovation and Risk Control Practice Related to
Non-standard Asset Management Business

非标资产管理业务的 金融创新与风控实务

李爱民 王 巍 / 主 编



图书在版编目 (CIP) 数据

非标资产管理业务的金融创新与风控实务/李爱民, 王巍主编. —北京: 经济管理出版社, 2017. 3

ISBN 978-7-5096-4913-8

I. ①非… II. ①李… ②王… III. ①资产管理—金融改革—中国—文集 ②资产管理—风险管理—中国—文集 IV. ①F832-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 024494 号

组稿编辑: 郭丽娟

责任编辑: 郑亮

责任印制: 黄章平

责任校对: 超凡

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 北京玺诚印务有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 720mm×1000mm/16

印 张: 38

字 数: 682 千字

版 次: 2017 年 3 月第 1 版 2017 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5096-4913-8

定 价: 128.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

本书编委

(排名不分先后)

黄 燕	茅毅博	白 云	吴易轩	王玉国	袁吉伟
范 斌	翟旭东	杨 凡	王克宇	鲁长瑜	朱楠楠
胡 喆	顾 伟	钟凯文	卢 佩	何 金	杨靖杰
宋颖颖	唐雪峰	宋洋洲	高 飞	张 坤	耿宏伟
杨 华	胡胜林	李金荣	蔡赞超	杨 蓓	刘玉霞
叶月蓉	张梦萍	张莹超	谈亚评	侍苏盼	丁 峰
曾 天	李 雷	张 丹	王 颢	邓伟方	郭天威

前言

Preface

我与“信泽金”创始人王巍先生相识十余年，亲历了“信泽金”品牌和企业从无到有、从小到大的全过程，也见证了王巍先生由当年的研习信托法的在读研究生，成长为一名成功的企业家。数年前，我们多次“酒酣耳热说文章。惊倒邻墙，推倒胡床。旁观拍手笑疏狂。”年少轻狂时，在对市面各类文章书籍一番不知天高地厚的点评臧否后，王巍先生就与我商议，联手出一本与资产管理理论和实务有关的书，我大概也是有过数次应允。不过，对此类酒后胡言乱语，我一向都是如风过耳说过即忘。王巍是个有心人，时不时提醒我数年前的狂妄，并再三督促要将联手出书的“要约”转化为一项实实在在的“承诺”。每次遇到如此“捉贼拿赃”般的窘境，我都是几声尴尬地干笑后立即转移话题，不敢让话题继续下去。

之所以在心智清醒状态下对出书一事态度谨慎，客观上的原因是为稻粱谋，每天对着工作已是眼冒金星，并无余力或斗志另起炉灶再行舞文弄墨；主观上的原因在于对印刷品或出版物上的文字天生敬畏，自忖以自身学识之浅陋，真要是壮着胆子出一本书，成为浪费人力物力的又一本文字垃圾倒还是其次，更主要的担心还在于此书一出，非但不能实现“藏之名山，传之其人”的宏大愿望，反倒将自己专业上的不足与视野上的褊狭公之于众、贻笑大方，今后要再想藏拙也不可能了。此番盘算下来，出书这样既花费业余时间，又倒贴个人名声的事，实在是不合算。

这边厢要在王巍先生面前继续伪装“言而有信”的良好形象，那边厢又是上面一番不能言说的心思。如此两难的境地持续多年，当年的酒后允诺一拖

再拖，一直到今年6月底的一个闷热的午后，昏沉间就在电话里答应下来，终于不得不硬着头皮面对这件难事了。

虽然不得已答应了，中间还是有一个技术性的细节能够稍许耍个滑头以减轻这件事的难度：王巍建议我“写”一本书，我坚持“编”一本书。一字之差，其间差异可谓天壤之别。从实际经验来看，“编”一本书已几乎是一件难以完成的任务，真要“写”一本书，只能是徒呼奈何了。

我们面临的泛资产管理时代，包括银行、信托、资产管理公司、保险资管、券商资管、公募基金及其子公司、期货资管、私募基金、融资租赁、金融租赁、保理、典当、小额贷款平台（包括P2P网贷）等在内的各类金融/资管机构竞相开展形式多种多样、特色层出不穷的资产管理业务。

资产管理业务理论的探讨创新有利于进一步厘清业务中的模糊地带，促进资产管理业务的不断深化发展，并能从一定高度为业务指明方向；同时，实务操作问题的深入研讨与总结提炼，又能够从技术层面为资产管理理论的实践与探索提供操作上的智力支持。

资产管理业务的理论研究与实务操作是两个互为前提、密不可分的共同体。对各类型的资产管理机构和从业人员而言，理论前瞻性探索及实务操作性总结具有同等重要的作用。本书取名《非标资产管理业务的金融创新与风控实务》，在定位上意图能够将资产管理业务的相关理论予以进一步深化，并同时对相关具体实务操作问题的规范实施进行探讨。

正如书名所示，本书聚焦于各类资产管理机构从事的非标资产管理业务，力图兼顾理论创新和实务探索。本书分为上下两篇共47篇文章：上篇“非标资产管理业务的金融创新实践及热点问题探讨”，侧重从理论层面探讨非标资产管理业务的创新实践和相关热点问题的理论探讨；下篇“非标资产管理业务的风险管理实践及难点问题解析”，则着眼于非标资产管理业务中涉及的各类实务操作问题。

书中各主题均为资产管理业务中总结提炼的常见或经常思考的各类理论或实务问题。本书上篇各选题对非标资产管理业务领域中的各类理论热点进行了探讨和研究。我们还认识到，仅进行理论上的探究并不必然意味着实际操作中的问题也能随之迎刃而解，业务经验和实务总结对理论探讨又具有较强的促进

作用。基于前述考虑，在下篇选取的各主题，主要对相关业务领域或专业问题进行了相应的梳理和分析。

本书中各篇文章的作者均为来自各类资产管理机构或从事资产管理相关业务的同仁，他们有效结合自身业务体会、战略思考与实践经验，在思考、总结后成文并赐稿。如果本书能够为各类型资产管理机构、中高级管理人员及一线从业者实务操作及理论探讨提供一定的启迪，这当然要归功于在繁重工作之余拨冗赐稿的各位同仁的参与和帮助。

从“应然”角度，期望各资产管理业界同行能够从本书中获得一定的启发，亦能在遇到具体问题时，从本书得到工具书般的便利。就“实然”而言，因为编者的学识、视野和专业能力所限，本书的不足在所难免，我们期待并欢迎您的批评和指正。

本书付梓之际，要特别感谢自6月底起持续给予热情鼓励、无私帮助和积极响应的各位好友和同事：茅毅博、杨华、白云、綦赞超、李金荣、王浩宇、卢佩和华澳国际信托有限公司法律合规部的刘玉霞、张莹超、丁峰、叶月蓉、张梦萍……人数众多，此处恕难一一列举。是你们给了我信心和力量，没有你们，这本书是不可能完成的！

谢谢你们！

李爱民

2016年11月于上海

上篇 非标资产管理业务的金融创新实践及热点问题探讨

一、信托财产现状分配存在的问题及实现路径·····	3
二、资产证券化业务特点与发展趋势浅析·····	17
三、信托公司财富管理从销售为主向资产配置升级的策略重点·····	28
四、保险资金投资的资产池构建、资产配置与同业合作·····	38
五、资管市场交叉性金融产品演进与发展分析·····	56
六、老龄化背景下养老信托发展趋势及挑战·····	63
七、“地方政府+私募基金”实务操作及案例解析·····	72
八、私募基金视角下的政府引导基金、产业发展基金、PPP 基金的模式 解析·····	92
九、棚户区改造投资、城市更新发展产业基金和城镇化投资基金创新实 务案例分析·····	110
十、券商视角的新兴产业并购估值方法与投资逻辑 ——以影视文化传媒及医疗服务行业为例·····	123
十一、未来收益支持型信托业务模式研究·····	136
十二、券商视角下的资产配置、资金池 ——资产池运作与产品创新实务·····	144
十三、房地产资产证券化业务的实务与创新探索·····	164

十四、“文化、体育和教育”三大产业并购估值与尽职调查	183
十五、有限合伙型私募基金投资人的维权困境及突破之道	204
十六、产业投资基金概论：概念、模式及发展趋势	212
十七、从财政部 92 号文看 PPP 的“道与魔”	222
十八、中小银行非标资产证券化操作实务与转型创新	226
十九、企业资产证券化相关理论问题的实务分析	234
二十、票据资产管理的业务模式与产品设计	243
二十一、股权投资 FOF 管理方式、基本流程和投资实务	265
二十二、人民币出境投资浅析：标的、渠道及存在问题	280
二十三、资产证券化背景下的供应链金融 ——以保理资产证券化为例	285
二十四、供给侧改革背景下类金融机构精品投行业务探索	304
二十五、互联网金融在（类）资产证券化业务中的机会与挑战	310

下篇 非标资产管理业务的风险管理实践及难点问题解析

一、附租约商业地产抵押物相关问题的法律探讨	319
二、强制执行相关法律问题分析	328
三、土地使用权多次抵押方式研究	338
四、应收账款信托融资相关问题分析与对策研究	346
五、强制执行实务操作难点及对策分析	357
六、特定资产收益权转让与回购的主要法律风险分析	365
七、交叉违约条款的理论依据、适用条件及法律分析	377
八、交易文件办理强制执行公证事宜简要探析	386
九、简论事务管理类（通道类）信托及其受托人风险责任承担	396
十、大资管市场时机中现状分配问题的法律分析	404
十一、非上市公司股权质押融资实务操作及管理建议	410
十二、财产保全的法律梳理：程序、路径及操作建议	416
十三、PPP 项目中银行融资的法律风险缓释与控制	423
十四、债的移转及其对担保责任的影响暨实务操作建议	429

十五、私募 FOF 的投资管理及风险管理实务	439
十六、关于房地产信托采用施工企业兜底模式的风险探讨	461
十七、特定资产收益权项目案例及风险防范分析	464
十八、境外担保相关法律问题简要探析	469
十九、上市公司医疗大健康投资并购及财务尽调操作实务	479
二十、跨境并购：流程与执行要点简析	500
二十一、P2P 网贷债权开展资产证券化的法律路径初探	515
二十二、私募基金投融资项目的风险管控框架及要点	528
附录一 金融实务组合式开放培训	541
附录二 金融实务定制型专享培训	570
附录三 信泽金教育简介	586
后记：创新险中求，风控人为本！	592

上 篇

非标资产管理业务的金融创新 实践及热点问题探讨

一、信托财产现状分配存在的问题及实现路径

黄 燕 张伟东

【作者简介】黄燕，现任职于华能贵诚信托有限公司合规与风险管理部。张伟东，现任职于华能贵诚信托有限公司合规与风险管理部。

（一）现状分配的概念

现状分配^①是指信托终止时，信托公司作为受托人以信托终止时信托财产现状向受益人进行分配，即将货币资金形式信托财产分配至受益人信托利益分配账户，将非货币现金形式信托财产不经过处置变现直接向受益人进行分配。对信托公司来说，现状分配的关键在于信托公司无义务对非货币资金形式信托财产进行处分、追索、诉讼或采取任何其他变现行动。

（二）现状分配的法规依据及常见适用情形

《信托法》第九条规定，信托文件应当载明受益人取得信托利益的形式、方法。但《信托法》并未限制信托财产的分配方式，也并未对受托人的变现义务作出明确规定，信托当事人可以在信托文件中约定信托终止时向信托受益人现状分配信托财产。

信托业务实践中，现状分配条款一般适用于以下情形：

1. 通道项目

《中国银行业监督管理委员会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》

^① 现状分配有时也被称为“原状分配”，“原状分配”中的原状是指信托终止时的原状，为避免此“原状”与信托成立时的信托财产原状相混淆，建议采用“现状”分配的说法。

(银监办发[2014]99号)要求,必须以合同形式明确项目的风险责任承担主体和通道功能主体,提供通道的一方为项目事务风险的管理主体,厘清权利义务。2014年6月银监会《关于调整信托公司净资本计算标准有关事项的通知》(征求意见稿)将“以信托期限届满时信托财产存续状态交付受益人进行分配”作为信托合同必须明确体现的通道类业务基本特征之一。

在通道项目中约定现状分配条款,是为了当融资方违约未能按时足额偿还债务时,受托人可以在信托终止时将享有的债权等财产权益直接分配给受益人,免除受托人信托财产处分、变现责任,避免信托公司作为通道功能主体最终承担风险。

2. 作为一种信托退出安排

一种情形是,融资人作为结构化信托的劣后级受益人时,一般会约定现状分配条款,将满足优先级受益人预期信托利益后的剩余信托财产现状分配给劣后级受益人。因为此时待分配的非现金形式信托财产一般也是信托对该劣后级受益人享有的债权等权益。信托公司通过现状分配不再对该等信托财产进行处置变现,以实现信托项目的清算和退出。

另一种情形是,融资人向信托委托人远期承诺受让其持有的信托受益权,而信托公司则通过向该融资人进行现状分配实现信托项目的清算和退出。

(三) 现状分配的实现路径

根据《信托法》第三十四条规定,受托人以信托财产为限向受益人承担支付信托利益的义务。现状分配时信托利益的支付,主要表现为将信托财产转移至受益人享有,而实现现状分配的重点就在于信托公司如何完成非货币现金形式信托财产向受益人的转移。

信托业务实践中,非货币现金形式信托财产类型主要包括债权、担保权利、股权类权益、资管产品、不动产和动产,下面就这几个主要的信托财产类型分别进行讨论。

1. 债权

《合同法》第八十条规定:“债权人转让权利的,应当通知债务人。未经通知,该转让对债务人不发生效力。”因此,债权转让行为可分为对内生效和对外生效,对内生效是指在债权人和受让人之间,对外生效则是对债务人而言。债权转让行为对内生效主要是根据债权人和受让人之间的转让生效条款进行判断,对外则在履行通知程序后方可生效。

信托利益分配发生在受托人与受益人之间,双方可以约定债权转让的时

间，例如信托终止时或受托人向受益人发出转让通知书时债权即转让至受益人享有（即对内生效），以完成信托财产的清算和分配。虽然为了实现债权转让对外生效，使得受益人可以直接向债务人主张债权，受托人应配合向债务人进行债权转让通知，但通知债务人可以作为债权转让后的后续工作，通知与否不影响债权转让在受托人和受益人之间生效。

2. 担保权利

信托业务中的担保措施主要包括保证担保和物的担保。

对于保证担保权利的转让，根据《担保法》和《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》，除非担保合同另有约定，债权人依法将主债权转让给第三人的，保证债权同时转让。也就是说，只要主债权现状分配给受益人了，相应保证担保权利也随之转让至受益人享有。受托人可以配合向保证人进行转让通知，但通知与否应不影响保证债权转让在受托人和受益人之间生效以及保证人向受益人承担保证责任。

但以担保物权形式存在的信托财产现状分配时，却存在不办理变更登记/交付就无法实现担保权利转让的争议，以下将对此问题进行进一步分析。

在我国，物权的设立根据不同的物权类型主要有登记生效、登记对抗和交付生效之分。由于担保物权种类繁多，以下以信托业务中最常见的登记生效的不动产抵押为例对上述争议问题进行分析。

从法律层面上看，《合同法》第八十一条规定“债权人转让权利的，受让人取得与债权有关的从权利，但该从权利专属于债权人自身的除外”。《物权法》第九条规定“不动产物权的设立、变更、转让和消灭，经依法登记，发生法律效力；未经登记，不发生法律效力，但法律另有规定的除外”。《物权法》第一百九十二条规定“债权转让的，担保该债权的抵押权一并转让，但法律另有规定或者当事人另有约定的除外”。可以看出，债权转让，担保该债权的抵押权一并转让，《合同法》第八十一条和《物权法》第一百九十二条并没有规定，抵押权的转让以办理变更或转移登记为前提条件，该等条款可以被认为是《物权法》第九条所述的“法律另有规定”。

从房地产管理相关法规规章层面看，虽然《房屋登记办法》和《城市房地产抵押管理办法》规定，抵押权转让时应当办理抵押权变更登记。但是《土地登记办法》和房地产集中统一管理改革后出台的《不动产登记暂行条例实施细则》则对于因主债权转让导致抵押权转让规定的是“可以”申请办理抵押权变更/转移登记，即并没有进行强制性要求。因此，我们认为上述规定仅是从行政管理角度做出的规范性要求，并不具有判断抵押权利变更是否生效

的法律效力。

根据检索的相关案例，目前绝大多数法院判决（包括最高院^①、省高院^②和地方法院^③）均认为主债权转让时抵押权也随之转移，未办理变更登记手续不影响抵押权的效力，债权受让人可以取得原债权的抵押权。但是，司法实践中确实也有法官对该问题持不同意见^④，认为债权转让未办理抵押变更登记，抵押权有效，但未经变更登记债权受让人不能直接实现抵押权。

结合法律规定及司法实践，我们认为，现状分配项下债权转让后，抵押权利随之转移，即使没有办理抵押权变更或转移登记，受益人仍对抵押物享有优先受偿权，但存在因未登记导致受益人无法直接行使和实现抵押权的风险，总体而言该风险较小。

同理，对于与不动产抵押相类似的登记生效的其他担保方式，例如应收账款质押等无权利凭证的权利质押、股权质押，质权在主债权现状分配时一并转移给受益人，未办理转移登记不影响受益人取得质权，但可能对其实际行使质权带来不利影响。类似的还有动产质权和有权利凭证的权利质押（如存单质押），质权设立均以质押财产或权利凭证交付作为生效要件；同理推断，质权在主债权转移时一并转移给受益人；但若不向受益人交付质押财产或权利凭证，可能会对其实际行使质权带来不利影响。

对于动产抵押权（如机器设备、车辆抵押）而言，其抵押权设立时即采用登记对抗原则，即合同生效时抵押权即设立，但未经登记不能对抗善意第三人。因此，抵押权随同债权一并转让，受让人取得债权的同时即取得抵押权，与抵押登记更无关系。

根据上述分析，在现状分配以担保物权形式存在的信托财产时，不办理变更登记/交付在理论上并不会影响担保权利的存续，不会对现状分配的实现造成实质影响。但我们仍建议受托人积极配合办理变更登记/交付手续，以便于

① 例如，最高人民法院（2015）民申字第2040号、（2015）民申字第2494号判决。

② 例如，江苏省高级人民法院（2014）苏商终字第00509号判决。

③ 例如，河南郑州市中级人民法院（2012）郑民三终字第868号、重庆市第一中级人民法院（2004）渝一中民初字第545号、湖南省湘潭市中级人民法院（2012）潭中民二初字第17号、浙江省上虞市人民法院（2010）绍虞商初字第1647号判决。

④ 在谢炳宽诉王连华等民间借贷纠纷案（（2015）沪一中民一（民）终字第688号）中，上海一中院认为债权转让未办理抵押变更登记，抵押权有效，但不能直接实现抵押权。在洁豪公司申请吴小健实现担保物权案（（2014）金婺商特字第2号）中，浙江金华婺城区法院裁定驳回申请人（债权受让人）要求实现担保物权的申请。该案经该法院人员编写作为“不动产抵押权受让需办理转让登记抵押权”的案例刊载于人民法院报，人民法院报上提及本案的裁判宗旨是“抵押权因债权转让而转移，申请债权转让取得不动产抵押权的担保物权实现，需要先行办理抵押权变更登记手续”。

受益人能够顺利行使担保权利。

3. 股权类权益

股权类权益包括有限责任公司股权、非上市股份有限公司股份、上市公司股票、合伙企业合伙份额。由于篇幅所限，以下主要以有限责任公司股权为例进行讨论。

在我国，信托财产分配时的股权转让仍属于一种交易过户，需要遵循《公司法》有关股权转让的规定。根据《公司法》的相关规定，在将有限责任公司股权现状分配给受益人，当该受益人并非标的公司股东时，受托人需要就此股权转让取得其他股东过半数同意，其他股东还享有优先认购权。因此，股权转让是否能够得到其他股东的配合将影响到股权现状分配的顺利实现。

对此问题作进一步分析，就会发现这一点应该不会构成现状分配的实质性障碍。因为《公司法》同时规定，“股东就其股权转让事项书面通知其他股东征求同意，其他股东自接到书面通知之日起满三十日未答复的，视为同意转让。其他股东半数以上不同意转让的，不同意的股东应当购买该转让的股权；不购买的，视为同意转让。”这意味着，如果其他股东购买股权或行使优先购买权，则应按照不低于同等条件的价格进行购买，而通过信托财产分配的方式获得股权的行为不同于一般的股权转让行为，股权现状分配很难形成可供比较的“同等条件”，其他股东不同意股权转让或以同等条件购买的可能性较小。

为实现股权现状分配，接下来还需要考虑股权转让至受益人以什么作为判断标准。

根据《公司法》第三十二条规定，“记载于股东名册的股东，可以依股东名册主张行使股东权利。公司应当将股东的姓名或者名称向公司登记机关登记；登记事项发生变更的，应当办理变更登记。未经登记或者变更登记的，不得对抗第三人。”目前，对于公司内部登记（变更股东名册）属于设权性登记还是宣示性登记仍有争议。关于外部登记，除国有股权、外资股权转让需要一些审批手续之外，现行法律并未规定股权转让需要办理有权机关批准或工商变更登记手续后才能生效。一般而言，股权转让是否生效依转受让双方约定而定，未办理工商登记的仅不能对抗第三人。

综上所述，为谨慎起见，建议股权转让应至少完成股东名册的变更，为了产生对抗第三人的效力，建议受托人积极配合受益人办理工商登记手续。但我们理解，上述手续一般不会构成现状分配的实质性障碍。因为，根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（三）》第二十四条，当事人依法继受取得股权后，公司未依法签发出资证明书、记载于股