

# 昆山案债权认定再博弈 司法机关也纠结

受益权产品结构致信托公司主动管理职能缺失,司法机关在没有前例可循的情况下,只能延长研究法规的周期

证券时报记者 张伟霖

轰动一时的安信信托-昆山纯高信托受益权纠纷案(简称:昆山案)近日一审开庭。

对于受益权信托的由来,被告方昆山纯高投资开发有限公司(简称:昆山纯高)直指原告安信信托为了绕开信托监管政策,才最终设计出此类交易结构,而庭审的相关材料也暴露出信托管理人对受益权信托产品日常管理上存在不作为。

在没有前例可循的情况下,司法机关只能延长研究相关法规的周期。随着该信托产品最后延期处置抵押物时间2013年9月末的到来,安信信托需要在是否为投资人施行刚性兑付上进行抉择。

## 阴阳合同现分歧

近日在上海开庭审理的安信信托昆山纯高案,最终将当初双方签订的“阴阳合同”全部摆上了台面。

尽管安信信托3月8日的公告对该起诉讼的焦点一笔带过,但证券时报记者获取的庭审记录显示,正如本报此前报道,案件双方僵持的主要内容是当初设计出的“受益权信托”交易结构,能否被司法机关最终确认为债权关系。

根据昆山纯高的辩诉,在与安信信托合作的这个项目上,双方实际上签订了两份合同:一份是财产信托合同,一份为信托贷款合同。昆山纯高表示,公司只承认财产权信托合同,对于另一份信托贷款合同,昆山纯高称签订该合同非出于本意,是签约时,公司对信托合同签署流程不清晰,误以为“两份合同需要同时签署而造成的结果,以此为由,昆山纯高否认自身与安信信托间存在过债权关系。

从此前双方签订的合约看,是否承认债权关系,对双方影响颇大。根据双方提供的资料,如果承认是信托贷款,那么根据贷款合同的约定,包括期内10%利息、逾期时段12%利息,以及逾期违约金、罚息等等,各项相加昆山纯高合计约需支付本金的140%;而如果否认“贷款合同”的存在,包括各项利息和违约金赔偿则均可宣布无效。昆山纯高归还给安信信托的最终可能仅是本金或再按期内银行贷款利率补缴利息。

如果司法机关以前者即债权关系为认定标准,购买“昆山-联邦国际”资产收益财产权信托产品的投资人,将有机会收回本金,不过收益将有所损失。

因此安信信托在辩诉中提出,诉讼双方在签约时就已经明确了资金为贷款性质,这从签订的协议及之后的抵押协议中均有提及。

## 司法机关也纠结

由于尚未进入判决期,双方是否存在债权关系并未获司法机关确认。但值得注意的是,庭审中司法机关对双方在资金往来之初,为何要设计两份合同及前述复杂的信托结构表示不解。

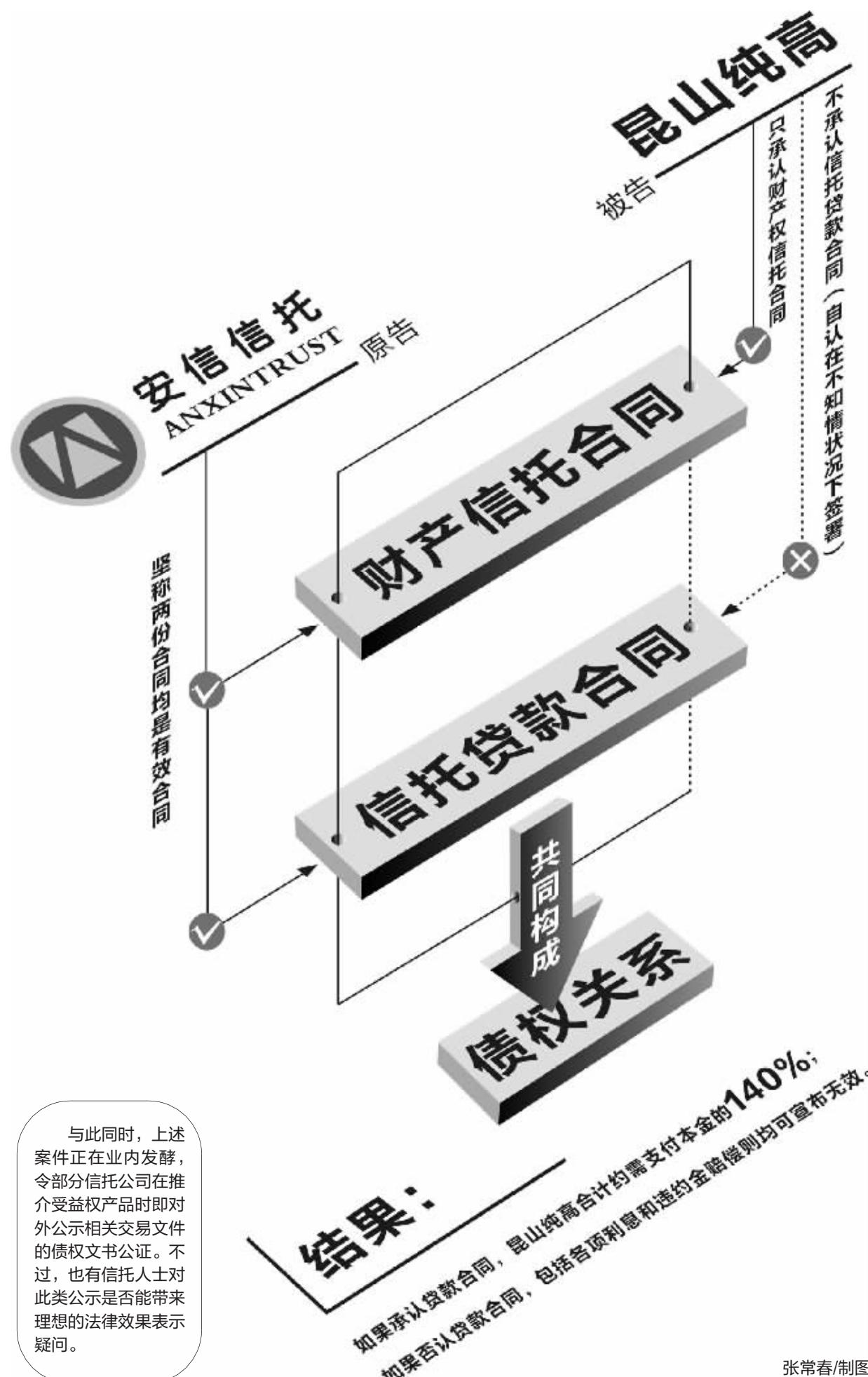
昆山纯高对此的回应十分直白,直指这是安信信托为了绕开信托监管政策而设计的交易结构。而这也正印证了本报此前相关报道对该事件起因的猜想。

据记者了解,受益权信托是为部

分信托机构打政策擦边球而兴起的交易结构,最早是为绕开银监会关于“贷款类信托严格执行‘432’的监管规定”(4代表四证,即国有土地使用证,建设用地规划许可证,建设工程施工许可证;3代表30%预留资金;2代表二级资质),相关条款强调了不能为不符合规定的开发商提供信托贷款资金。而为了绕开这一规定,信托公司便以“受益权信托”的方式,为部分不符合“432”条件的房地产开发商提供资金。

该案中,昆山纯高也明确承认,该公司实际上并不具备监管要求的“二级资质”,因此无法通过正常的信托贷款方式获得资金,并与信托公司形成债权关系。

有信托研究人士对证券时报记者表示,“受益权信托”此时最大的功用



与此同时,上述案件正在业内发酵,令部分信托公司在推介受益权产品时即对外公示相关交易文件的债权文书公证。不过,也有信托人士对此类公示是否能带来理想的法律效果表示疑问。

由此可见,信托公司实际上并没有管理信托财产,只是提供了一种中介功能。上述人士认为,信托公司即便想做管理,也存在天然的法律缺陷。

根据该产品的设计,信托公司持有的仅仅是股权受益权,而不是股权。不是公司的股东,也就没有投票权、质询权、建议权等股东权利,进而就无法及时或完整地维护信托产品投资人的权益。”

一位曾接触过该项目的上海地产投资人士在接受记者采访时也表示,信托公司对受益权信托的管理疏忽大意,他们认为该类产品与贷款类(融资类)信托类似,即存在足值的抵押品。在信托期限届满后,即使出现问题,也能通过抵押品处置的方式,收回信托本息。但他们却忘记受益权信托并非完全等同于贷款类信托,其法律关系远比贷款类信托复杂。

据信托业资深人士唐琪介绍,如果司法机关认可受益权信托为明确的债权关系,未来的受益权信托将有望与贷款类信托一样,享有在产品到期时申请对抵押品强制执行的法律效果。

然而,按信托合同约定,上述安信信托产品最后延期处置抵押物时间是2013年的9月末。不少接受记者采访的人士普遍认为,寄望司法机关在该时段前给出结果不太现实,唐琪估计,作为首个案例,司法机关至少也需要一两年时间才能给出裁决。而届时,安信信托可能只有在是否为投资人施行刚性兑付上进行抉择。

## 部分信托未雨绸缪

此前不少信托公司高管在接受记者采访时均表示对该案高度关注,认为该案关系的不止“一个”产品,而是“一片”同类产品能否享有债权强制执行的待遇。

而从受益权信托这两年的发展来看,与之产生关联的不仅仅是信托业,银行在其间更是推波助澜。为达到向受限

行业或不达标企业变相授信的目的,银行以银行理财资金借道信托受益权的方式进行放贷。据招商证券此前的估算,截至2012年底,信托受益权的规模已达8000亿元左右。

但与信托主导下的受益权集合信托不同:由银行主导下的受益权信托,正常情况下的兜底方为银行。这也就意味着,昆山案的最终结果不仅影响到信托产品的兑付,也影响到部分银行理财产品的兑付。

与此同时,证券时报记者发现上述案件正在业内发酵,令部分信托公司开始未雨绸缪。例如,东部某信托公司近日发行的一款受益权产品,在推介时即对外公示,相关交易文件享有强制执行效力的债权文书公证。

不过,也有信托人士对这类公示是否能带来理想的法律效果表示疑问。唐琪则认为,应当正视国内存在一定地方保护主义的司法现实,复杂的信托产品交易结构设计所带来的法律风险不容小视。因此在设计产品交易结构时,更应该以信托业务操作及风险控制为出发点,力求交易结构设计的简单化及清晰化。”

## 到期潮来临 私募股权基金频现打折甩卖

证券时报记者 唐曜华

2008年前后PE疯狂时,私募股权基金以20倍甚至30倍的市盈率投资企业也不足为奇。

而PE二级市场的形成仍有待时日。去年7月份北京金融资产交易所、北京产权交易所、北京股权投资基金协会、北京股权登记管理中心共同发起设立了“中国PE二级市场发展联盟”。今年1月份以来,在北京金融资产交易所挂牌交易的私募股权项目开始增多,截至3月26日,挂牌项目共21个,涉及房地产、新材料、新能源、物联网等多个领域。

## PE两头受困

Wind资讯数据显示,2008年披露金额的私募股权基金和创投累计募集资金规模达约5270亿元。

2008年前后PE的热潮仍让人记忆犹新。据清科统计数据,2008年可投资中国大陆地区的亚洲私募股权基金募资总额达611.54亿美元。但随着金融危机的来临,这样的募资规模此后再未被超越。2009年可投资大陆地区的亚洲私募股权基金募资总规模锐降至129.58亿美元,2010年~2012年募资规模虽然有所回升,但仍然处在200亿美元~400亿美元之间。

随着当年发行的基金进入第五个年头,PE热潮的后遗症正进入集中爆发期。大量私募股权基金即将面临5年投资期而退出无望的压力,目前市场上已经有不少LP打折甩卖基金份额,打折幅度甚至低至4折。”深圳某私募股权基金总经理称。

然而,即便打折也不一定能吸引买家。关键是LP的态度,愿不愿意认赔。对于这类项目,至少要打5折我们才会考虑。目前主要是一些FOF(基金中的基金)私募股权基金在收购打折的基金份额和投资组合。”深圳某私募股权基金合伙人表示。

去年下半年以来,新股首次公开发行(IPO)速度放缓导致PE退出困难,加之新基金募集资金困难,两头受困让PE低价甩卖开始蔓延。

首期项目投得较快,或者拿项目价格较高的PE,随时可能有现金流断掉的风险。”东莞某私募股权基

金合伙人称。

2008年前后PE疯狂时,私募股权基金以20倍甚至30倍的市盈率投资企业也不足为奇。

而PE二级市场的形成仍有待时日。去年7月份北京金融资产交易所、北京产权交易所、北京股权投资基金协会、北京股权登记管理中心共同发起设立了“中国PE二级市场发展联盟”。今年1月份以来,在北京金融资产交易所挂牌交易的私募股权项目开始增多,截至3月26日,挂牌项目共21个,涉及房地产、新材料、新能源、物联网等多个领域。

## 探索退出新渠道

打折甩卖显然是下下策,更多的私募股权基金则想方设法开辟新的退出渠道、开拓新的盈利模式,以应对募资退出两头难的PE寒冬。

今年以来,并购退出的案例已经明显增多。Wind资讯数据显示,截至3月26日,今年并购退出案例共计14起,而去年同期仅6起。

但要实现并购退出也并不简单。有的私募股权基金跟大股东签了对赌协议或者回购协议,这让退出更加麻烦,并购企业之后还要履行回购协议的责任,这种项目我们就尽量回避。”上述深圳某私募股权基金合伙人说。

除了并购退出及IPO,还有私募股权基金退而求其次,谋求新三板退出渠道。就算有项目在排队都不知道等到什么时候,目前还有800多家公司在排队等着IPO,转向新三板是比较现实的选择。”深圳上述私募股权基金总经理称。

此外,为了适应新三板的特点,上述私募股权基金转向投资金额较小的项目,而不再偏好选择IPO退出渠道。就算有项目在排队都不知道等到什么时候,目前还有800多家公司在排队等着IPO,转向新三板是比较现实的选择。”深圳上述私募股权基金总经理称。

去年下半年以来,新股首次公开发行(IPO)速度放缓导致PE退出困难,加之新基金募集资金困难,两头受困让PE低价甩卖开始蔓延。

仅仅押宝以更高价格在新三板退出仍不够,我们尽量选择几年分红收益就能收回投资的高成长项目。”上述人士说。

## 银行系信托资管规模狂飙

证券时报记者 张伟霖

庞大基数上再度飙涨了123%,受托资产规模位列行业第三。

上海某信托研究人士认为,银行系信托的优势非常明显。比如,银行信贷紧缩时,大量银行存款向表外转移,银行旗下的信托公司因平台优势,可以成为银行贷款的有力补充,其业务收入自然增长较快。而除了项目资源优势,在客户资源方面,银行更乐于代销自家的信托产品,甚至存在输送部分高净值客户的情况。”

毋庸置疑的是,作为银行系信托公司,通道业务在上述两家信托公司的业务结构中占据了一些分量。但通道业务的低回报率,也往往造成银行系信托公司利润增幅与资管规模背离的情况。

建信信托是2009年由合肥兴泰信托重组而来,其资产管理从2009年的276亿元到如今的3507.77亿元,4年暴增近13倍,远超行业平均增速。而据记者了解,以3507.77亿元的受托资产规模,建信信托位居行业第二,仅次于中信信托的5913亿元受托资产规模。

相比之下,另一银行系信托公司——兴业信托的资管规模增长速度更加令人瞠目结舌。2011年1月,兴业银行正式入主兴业信托,当期资产规模就飙升至1526.05亿元,较前一年度增长379%。而截至2012年末,记者获得的未经审计的数据显示,兴业信托管理的信托资产规模已经高达3360.49亿元,在2011年的

数据显示,兴业信托对通道业务的依赖要少一些。2012年兴业信托营业收入为14.45亿元,净利润高达7.72亿元,相比2011年的2.04亿元,增长了278%。