

关注资产流动性，提高存量资产附加值——优先级份额转让的经验总结

上海东兴投资控股发展有限公司 陈鸿

【摘要】：上海东兴通过提高资产流动性、盘活存量资产的方式，成功完成了第一单优先级份额对外转让，努力落实总公司战略目标——“实现真正意义的资产管理”并开拓新的思路。但在项目执行过程中，遇到很多不确定因素和障碍，故对整个过程进行梳理和总结，提炼出该类项目运作的经验教训，对避免同类项目出现类似状况具有借鉴意义。

【关键词】存量资产；流动性；提高；附加值

上海东兴投资控股发展有限公司（“上海东兴”）于2013年9月30日承接中国东方资产管理公司（“总公司”）办事处作为劣后方的W项目专项资产管理计划优先级份额。根据总公司批复意见中对转让时间等要求，上海东兴积极联系国内主要金融机构，慎重对比和讨论各家金融机构提供的转让方案。目前政策法规框架下，对资产管理计划份额、信托单位、有限合伙企业财产份额等多种优先级份额的规限和实践操作方式存在差异，优先级份额转让、优先级份额收益权转让、优先级份额/收益权质押融资等方案也各有优劣，而附条件、附期限的全额回购或差额回购等限制条件对出让方的影响也各不相同。最终，结合转让完成时间和转让成本因素综合考虑，上海东兴选定H证券进行合作。经过与H证券多轮谈判，从项目本身、合作模式、交易方式、保障手段、市场反馈等方面进行艰苦而反复的磋商，最终在总公司规定的三个月期限内，在年底资金面非常紧张的情况下，与“老谋深算”的金融机构顺利完成该优先级份额的对外转让，并保证了上海东兴在W项目上的差额收益。

本次W项目优先级份额的成功转让，是上海东兴盘活优先级存量资产、提高流动性的第一单业务，释放了上海东兴的资金规模，带来传统息差收入以外的中间业务收入，扩大了收入来源渠道，使项目收益率由原有的优先级水平11%提升到综合收益率16.1%，提升幅度达46.36%；同时也为上海东兴与其他金融机构打开一种全新的业务模式，拓展在资产管理方面的全面合作。

在W项目优先级份额的模式下，上海东兴利用单笔资金反复推动多个项目并取得收益，逐步落实总公司战略目标——“实现真正意义的资产管理”

本次通过提高资产流动性的方式成功实现第一单优先级份额对外转让，是上海东兴在常规业务基础上的创新；为传统业务的总结和未来业务拓展，积累了宝贵经验，打开了新的思路；为上海东兴与总公司辖内各办事处、子公司之间，以及其他金融机构之间的进一步合作创造了新型合作模式。

虽然成功完成W项目优先级份额转让，但在具体执行过程中，我们遇到了很多不确定因素和障碍，并多次出现差点无法执行下去的情况。回顾项目整个过程，我们提炼出该类项目运作中的主要经验教训：

1、选择性介入好的项目。

不同的投资团队，从不同角度评价特定项目的资产价值、还款保障、蕴含风险等要素，会对该项目得出不同的投资判断，故上海东兴作为独立法人与办事处对拟投资项目的风险评判标准实际上也存在不同。

因此，参与办事处做劣后级投资人的项目时，最好是在办事处与融资方进行初期谈判的阶段，上海东兴就及时介入项目，了解并掌握项目情况，而不仅仅考虑到有办事处做劣后级投资人，就简化对优先级投资人的权益和风险分析。同时，如果对项目了解程度不够深入，在项目投资后优先级对外转让时，与潜在受让方的交流中，我们不专业或不恰当的表述也可能让潜在受让方对总公司基于项目的风控能力和保障措施做出错误判断。

2、选择好的受让方。

选择好的受让方能让转让工作有条不紊地进行，而不合适的受让方则会严重影响转让实施。目前市场上可以作为受让方的机构主要是商业银行、证券公司、基金公司、信托公司等

金融机构，分为地方性或全国性金融机构。地方性金融机构操作较为灵活，审批环节较少，成本较低，但募集资金的能力相对偏弱；全国性金融机构因审批环节较多比较僵化而灵活度不足，成本较高，且较为强势，但募集资金的能力明显强于前者。因此，需要根据项目特点在灵活度、项目成本或募集资金等方面进行平衡选择，最终确定的受让方应在风控基础上尽量简化流程，在不实质影响出让方权益的情况下，尽可能利于转让。

3、合理方案、合适条款提高流动性。

虽然是参与由办事处做劣后级投资人的项目，且该项目一般是已经通过总公司风险部以及法律部等部门的审核，但这些审核一般是从立足于总公司（或办事处）作为劣后级投资人的权利与义务、风险与保障角度进行综合分析，因此我们作为优先级份额投资人，在确定参与办事处做劣后级投资人项目的优先级投资人后，在资产管理合同、信托合同、有限合伙协议等法律条款拟定时，也应该尽快联合办事共同参与全套项目合同文本的拟定工作。

例如，在原资管合同中“第二十条资产管理计划的收益分配”条款中的“若优先级委托人未能实现前述当期优先级预计收益，则进取级委托人应以未实现的当期优先级预计收益部分为限，以进取级委托人之前因持有进取级份额分配所得的全部收益向优先级委托人进行补足。优先级委托人当期优先级预计收益得到补足后，进取级委托人此前分配所得收益的剩余部分仍属进取级委托人所有。”因影响转让后劣后级份额持有人的收益确认，根据法律部的意见删除。在W项目实际谈判过程中，受让方多次就该回拨条款的存在性和合理性提出与现有合同条款相反意见。

同时，存量资产只有具有流动性才能真正创造新的价值。因此，我们在设定合同文本的时候，一方面必须充分保障劣后方的合法权益，另一方面，如何提高优先级份额的流动性，更是必须考虑的关键要素。流动性条款不仅仅影响上海东兴的转让，更重要的原因在于，优先级份额的流动性越强，其对外转让的难度就越低，越容易转出，其转让价格也对原优先级持有人越加有利，体现到项目收益上，则表现为优先级份额转让后该项目的留存差额收益就越高。

4、选择严谨且灵活的中介机构。

资产管理计划最终需要资产管理人进行操作，项目转让也需要资产管理人配合实施，未来项目转让后项目差额收益也需要资产管理人和托管银行进行分配。因此，如何选择既严谨又具有适当的灵活性的资产管理人、托管银行也是在最初的资产管理计划设立时就应该充分考虑的环节。在W项目中，资产管理人和托管银行在这方面具有较大的灵活性，在转让过程中也比较配合。

例如，在W项目中原定资管合同“第八条资产管理计划的参与、违约退出、非交易过户和转让”中明确规定：“经过进取级份额委托人、资产管理人与资产托管人协商一致，优先级份额委托人可以向符合条件的特定客户转让其持有的优先级份额。”在W项目执行转让流程时，受让方、劣后方、资产管理人以及托管人各自公司内部合规部门对转让行为的风险评判标准各不相同，虽然没有实质性障碍，但花费较多时间和精力周折，导致严重拖累项目进展，近三周时间四方均僵持在这个条款中。虽然最终上海东兴通过谅解备忘的变通方式得到四方的许可，推动项目继续下去，但时间上的延误导致险些无法在总公司要求期限内完成优先级的对外转让。鉴于上述原因，我们在以后的合同条款中已经直接表达为：“进取级份额委托人、资产管理人与资产托管人一致同意，优先级份额委托人可以向符合条件的特定客户转让其持有的优先级份额。”确保了优先级投资人的合法权益，同时该条款也通过潜在提高流动性为降低优先级转让的交易成本提供谈判基础。

5、规范并简化内部流程。

由于W项目优先级份额转让是上海东兴历史上第一笔存量资产对外转让，因此很多工作都是边摸索边推进，走了较多的弯路，也使项目执行过程中打了多个补丁。因此，在未来涉

及优先级份额转让的项目中，上海东兴将进一步规范并简化内部流程，逐步提高优先级份额转让工作的效率。同时，也要求项目组提前与转让工作所涉及部门进行沟通协调，尽量在方案设计阶段将细节部分考虑周全，避免事后增补和调整。

综上，W项目仅仅是上海东兴对存量资产转让的一次有益尝试。这次成功既为未来的资产转让提供经验与启示，同时也让上海东兴看到通过提高资产流动性来创造存量资产新附加值的实际价值所在。

做“大资管”是总公司的战略目标，落实战略目标则是上海东兴未来的重点工作目标。我们希望充分利用上海东兴所处的地域优势，盘活总公司的存量资产，提高资产流动性，逐步实现上海东兴作为总公司“大资管”平台体系中一员的目标。