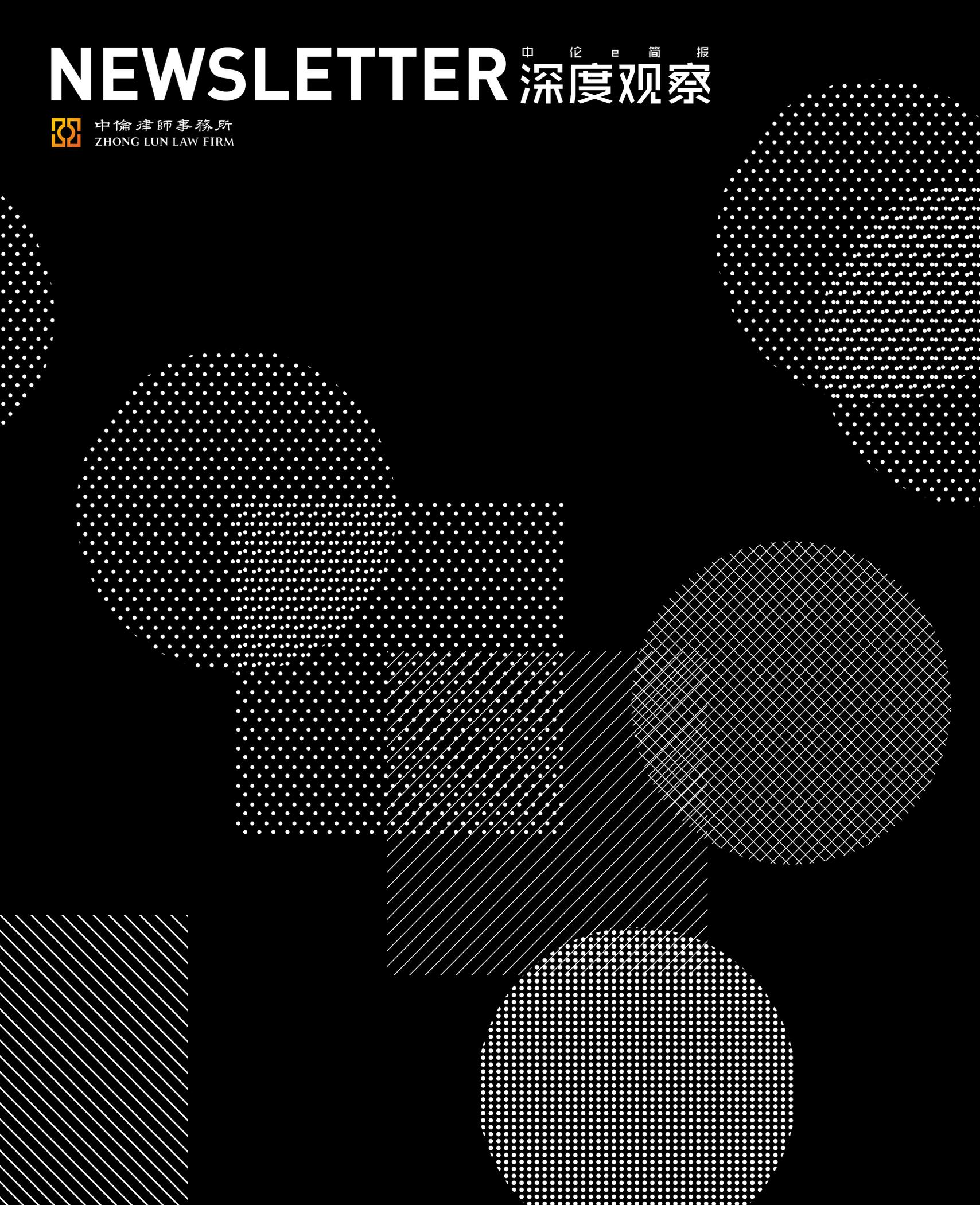


NEWSLETTER 中倫e簡報 深度观察



中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM



境外私有股权及上市公司股权 并购的杠杆： 银行融资实务分享

作者：原挺

中国企业境外收购已经历了十年的热潮，并有继续扩张的趋势。大规模的资本输出抢占国际市场的势头覆盖了各个产业的上下游资源、品牌和高端科技，在风险与机遇并存的全球化进程中尝到了甜头和苦头。从整体和长远来看，作为收购方的中国企业在收购过程中逐步积累的跨境资本运作的经验正在使其收购行为越来越理性和高效。

境外收购交易质量的提高主要体现在这几个方面：首先，标的选择的盲目性降低，看到便宜就上钩的买家越来越少，收购目的性变得更加明确，不论是产业升级、占领市场、输出产能、获取技术和品牌，总有一些明确的战略目标指引着收购交易；其次，收购过程的专业化在提高，各方中介的深入参与使项目评估更为准确，减少了信息不对称的劣势，提高了议价能力，也为风险防范做出预案；最后一点是本文要展开的论题，收购资金筹集更加合理，收购方越来越熟悉杠杆工具，包括过桥贷款、银团贷款、再融资等方式，在提高资本投入的回报率的同时大大扩展了收购的体量。

本文将首先介绍并购市场资金筹集的总体情况，让大家对收购资金的来源和银行贷款支持有个初步了解，然后通过中伦律师参与的并购贷款案例解析几类交易的共性和差异，并在技术分析环节深入到融资文件的具体条款，最后一部分谈谈律师在交易中作用。



原挺
合伙人
北京办公室
86-10-59572045
yuanting@zhonglun.com



第一部分\ 并购资金来源： 杠杆的力量

根据商务部、国家统计局、国家外汇管理局联合发布的《2016 年度中国对外直接投资统计公报》，2016 年中国企业共实施对外投资并购 765 起，涉及 74 个国家（地区），实际交易金额 1353.3 亿美元，其中中国境内投资者的自有资金和境内银行提供的贷款合计 865 亿美元，占收购资金总额的 63.9%，境外取得的融资金额 488.3 亿美元，占收购资金总额的 36.1%。

跨国公司进行海外并购通常可以采取现金或股份作为支付方式，但在中国企业的海外并购过程中，由于国内监管环境的限制以及资本市场发展尚未成熟等因素，实践中由上市公司直接向境外交易对方发行股份进行换股并购境外资产的案例还没有出现，现金支付为海外并购支付手段的主要方式。为缓解资金压力，收购方多采用混合方式筹集资金，形式主要包括股

权融资、债务融资或者两者的结合，通常会结合商业、税收和会计因素予以考量。

如果采取股权融资，通常包括增发新股或设立合资平台引入财务投资人两种方式。收购的主导方通常在收购平台中占有主导地位，因此平行的股权投资人能提供的投资金额往往不会高于主投方的资金。在资金需求量大的并购案中，更大比例的资金还得依赖银行贷款资金。除了能够满足大额资金需求外，贷款融资相比于股权融资的优势还包括以下几个方面：贷款能利用利息支出减轻企业税负，有效避免股权的稀释，并通过与金融机构的合作和金融机构分担了并购项目的风险，同时债务性融资也向市场传递了积极信号，即负债比例的上升表明经营者对企业未来收益有较高的期望，并由此表明其市场价值。

按目标公司管理层是否参与收购划分，杠杆收购可进一步分为管理层收购（MBO）和非管理层收购。管理层收购是指股权投资者与目标公司管理层一起组成一个收购集团，与目标公司或目标公司股东洽商收购条款，达成后即实施杠杆收购。在管理层收购中，担任发起人的

多为投资银行或投资公司，他们承担着融资、策划和交易谈判等工作，成功的管理层收购有赖于目标公司管理层与投资银行的友好合作。大多数情况下管理层自身财力有限，需要借助金融机构等外部投资人的助推来完成收购，而且主要是通过借贷融资来完成的。管理层收购的交易成功后，将达成企业所有者和企业经营者的身份统一，管理层获得充分的激励机制，并有望在高负债的外部约束下充分挖掘企业潜力，实现企业价值的最大化。

根据具体交易情况的不同，并购贷款金额通常占并购交易总对价的 50%-70%，剩余部分可能通过股权融资的方式来实现或者用股东贷款的方式来补足，该等股权融资或者股东贷款一般会被要求从属于银行贷款。如果贷款由中国商业银行提供，根据《商业银行并购贷款风险管理指引》（银监发〔2015〕5 号），并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于 60%，并购贷款期限不超过七年。

以上述背景资料作为基础，我们在第二部分来看看中伦律师协助中国企业进行收购融资的交易具体情况。

第二部分\ 收购境外公司的 并购贷款案例解析

根据收购主体和目标公司的情况不同，目标公司可能是上市公司或私人企业。我们先列举两个非上市公司的例子，然后再分析几起收购上市公司的融资交易安排。

a) 收购非上市公司

1、X 公司收购非洲矿产公司

X 公司通过其境外壳公司收购非洲矿产公司的股权，同时受让股权出售方对该非洲矿产公司下属其中一个铀矿项目公司的债权。X 公

司的境外壳公司作为借款人向贷款银行借款，用于支付股权转让协议项下对价和受让债权的对价。本项目下担保增信安排包括股权质押、应收账款质押、账户质押和转让担保等。

该收购交易的特点是借款人与铀矿项目公司存在业务合作关系，其将根据购销协议从铀矿项目公司处购买铀矿，并根据销售合同对外销售，该等销售文件产生的现金流是贷款银行重点关注的还款来源，因此本项目中交易文件的定义除了股权转让协议和债权受让协议外，还包括铀矿销售相关的交易文件。

由于铀矿销售的最终买家是资信很好的中国国有企业，借款人的销售现金流成为项目的核心支撑，而没有要求借款人的境内母公司承担过多的还款责任。因此，本贷款项下的“债务人”范围比较窄，没有扩展到借款人母公司相关集团，主要是控制借款人、项目公司和销售合同的买家。贷款协议的具体条款的设计中与项目和铀矿销售相挂钩：

(i) 资金监管方面：要求借款人将销售收入均划入托收账户中，同时考虑到借款人实际运营情况，在没有存续违约事件或者托收账户中的金额达到一定比例时，贷款银行允许借款人将资金划出用于支付销售合同及购销合同项下的应付款项或清偿公司间借款或自由使用；

(ii) 信息提供方面，要求借款人提供销售合同的相关交易情况书面报告，并应通知涉及铀矿项目建设运营方面及销售合同的质量纠纷情况；

(iii) 承诺事项方面，要求保持铀矿项目相关审批持续有效，并在销售合同买方违约的情况下贷款银行保有指定第三方来替代原有买方的权利，在未经贷款银行同意的情况下借款人不得与其他第三方签署产品销售协议；

(iv) 违约事件方面，不仅包括与项目挂钩的全损、征用事件、核事件和安全事件，以及销售合同的违约，并将项目运营的暂停列为违约事件之一，而暂停期限的宽限与偿债准备金账户届时金额相匹配，给予借款人一定的补救

期限。

本项目类型属于中国境外投资的第一波，资源型收购。虽然在贷款用途和放款安排方面与并购贷款的套路一致，但从风险控制的安排上与无追索的项目融资倒是有更多相似之处，但重要区别在于借款人不是生产矿产的项目公司而是其母公司，且项目已经进入运营期，杠杆收购后只要达成稳定的矿石出口合约，还款即可得到保障。而在一般的战略性收购项目下，特别是收购大型或综合性目标公司，借款人可以安排的贸易净流量通常远远不能覆盖还款需求，而必须借助母公司的偿债能力来填补目标公司盈利分红还款的不足。

2、Y 公司收购西班牙制造业公司

本项目中的目标公司净资产并不大，但收购方希望通过并购贷款清偿目标公司的现有债务，并满足其投资需求和流动资金需求。为此，贷款银行提供的融资方案中包含了四笔贷款额度：并购资金额度、再融资额度、资本性投入额度和流动资金额度，其中前两笔在收购交割前发放，第三笔在交割后三年内发放，最后一笔在交割后的还款期内循环发放。流动资金额度的类型多样，包括贴现、短期贷款、银行保函、对冲等，并且用款方不限于借款人，还涵盖借款人完成收购后其指定的下属子公司，包括目标公司及其子公司。

本项目贷款的还款期比较长，但在中间设置了多个提前还款的出口，借款人有权申请提前还款，但需要支付提前还款费，越早提前清偿提前还款费的比率越高。而对于强制提前还款的安排，包含了控制权变更、资产处置和上市三种情况，如果上市未导致控制权变更但导致收购方 20% 以上股权被转让的，则上市融资金额的 70% 应用于提前还款。

本项目中的信用支持包含了借款人在境内外的各类资产抵质押，包括其持有的中国子公司的股权质押。本项目没有使用表外融资的模式以境外壳公司向银行借款，也没有以母公司

担保来支持境外借款人，而是直接以母公司为借款人筹集资金，这样的并购贷款在以并购基金为主要驱动力的英美市场不算常见，但却是中国等发展中国家的金融市场上常见的融资结构，充分体现了该类市场中的信用结构和金融机构风险偏好的特点。

本项目中的贷款后续条件约定比较全面，包括了收购股权变更的工商登记、融资文件相关方在交割完成后完成的内部决议、资产担保的审批和登记，之所以诸多程序都在交割后完成，原因有两个方面：其一，借款人为母公司本身，其信用较强，并对后续各项担保和决议的落实具有控制权；其二，贷款分多笔发放，首笔贷款的发放并不会导致银行资金的全面失控，借款人为取得后续融资，其配合完成贷款后续条件的动力和意愿较强，违约风险相对可控。

本项目是个非常典型的集团公司直接表内借款进行战略投资的案例，交易中多样性的安排可以说是为收购标的量身定制，信用安排稳定且全面，是银行比较愿意选择的并购贷款类型。

b) 收购上市公司或拟上市公司

1、A 公司纽交所退市贷款融资

A 公司是中国领先的全方位 IT 服务及技术提供商，在中国大陆的主要城市及欧美均设有分支机构，在纽交所上市后几年内开始筹划从纽交所退市完成私有化。在此次交易完成后，实际持股人主要包括 A 公司董事长和主要高级管理层以及一家中国公司旗下的基金，收购通过股权和债务融资相结合的方式来完成。

母公司用于收购的资金来源包括商业银行向其并购平台公司提供的美元收购贷款，基本的融资结构如下：

(i) 股权投资方及管理层将收购资本金投入到母公司；

(ii) 母公司注资到其全资持有的收购平台公司，收购平台公司作为借款人收到股权投资后向商业银行举债；

(iii) 借款人在监管账户中整合资金后并购上市公司 A 公司，将资金支付给股票持有人，实现退市，退市后拆除原有境外控股架构；

(iv) 本贷款的主要担保和还款来源依赖目标公司集团境内的资产和现金流，在借款人境外筹措还款资金不足的情况下将通过境内子公司向境外母公司分红的方式归集资金用于清偿本息；如果境内担保物的价值不足以覆盖贷款余额，目标公司集团有义务补足；

(v) 境外资产将全部作为担保物抵押给商业银行，包括借款人及目标公司的两层股权，借款人资产及母公司股东贷款；

(vi) 银行允许目标公司集团在退市后进行股权结构的重组，将 A 公司的资产转移到集团境内主体，A 公司获得的对价款可用于借款人还款；

(vii) 一旦集团或其下属的任何子公司在退市完成后发行新股或在交易所上市，筹集的资金中一定比例部分将用于提前清偿银行贷款；

(viii) 在约定的允许处置范围之外，如果集团成员处置资产所得收益的一定比例部分将用于提前清偿银行贷款。

通过以上融资结构的描述，我们看到本交易中既有通常的壳公司担保安排和控股方资金支持，也为控股方提前偿债提供了多种渠道。总体而言本交易还是倚重控股方的资信和清偿能力，特别是其允许的收购后资本重组实际上将掏空目标公司的业务，而直接基于转让对价进行套现，把后面的故事都留给了控股方在中国境内的再融资。

但是，本项目还款来源于境内而借款人位于境外，跨境的特性及中国资本项目管制的背景使得交易双方必须考虑资金向顶层归集清偿境外债务可能遇到的障碍。交易安排中的一个亮点就是针对上述情况约定了归集资金的合规风险、明确汇出限制可以构成暂停强制提前还款的事由，但等额的境内资金需要存入贷款银行在境内控制的监管账户。

本项目中根据银行的要求设定了财务指

标。由于贷款银行是中资背景的银行，没有设定国际银行通用的偿债覆盖率指标，而是使用了中国金融机构更熟悉的资产负债率比例要求。同时，银行设定的杠杆率要求与国际惯例原则上相符。该指标的设定既防止借款人过度使用杠杆，同时为再融资留下了一定的空间。本项目中设定了资本补足机制，使得财务指标被违反的情况下借款人可通过筹集资本金来改良财务状况，给借款人及其控股方留下了更大的操作空间。

同大多数并购贷款一样，本项目的融资文件对收购方集团及其子公司的行为进行了全面的限制，包括投资收购、资产处置、分红、对外担保、举债、贷款和发行新股。同时，合同条款也详细约定了上述各项限制的例外情况。我们将在下文的第三章进行详细的技术性分析。

由于本项目中境外股权担保与中国境内集团的支持并存，借贷双方就违约时救济方案的先后顺序达成合意，优先使用集团资金支持来应对违约情况下贷款加速到期债务清偿，以防止在公司重组前贷款银行执行境外股权而打乱了公司的整体资本结构调整计划。

本项目的收购标的虽然是上市公司，但由

于收购方是管理层牵头的买方集团，熟知公司资产的具体情况和风险所在，因此一般上市公司收购融资中的交割后违约清除条款并不适用于本项目，我们将在后续章节对清除条款进行分析。

本项目属于境外上市公司私有化融资的典型案列，结合我们在第一章概述的管理层收购，本交易结构中也包含了标准的三方资金：管理层、收购基金和贷款银行，三方资金汇集在两层壳公司结构的平台上，母公司层面汇集股权投资，子公司层面作为收购方汇集银行贷款及母公司的股东贷款。重要的区别可能在于传统意义的管理层收购结构中银行对管理层没有追索权，且财务支持 (financial assistance) 的安排受到不同法域下的法规限制，而本项目中管理层的信用及底层资产现金流是银行还款的主要支撑。

2.B 公司收购新西兰上市公司并购贷款

B 公司是全球领先的家电企业，在中国境外的营业额超过营业总额的三分之一，是中国第一批走出去的企业；而被收购目标公司是新西兰的著名厨房家电制造商，B 公司希望借助目标公司的品牌和技术优势来提高其在国际市



场上的地位。

基于新加坡和新西兰两国间的税收协定的便利，B 公司将收购平台设立在新加坡。B 公司在新西兰证券市场发出要约收购，收购的结果将导致目标公司私有化，该收购行为需要符合新西兰上市公司收购规则。

本项目分为两个融资阶段，在收购交割前，贷款银行提供了为期一年的过桥贷款，并在收购完成后提供中期贷款替换该过桥资金。在过桥贷款中，B 公司集团提供了公司保证担保，在中期贷款中的担保安排与过桥贷款一致，但资金成本比过桥贷款低一些，贷款份额也分散给多家参贷行。

本项目的首要特点显然是融资依赖强大的母公司担保，因此在信用结构中并没有我们在并购贷款中通常所见的一连串股权质押、壳公司资产担保和账户监管，而是在融资文件中对保证人的财务指标、经营和投资行为、负债和担保安排进行限制。由于提供担保的母公司拥有众多的下属子公司，其中还包括一家 A 股上市公司，如何合理的设置上述限制条款成为借贷双方谈判的重点，我们列出以下几点进行讨论：

其一，子公司之间的授信、资产转让或集团内部的资产重组不受限制，因为这样的内部交易主要是为了优化股权架构和有效配置资源，并不影响保证人对外的偿债能力；

其二，下属上市公司的资产处置行为和投资行为不受限制，因为上市公司受到多方的监管并有义务充分披露其重大交易，其资产处置和投资行为的合理性比较有保障，贷款银行可以适当放松对其行为的监管；

其三，在一定累计金额范围内子公司的投资行为、资产处置行为、对外担保行为、对外借贷行为得到贷款银行监管的豁免，给保证人下属公司的日常经营、资本性支出及投资留下合理的空间，该额度的设置同时需要兼顾银行的基本要求，即不得影响保证人的整体偿债能力；

其四，杠杆率和偿债覆盖率是常见的要求，但此类项目中的杠杆率及偿债覆盖率显然比管

理层收购项目中的要低很多，这是由保证人所具备的强大资产背景决定的。而在蛇吞象的并购交易中，这两项财务指标通常较高，可达到 4-6 倍甚至更高的杠杆；

其五，本项目贷款发生时债务人现存的担保和贷款银行另行同意的担保或交易也纳入允许的范围，该安排充分尊重债务人当前的财务状况，并给予贷款银行对将来交易的判断权。

强制提前还款也是并购贷款中的一项核心商业条款，通常的管理层收购贷款项目中要求对目标公司处置收益和上市融资收益用于提前

在并购贷款中，集团成员的边界是另一个谈判的焦点。通常协议中会界定“重要子公司”，以避免贷款银行对子公司行为的限制波及体量过小或相对不重要的子公司，这样的安排既能减少债务人的管理成本，把握有限数量的子公司的财务状况和交易行为以防止违反贷款协议中的限制性约定，又能让银行提前锁定重点监管的核心公司，使贷后工作有明确的方向。

3、C 公司收购德国领先装备制造制造商

C 公司为一家中国的上市公司，为获取德国目标公司的国际领先品牌和技术，对目标资产进行了部分股权收购，并持有在目标公司上



还款，但本项目中收购为战略投资收购，处置标的资产或上市套现都不是收购的方向，收购方将长期持有标的资产并进行整合，而还款来源主要是依赖收购方的再融资或集团自有资金，因此在本项目贷款中的强制提前还款条款仅保留了控制权变更和交易不合法两个部分。该条款从一个侧面进一步反映了战略投资收购贷款项目和管理层收购贷款项目的信用结构具有实质性的差别，前者看重收购方的信用，后者看重标的资产的价值。

市前的增资权。本次战略性的投资不仅让投资方提高了其在国际高端市场的份额，也为目标公司进一步开拓亚太市场打开了广阔天空。

该项目的贷款由一家香港的贷款银行发放给 C 公司在香港设立的借款人公司，借款人使用贷款资金注入欧洲的子公司完成收购。贷款银行依赖的信用支持主要是另一家中国银行从境内开具的银行保函和 C 公司提供的流动性支持。

由于本项目的还款和之前两个案例中一

样,都是依赖境内母公司的流动资金,因此在强制提前还款的安排中,除了通常的境外控制权变更、收购失败等事由以外,还特别约定了中国汇兑限制作为一项强制执行事件,以避免本项目的还款受到汇兑风险的影响。

与上面的 B 公司收购案相比,本项目中保证人由集团公司本身替换成了另一家商业银行,这对于贷款银行来说保障更强了,几乎不需要承担贷款未清偿的违约风险,而对于出具保函的境内银行来说则需要在反担保安排下进行授信的风险防范。因此,在本项目的贷款协议中,贷款银行的财务指标监管仅限于 C 公司一定比例的资产负债率,显然比上述案例要放松很多,也符合本项目不同信用结构的背景。与上述逻辑相统一,本项目贷款文件中并没有就 C 公司的经营和投融资行为进行任何限制,而仅要求香港借款人及其下属的各级壳公司及目标企业在没有设立股权质押的情况下进行消极承诺,即股权不得抵押给任何第三方,也不得进行大额的资产处置。贷款银行对 C 公司的制约主要在于一些基础的重大事项,包括破产清算或债务危机,融资文件的有效性、提供财务信息等方面。

关于 C 公司提供的流动性支持函, C 公司承诺通过股权或债权的方式向借款人提供还款资金支持,且该等债权应从属于银行贷款。同时,考虑到借款人在目标公司上市的情况下有增资的选择权, C 公司还需提供进一步的资金支持以满足增资的需求,并在同等条件下其应优先向贷款银行筹集增资所需的杠杆贷款。这样的商业安排将贷款银行与 C 公司的偿债义务及未来资金需求进一步捆绑在一起,确保整个并购贷款资金的安全及并购后续安排的资金保障。

4.D 公司收购美国技术公司

本项目的目标公司为全球领先的 IT 分销商, D 公司通过在境外设立多层子公司的形式收购目标公司,收购完成后子公司被并入目标公司,目标公司继续存续,并从一家境外上市公

司变为 D 公司的控股子公司,实现协同效应。其中收购价款支付方式为现金支付,由股东股本金、股东贷款和银团贷款三部分组成。本项目的银团成员包括境内银行和境外银行,且贷款进行分层并匹配不同的利率安排,借款人为 D 公司在美国设立的第一层壳公司。

贷款项下的主要担保方式为股权质押、保证、存单质押、偿债账户质押。D 公司和其境内几家重要关联公司(包括上市公司)均为借款人提供保证担保;此外,股权质押是本项目项下最主要的担保类型,涉及几十家公司的股权;根据被质押公司所在地的不同,出质人可以分为两大类:(1)D 公司将其对直接控股的全资子公司的股权质押予贷款银行,(2)D 公司的母公司和关联公司分别将其在香港和境内众多子公司的股权质押予贷款银行。本项目初始贷款行要求评估机构对被质押股权出具一份评估报告,以使得全部被质押股权与贷款未偿本金的比例达到贷款行要求,同时在贷款未清偿完毕前,对被质押股权的价值进行定期评估,根据届时评估的价值或目标公司主体信用评级,要求借款人促使相关方补充股权质押,否则可能引发提前强制还款。总体而言本项目还是倚重境内股东的资信和清偿能力。

本项目下的强制提前还款事件比较广泛,除上面提到的因未达到股权质押比例而要求提前强制还款外,还包括资产/股权处置所得收益、保险赔款、分红(允许一定程度的再投资)。协议也约定了一些除外事项,比如,将保险赔款投资于集团的资产或者根据其他负债文件用于回购目标公司其他担保负债的,该等保险赔款资金可以不被强制用于提前还款;又如,在境外公司获得上述收益或分红后,可以出于税收因素的诚信考量或法律禁止原因暂时不用于提前清偿。

从上面几个收购上市公司的案例来看,由于收购体量较大融资金额高,且被收购标的都不能作为还款的主要现金流来源,收购方或其关联方显然提供了比较全面的担保。

第三部分 \ 并购贷款的法律文件技术分析

在上述案例的分享中,我们已经提及了诸多的贷款商业安排和信用结构。在第三部分,我们会从更加微观的层面来看看并购贷款交易到底涉及哪些法律文件,以及文件中的条款如何设置。

a) 主要文件介绍

一套并购贷款包含的文件纷繁复杂,大致可分为必备文件和支持性文件两类:

A、必备文件

并购贷款都是围绕着贷款银行或银团与借款人直接的借贷关系展开的,因此贷款合同或授信协议是整套融资文件的核心。主要的商业安排、权利和义务、控制的范围和程度都在贷款协议中进行详细约定。我们将在下面的核心条款剖析部分就贷款协议中的重难点条款进行详细解读。

由于并购贷款的目的主要是收购目标公司股权,因此被收购股权的质押是必不可少的担保安排。作为贷款所形成的核心资产,股权的分红收益及处置收益是清偿贷款本息的重要来源之一,在股权之上设立的质押成为锁定借款人自由处分行为的重要保障。由于借款人在多数交易中都是基于跨境收购的税收筹划而设立的境外壳公司,因此股权的质押通常不仅限于目标公司股权,还包括多层壳公司的股权,甚至追溯到实际收购方所在国母公司对外持有的第一级股权。

除了股权,借款人和中间夹层壳公司的账户及资产通常需要全部质押给贷款银行,账户的安排包括两个方面,其一是贷款资金的走向监管,其二是还款资金的归集和控制,分红、处置、股东支持等资金都应纳入银行控制范围用



于还款或提前还款。夹层壳公司通常没有其他资产，对其设立的资产担保主要是从防守的角度避免其产生其他债务而影响并购贷款的回款现金流。

虽然贷款银行已经通过股权质押锁定了贷款资金形成的主要资产，但实际收购方控股公司的支持还是常见的信贷要求，严格的情况下要求母公司连带保证或母公司反担保支持的银行保函，灵活的安排中则要求母公司提供流动性支持承诺。

B、支持性文件

并购贷款虽然是杠杆并购的资金主要来源，但不排除借款人还有其他融资方，包括股权投资人、联合投资方、股东贷款方、夹层贷

款机构等。为了体现贷款银行的优先性，各债权融资方之间会签署一份债权人协议，约定债权的优先顺位、担保物的持有和执行、收益的分配机制等商业安排。

费用函也是一份重要的商业文件，虽然其内容篇幅不长，但却是商业银行的重要收入来源，具体约定的费用安排不会体现在贷款协议的正文中，而是以一份独立文件的形式呈现。有些费用是牵头行或安排行或代理行独享的，有些费用是初始贷款行分享的，也有一些费用是后续加入的银行也可以分享的。因此借款人在与贷款银行协商融资成本的时候，不仅要关注贷款协议中约定的利率，还需要特别关注费用。

如果跨境并购涉及到多币种的融资安排，

或贷款币种与目标公司所在国货币或还款来源所在国货币不一致，银行往往会与借款人达成对冲交易确保还款资金来源与还款要求相匹配。借款人也可以根据自身现金流测算设立浮动利率和固定利率的互换等其他对冲安排。

如果收购股权、壳公司现金流和母公司信用还不足以覆盖银行的授信风险，银行还会要求母公司或其下属实业公司提供资产担保，包括银行授信中常见的不动产抵押、应收账款质押、其他股权质押和动产质押等。

b) 核心条款剖析

贷款文件中的部分重要条款在以上的案例中都有所涉及，比如收购文件的有效性和正常



履约、提前还款机制、债务人经营和投资行为的限制、财务指标的监控等，下文挑选了几个技术性比较强的条款做进一步剖析。

A、资金的确定性 (Certain Funds)

通常的银行贷款项目都会设置一系列提款条件，在提款条件没有满足的情况下银行不承担放款义务。但在并购贷款的项目中，由于并购交易本身有严格的交割时间表，而且交易金额巨大，一旦融资不到位导致并购失败，将对收购方造成严重的损失，因此并购贷款市场采纳了资金确定性条款，来保障交易的稳定性。资金确定性条款的主要内容是要求银行积极承担放款义务，除非发生借款人的重大违约。重大违约分散在贷款合同的多个章节，包括重大陈述和保证、重大承诺和重大违约事件。借款人通常希望减小重大违约的范围从而保障资金按时到位，而银行也会从另一方面来判断出现哪些关键性的违约将影响其是否放款的决定。

B、清除条款 (Clean up)

并购贷款交易中往往要求债务人对目标公司的义务和情况进行承诺，但由于交割前收购

方尚未完全掌控目标公司及其资产，因此强势的借款人会要求贷款银行给予一段时间的清除期，在交割后的这段时间内违反事关目标公司及其资产的陈述、保证以及发生其他相关违约事件都不视为违约，但债务人应在清除期内消除该事件。

从贷款银行的角度，除了清除期间需要限制在合理的尺度内，往往还会要求两点：其一，被认定的可清除事项应当是可补救的，且不应造成重大不利影响；其二，该事项的发生未经收购方批准或由收购方导致。因此，清除事件的范围应当在合理范围内控制在收购方所不知情的目标公司的非重大事件。

C、集团成员的范围

银行通常会在并购贷款协议中将借款人、保证人、壳公司及其他提供担保或流动性支持的关联方都列为债务人，并在更大范围内将债务人的关联方，包括被收购公司和母公司的其他子公司，纳入到集团成员的定义中，并在协议的约束性条款中以债务人或集团成员作为限制

的主体，从而对借款人及担保人的关联方进行全盘的控制。但从借款人的角度，往往会就债务人及集团成员的范围与银行进行详细的讨论，因为在集团成员范围过宽的情况下很多陈述和保证及承诺都难以做出，一方面是参与谈判的借款人代表可能无法掌握整个集团全面的情况，另一方面是借款人母公司往往不希望单一项目限制了整体集团的经营和投资行为。如果债务人中已经包含了一个重量级的偿债信用主体，银行可能对其他主体予以放松。同时，借款人也会在具体条款中变通使用集团成员的定义和范围，以尽量减少银行对债务人关联方的控制，特别是在破产、资产处置限制和信息提供义务等条款中，借款人往往将受限的子公司局限在贷款协议中列明的有限的重大子公司，重大子公司的范围也往往是借贷双方谈判的焦点。

D、允许的资本项目

银行对债务人的资本项目往往有严格限制，包括债务人对外提供贷款或担保、处置重大资产、债权或股权融资、对外投资及分红。在限制上述行为的同时，贷款协议中会给出适当的空间避免债务人的任何资本项目行为都需要银行同意，这个空间不太容易把握，太宽松将导致债务人财务状况失控，太严格则导致银行经常需要对贷款协议的约定进行重新评估和豁免。我们下面列举几个主要的条款来进行阐述：

“允许的债务”通常包含签署贷款协议时已知的债务或银行明确允许的其他平行债务、衍生交易产生的债务、不超过一定金额的融资租赁债务、次级债务和其他财务负债。允许的债务是为了避免债务人在贷款期内过度使用杠杆而恶化财务能力，同时避免新的债权人来分享贷款银行的还款来源，或在破产程序中与贷款银行形成债权人之间的竞争。

“允许的担保”一般包括债务人日常经营中的担保、交割日解除的或交割后一定期间内解除的临时性担保、为允许的债务设立的担保。担保行为的限制是为了防止其他债权人的在相关

资产上取得优先受偿顺位，而一些无法解除的担保需要在贷款协议中披露给银行并获得认可。

“允许的处置”涵盖了日常贸易行为、集团内的资产转移、等值同类资产的替换、现金交易或准现金资产及应收账款的变现、允许的担保的处置、无用资产的处置、交割日现存的处置安排、衍生品的交割、不动产的租赁等，贷款银行有可能要求在允许范围之外的资产处置收益部分用于提前还款。该条款的主要目的是杜绝债务人贬值处置资产而削弱债务人的净资产，也防止债务人出售固定资产而影响债务人的正常经营。

“允许的收购”包括集团内收购、全资子公司的设立且股权质押给银行、交割时现存的收购。由于收购是高风险的投资行为，贷款银行不希望交割后承担债务人投资决策失败造成的偿债能力降低的风险，因此给予债务人的投资

额度空间比较有限。

贷款银行在每个允许的资本项目中都会给予确定金额的一揽子豁免交易，即不超过该金额的债务或担保或处置或收购将不会触发债务人违约，但区别在于收购和资产处置的限额往往按年度计算，而债务和担保的限额按照累计余额来计算。

E、财务支持

财务支持是并购贷款中的一个特别制度，它来源于英国的公司法，规定被收购的上市公司或其子公司不得为收购提供财务支持或为收购融资提供担保。如果收购的是私人公司或上市公司资产，则财务支持的限制不适用。该规则在英国法律的影响下逐步扩散到其他法域，一些大陆法系的国家也在一定程度上采用了类似的禁止性规定。但是在上市公司私有化的交易中，如果财务支持的行为在私有化后发生，则不

会受到限制。

财务支持防范上市公司或其高管通过财务支持侵害小股东利益，因此在有的国家不仅有民事责任，还有可能产生刑事责任。收购方和贷款银行在涉及并购贷款的结构时，需要和被收购公司所在国律师就该问题进行充分的沟通，以避免融资担保安排被认定为无效。

第四部分 \ 并购贷款交易中的律师

在虎扑食蛇吞象的并购市场，贷款银行起到了推波助澜的作用，也因此承担着相应的风险。如何能踏着并购的时间表紧凑的安排融资对于借贷双方来说都是很大的挑战。作为并购贷款市场的律师，需要明确在哪些方面能为客户提供支持，协助客户把控要点、防范风险，并最终实现客户的商业意图。

a) 做好银行的律师

银行律师工作的第一步是协助银行搭建并购贷款的融资结构，融资结构的基础在于两个支点：1、哪一级别的公司作为借款人或担保人；2、收购的基础交易情况。虽然贷款银行会从以上两个层面来综合把握交易风险，但不同的项目还是会有不同的侧重。如果以收购方较高级别的母公司为借款人或担保人，银行在财务监测、行为控制等方面都会紧跟母公司，甚至要求母公司的其他资产来提供担保。如果银行授信的重点在于目标公司的价值和现金流，则会对收购平台、目标公司及其再融资做周密的控制和安排。

搭建好融资结构后，各方将形成贷款条件书，明确约定贷款的额度、期限、资金成本、还款安排、担保结构、财务指标等商业条款。如果并购贷款需要通过银团来筹集，律师将协助牵头行准备额度承诺函和银团组建承诺函，约定牵



头行按照市场机制组建银团的职责和独家承揽的权利，贷款条件书往往作为额度承诺函的附件。

银行律师接下去的主要工作是详细审查并购置基础交易文件，为起草全套融资文件做好准备。收购文件中的商业条件和交割期限都必须与贷款银行的融资安排密切配合，要求严格的银行甚至会要求其律师对收购方的收购尽职调查报告进行复核。由于跨境并购贷款通常涉及多个司法管辖区，因此负责起草贷款协议的牵头律师不仅要做好自己负责的协议文本，还需要协调其他司法管辖区当地律师的工作，并进行整体审查，对所涉各个司法管辖区的融资和担保安排进行法律基本尽职调查（如担保完善措施、管辖法律和争议解决方式等）后，各方律师正式进入全套融资文件的起草阶段。

融资文件的起草、修改和谈判是个复杂的过程，各方会将贷款条件书中的商业安排落实到文本细节中，每一个提款条件、承诺事项、财务数据、违约事件都可能对当事方的权利产生长远的影响。借贷双方在时间压力下的博弈最终形成多轮修改后的融资文件，提交银行审批。

并购贷款交易相对于其他贷款项目而言，在放款环节对银行律师的要求更高，一是由于收购本身有严格时间表，二是资金一旦发放就汇同投资款项一起支付给买方，对于银行来说不再有挽回的余地，而且在收购上市公司的项目中还需要和交易系统对接，因此放款环节需要万分的仔细和谨慎。在放款后，马上面临的是股权的交割和质押设立，这对于银行律师来说也是完成项目的重要节点。而对于并购融资配套的目标公司再融资，则要求银行律师在收购交割后持续一段时间继续跟进，并配合客户完成全套融资安排和后续担保登记。

b) 做好借款人的律师

由于并购融资的法律文件比较复杂，银行基本在所有项目中都需要聘请优秀的律师团队来全程把关，但借款人有时会忽略其作为借款



人的角度所需的法律支持。

其实，并购融资交易中借款人的律师站在不同的视角，对于实现融资与收购的紧密衔接、条款约定的可操作性、以及增信措施的完善到位等方面起到至关重要的作用。

首先，借款人律师协助收购方的最大动机是在紧凑的时间安排下确保取得融资，因此借款人律师从银团组建环节就开始敦促收购方如何有效筹集债务融资，减小资金的不确定性。另外，鉴于融资与收购的错配责任最终还得由收购方来承担，对于收购文件中的细节，借款人律师往往比银行律师看得更仔细。因此，从实现交易的角度来说，借款人律师应该起到积极主导的作用，而不仅仅是应对银行律师提出的信贷要求。

其次，正如我们上面谈到的案例所显示，无追索的并购融资在市场上还是在少数，但融资在多大程度上限制发起人及其关联方，需要借款人律师积极向收购方提出咨询意见，以尽量减少对股东的影响。这就是为什么并购贷款市场上的文本中逐渐发展出来了那么多的允许的

资本项目条款，以避免出现收购方的一个并购项目贷款长期约束了其他战略安排的不利局面。

最后，并购贷款多针对股权交易，但收购完成后所形成的多级控股关系是否有变动的空间，这往往是借款人律师需要和收购方来讨论协商的，某些层级的股权转让的灵活性不仅是未来多年集团经营的需要，也可以和提前还款的安排对接，适时减轻收购方的财务负担。

作为结语，我们想回到主题，通过精细的法律服务为中国境外收购的融资安排添砖加瓦，在具体的交易中协助发挥并购贷款的金融杠杆撬动力量，并和客户共同分担和分享海外捕猎的经验和成就。 ☒

长租公寓用地供给侧改革 ——政策与实践

作者：刘洁 刘泉 魏轶东

十九大报告提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。如何才能实现这一愿景？多渠道供给土地应是破题的办法之一。

目前国内公寓公司成本费用主要包括：拿房成本、装修摊销、人员成本、获客营销成本和税费成本。其中拿房成本占到整体收入的50%至70%。而拿房成本主要是由土地取得成本决定的，因此相关政策也在长租公寓用地供给侧改革上加大力度，试图通过增加土地供给渠道、限定土地出让条件等方式在扩大供给的同时避免炒地现象、平抑租金价格，形成良性供应。

事实上，长租公寓用地不仅仅决定建设成本，土地出让合同及用地政策中对土地使用权以及建成房屋的限制，亦会对相关项目未来的融资模式产生影响。例如房屋能否转让、在何种条件下可以转让、资产能否设定抵押、抵押是否存在限制条件以及是否限制租金等因素均将对项目未来资产证券化路径的选择产生影响。因此，对于未来拟通过资产证券化进行融资的长租公寓运营企业，从获取土地开始便应当提前规划和布局。

根据土地所有权的不同，建设用地可分为国有建设用地和集体建设用地，在开展集体建设用地入市流转试点与利用集体建设用地建设租赁住房试点后，两类建设用地均可用于长租公寓建设。



魏轶东
合伙人
北京办公室
86-10-59572193
weiyidong@zhonglun.com



刘洁
律师
北京办公室



一、国有建设用地

在开展集体建设用地入市试点以前，一般的商事主体如果需要从事非农建设，都需要取得国有（而非集体）建设用地使用权，并且必须严格按照土地利用规划确定的用途使用土地。以下分别分析用途为“住宅”、“商业”及“工业”的土地在建设、改建、经营长租公寓中的相关法律问题。

（一）住宅用地

根据 2017 年 11 月 1 日发布并实施的《土

地利用现状分类（GB/T 21010—2017）》（下称“《土地利用现状分类》”），住宅用地包括城镇住宅用地和农村宅基地，其中城镇住宅用地指：城镇用于生活居住的各类房屋用地及其附属设施用地，不含配套的商业服务设施等用地；住宅用地的土地使用权出让最高年限为七十年。对于住宅用地，现行政策主要通过要求“企业自持”、“配建租赁住房”的形式以增加新建住房中的租赁住房比例。

1. 企业自持

2016 年 5 月 17 日《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》国办发[2016]39 号，以下简称“39 号文”指出“新

建租赁住房项目用地以招标、拍卖、挂牌方式出让的，出让方案和合同中应明确规定持有出租的年限。”2017 年 7 月 18 日，住建部会同发改委、证监会等八部委印发的《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》建房[2017]153 号，以下简称“153 号文”也规定“鼓励各地通过新增用地建设租赁住房”以增加新建租赁住房供应。

为对企业自持商品住房的租赁加以规范，北京、杭州、上海等地均已出台相关通知。以北京市 2017 年 4 月 14 日印发的《关于本市企业自持商品住房租赁管理有关问题的通知》为例，土地出让文件明确要求企业自持商品住房

出租的,应当符合不得销售或变相销售、单次租期不超过 10 年、租金按市场水平协商确定以及企业破产、重组并经区政府同意的情形下房屋被整体转让后应当继续用于出租等要求,但未对物业的抵押是否存在限制做出明确规定。

根据各地目前的政策和实践来看,在土地出让过程中要求企业自持租赁住房一般通过两种途径实现:竞拍企业竞自持租赁住房面积和明确要求企业 100% 自持租赁住房。

1.1 竞拍企业竞自持租赁住房面积

如《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》规定,“以招标、拍卖、挂牌方式出让商品住房用地的,土地溢价率超过一定比例后,由竞价转为竞自持租赁住房面积”,以此增加租赁住房用地的有效供应。杭州、南京、武汉等地试点方案中均有类似表述。此举意在遏制地价上涨的同时,向社会提供更多的租赁住房。

自 2016 年 10 月北京市推出首批 4 宗试点地块以“限地价、竞自持”的方式出让以来,北京、上海、杭州等地已有大量“竞自持”的土地完成出让。以北京市首批 4 宗试点地块为例,“限地价、竞自持”的竞价规则是指,地块设定合理土地上限价格,当竞买报价达到合理土地上限价格时,则不再接受更高报价,转为在此价格基础上通过现场竞报企业自持商品住房面积的方式确定竞得人。企业自持的商品住房将全部作为租赁住房,不得销售。

自持也未能阻止开发商的拿地热情,如北京推出首批 4 宗试点地块均被开发商竞至 100% 住宅自持。在此情况下,北京市国土局将挂牌形式中“价高者得”的规则与招标形式中“综合利用条件最佳者得”的规则相结合,提出在此基础上,转入高标准商品住宅建设方案报投程序;高标准商品住宅建设方案经评选委员会评定,确定综合评分最高的竞买人为竞得人。当竞买人争相报投 100% 自持时,根据不同地块的特点会有不同的竞买规则:例如杭州某地块竞至 100% 自持时转入了投报配建养老设施保障用房的程序,南京某地块转为在本地块

内投报保障性住房(含租赁住房)建筑面积(需无偿移交政府),北京某地块则转入投报商业用途建筑自持面积。

除上述不设自持比例上限导致开发商可竞拍至 100% 自持的情况外,也有地块在出让文件中对自持比例预设了上限,例如北京平谷某二类居住用地采用“限地价、竞自持”方式出让的同时,设置了 70% 的自持比例上限。此种为开发商预留一定比例可售房屋的做法有利于降低开发商资金压力。

1.2 明确要求企业 100% 自持住房

除“竞自持”的方式以外,部分地区直接在土地出让条件中明确要求受让方应当 100% 自持住房。但此方式在各地政策描述和实践操作中也可分为两类:①将“租赁住房用地”直接明确为土地用途进行出让;②土地用途仍采“住宅用地”或“居住用地”等表述,但在出让条件中明确“在出让年期内全年期自持”。

如南京试点方案规定选取符合住房租赁市场需求的新建商品房项目,在出让时土地用途直接明确为“租赁住房用地”,所建住房全部由房地产开发企业自持,用于长期租赁。而广州、杭州等地试点方案则仅规定“将租赁住房用地供应纳入年度土地供应计划”。

(1) 上海试点实践——租赁住房用地

上海市对于要求企业 100% 自持的土地采取的是将土地用途限定为“租赁住房”的方式。事实上,“租赁住房”在此前并非是土地用途的类别之一。但根据租赁住房用地的规划条件、实际用途和出让年限来看,“租赁住房用地”应属“住宅用地”的一种。

截至 12 月 21 日,上海已成交 21 块租赁住房用地,均由 6 家上海国有企业以底价竞得。以上海首个出让的租赁住房用地为例,根据土地出让预合同,该地块用途为“租赁住房”,出让年限为 70 年,地上建设用地的规划性质为“四类住宅组团用地”,并有只租不售、由受让人进行统一租赁管理等限制性条件。

就自持物业的转让,土地出让合同约定,如

遇破产、重组、撤销等特殊情形需整体转让约定自持部分的,应当向出让人提出申请,经出让人同意后执行。

就自持物业的抵押,出让合同中约定“本合同项下出让宗地需自持部分物业,应当整体抵押,不得分割抵押;抵押权实现时,受让人应执行本合同中约定的权利和义务。”且不动产权证书上应注记“自持物业应整体抵押,不得分割抵押”等内容。该等约定无疑会对债权人在实现设定在自持物业的抵押权形成了限制,进而一定程度上影响了抵押物价值。

(2) 深圳试点实践——100% 自持住宅用地

深圳也于 2017 年 10 月挂出了 2017 年度第一幅居住用地,土地用途为“二类居住用地”,出让年限为 70 年,但出让条件为“本次出让宗地项目建成后,宗地内租赁住房和商业用房在出让年期内全年期自持,自持年限为 70 年。”此外,该地块采用“单限双竞”的办法以挂牌方式出让,即:限成交地价、竞成交地价和无偿移交的人才住房面积。根据土地出让合同显示,该地块主要有只租不售、须优先租赁给在深圳市龙华区工作的人员、人才住房建成后需无偿移交给深圳市人才安居集团有限公司以及企业破产清算、重组、股权转让或司法强制执行等情况下可整体转让租赁住房等限制性条件。

就自持物业的转让,出让合同中未要求物业转让时需经区政府或出让人同意,且将“股权转让”作为整体转让物业的情况之一,因此相较上述北京市规定及上海地块出让条件,深圳该地块对自持物业转让的约定是较为宽松的,这也有利于长租公寓运营商未来利用自持物业进行融资。

就自持物业的抵押,出让合同中约定“允许抵押但抵押金额不得超出合同地价与建筑物残值之和”。该地块虽不像上述上海地块明确要求抵押权实现时受让人应执行土地出让合同中的义务,但鉴于该地块出让合同中约定了“转让后,自持物业性质不变”,事实上也限制了抵押权实现时受让人的权利和义务。



在出让条件中直接明确需要全年限100%自持的地块具有地价相对较低的特点。例如上海已成交的21块租赁住房用地均为“零溢价”成交，成交土地单价为0.72万元至3.83万元，其中首批两幅租赁住房用地成交土地单价分别为1.11万元和1.49万元，而此前相同地区地块成交的三幅住宅用地的土地单价分别为4.85万元、2.88万元和3.27万元，可见租赁住房用地的成交价格较大幅度低于市场水平。相较而言，虽然“竞自持”方式出让的地块也有土地最高限价，但开发商为竞得此类可建设商品住房的地块往往会竞至限价，而且“竞自持”方式下的企业自持租赁住房的比例也不确定。

2. 配建租赁住房

153号文鼓励各地“通过在新建商品住房项目中配建租赁住房”的方式增加新建租赁住房供应。早在住房租赁试点开展以前，“配建”一词就早已出现在各地的土地出让文件中，但要求配建的多为保障性住房，如廉租房、经济适用房、限价商品住房、公共租赁住房等。在部分地区住房租赁试点方案中，关于“配建租赁住房”

的规定保障性色彩仍然较为浓重。

如《杭州市加快培育和发展住房租赁市场试点工作方案》(以下简称“杭州试点方案”)指出要“加大公共租赁住房供应力度，主城区商品住宅项目用地配建公共租赁住房比例不低于总建筑面积的10%。”该规定直接将要求配建的租赁住房限定为了“公共租赁住房”。

配建租赁住房往往具有如下特点：

(1)租金：无论是限定为“公共租赁住房”还是要求配建后无偿移交，都是为了便于相关政府部门或机构更好地控制租金，以保障低收入人群的租赁需求。

(2)承租主体：不同于企业自持商品住房不限定承租主体，带有保障性质的配建租赁住房的承租主体也将有严格的适用标准。

(3)运营主体：配建的租赁住房并非一定由开发商或政府持有运营，而可以交由具有运营能力的其他企业或单位持有并运营。例如上海市政府《关于加快培育和发展本市住房租赁市场的实施意见》(以下简称“上海实施意见”)指出支持国有企业通过运营开发企业配建的租赁住房等途径增加市场供给、稳定住房租金。

(二)商业用地

《土地利用分类标准》中将商服用地下的旅馆用地定义为“宾馆、旅馆、招待所、服务型公寓、度假村等用地”，《城市用地分类与规划建设用地标准(GB 50137-2011)》也有与之相同的分类。从实践来看，可以规划建设服务型公寓的商业用地也可用于长租公寓的建设。但由于商业用地土地使用权出让最高年限为四十年，远低于住宅用地，因此土地出让金一般也会相对较低。

对于商业用地上已建成的商业用房，39号文指出“允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，土地使用年限和容积率不变，土地用途调整为居住用地，调整后用水、用电、用气价格应当按照居民标准执行。”上海实施意见也指出“允许将商办用房等按照规定改建为租赁住房，签订土地补充出让合同，土地使用年限和容积率不变。改建后按照变更许可后的审批要求，进行规划、建设及消防审核验收，可以办理住房租赁合同登记备案。”对于通过商业用房改建长租公寓，如何进行土地用途调整、规划审批及消防验收则是应当关注的重点。

1. 改建审批

根据目前国务院的政策可以明确的是“商改租”后，土地用途由商业用地改为居住用地；土地使用年限不变，仍为四十年。但对于是否需要签订土地补充出让合同以及是否需要补交土地出让金，各地政策有所不同。

如上海要求签订土地补充出让合同，但未明确土价水平如何调整、是否需要补交土地出让金，而《武汉市人民政府关于开展培育和发展住房租赁市场试点工作的实施意见》(以下简称“武汉实施意见”)未提及签订土地补充出让合同，但明确指出“允许通过规划论证将宾馆、酒店、写字楼等商业用房改建为租赁住房，调整后不再补交土地出让金”。

但需要注意的是，《城市房地产管理法》第十八条规定“土地使用者需要改变土地使用权出让合同约定的土地用途的，必须取得出让方

和市、县人民政府城市规划行政主管部门的同意，签订土地使用权出让合同变更协议或者重新签订土地使用权出让合同，相应调整土地出让金¹。”武汉市政府提出不再补交土地出让金，是在中央指导精神下结合地方特点，在“商改租”具体操作层面先行先试，积累经验，但也有因缺乏法律法规授权而调整之可能。我们认为，在未明确土地出让金补交问题的地区，若相关地区商业用地与仅允许住房租赁的居住用地地价相差不大，则可能无需补交土地出让金；反之若地价有差别，会出现需要调整土地使用权出让金的情况。

当前由于住宅用地价格较高等原因，各地的集中式长租公寓多通过改造商业办公物业而来，已有部分持有商办用地的企业开始申请改建租赁住房，也已出现不调整土地用途而直接在商办用地上改建长租公寓的情况。而针对“商改租”的审批流程，尚未有具体的实施细则出台，各地区也正处于摸索阶段。根据我们向上海等地相关监管部门的咨询，目前改建租赁住房审批政策尚未出台具体的实施细则，具体的申请、审批流程还未确定。除此以外，“商改租”具体的实施细则出台后是否会溯及已改建完成、投入运营的长租公寓，也是不明确的。

2. 消防验收

从各地的试点方案可以看出，如将商业用房用作长租公寓对外经营，则最大的合规要求应是消防。在近期政策背景下，消防合规显得尤为重要。但全国消防目前只有酒店规范、写字楼规范，没有公寓规范，这也导致消防验收成为不少长租公寓面临的难题。

就长租公寓消防验收标准而言，在全国性的长租公寓消防规范出台前，各地也已陆续出台相关消防安全要求为长租公寓的建设提供参照。例如浙江省于2017年8月1日起施行的《浙江省居住出租房屋消防安全要求》，对出租房屋楼层、疏散通道数量、顶棚及隔墙材料等均提出了明确要求。此外，亦可参照各地在租赁住房试点开展前出台的有关租赁住房消防要求的

规定。

就长租公寓消防报验流程而言，目前尚无相关政策对此加以规定。各地在长租公寓的消防验收中，有的参照住宅，有的参照商办公，有的参照酒店，有的归为“出租屋”不用验收。标准不清给建设和运营都增加了不确定性。

(三) 工业用地

153号文指出“鼓励住房租赁国有企业将闲置和低效利用的国有厂房、商业办公用房等，按规定改建为租赁住房；改建后的租赁住房，水电气执行民用价格，并应具备消防安全条件。”其中明确了除商业办公用房外，国有厂房亦可改建为租赁住房。

根据《土地利用现状分类》，工业用地指工业生产、产品加工制造、机械和设备修理及直接为工业生产等服务的附属设施用地。工业用地土地使用权出让最高年限为五十年，相比商业用地，工业用地位置往往距离市中心更远，价格更低。

在利用工业用地建设或改建租赁住房方面，上海实施意见便指出，“鼓励有条件的企事业单位、产业园区利用产业类工业用地，配套建设单位租赁房、职工宿舍等租赁住房”；杭州试点方案亦规定，各区可将存量工业用地、用房新（改）建为租赁住房”。

虽然缺乏具体实施细则，也已有部分企业将厂房改造为公寓出租，类似“商改租”而成的长租公寓，土地用途调整、规划审批与消防验收是其面临的主要法律风险。相比商业用房，工业厂房的消防报批基础甚至更差一些。

(四) 引申：划拨用地的特殊问题

不少国有企业的厂房和办公用房都是通过划拨途径获得土地，此前国家大力发展的保障性住房用地也多为划拨用地。为增加租赁住房用地有效供应，南京试点方案提出“探索建立通过政府划拨建设等多种渠道筹集租赁住房的模式，通过划拨方式，加大租赁住房供地力度”。

以划拨用地建设租赁住房具有公益性、非营利性的特点，面向特定人群，也能够有效控制租金水平。

与通过出让途径获得的土地使用权相比，通过划拨方式取得土地使用权无需支付土地对价、无使用期限限制，可以大大降低建设成本；这也决定了利用划拨用地进行开发建设会在转让、抵押等方面有严格的限制。根据《城镇国有土地使用权出让和转让暂行条例》和《划拨土地使用权管理暂行办法》的相关规定，划拨土地使用权原则上不得转让、出租、或抵押，但符合一定条件的²，经市、县人民政府土地管理部门和房产管理部门批准，其划拨土地使用权和地上建筑物，其他附着物所有权可以转让、出租、抵押。

但就划拨用地抵押是否需要审批的问题，根据国土资源部在《中国土地》2016年第12期中的解答，2010年7月4日《国务院关于第五批取消和下放管理层级行政审批项目的决定》将国有划拨土地使用权抵押审批作为决定取消的行政审批项目予以列明后，划拨用地办理抵押登记已无需相关部门的批准。但根据《城市房地产管理法》第五十一条的规定，设定房地产抵押权的土地使用权是以划拨方式取得的，

1.《城市房地产管理法》四十四条还规定，以出让方式取得土地使用权的，转让房地产后，受让人改变原土地使用权出让合同约定的土地用途的，也需按上述十八条规定的流程操作。

2.①土地使用者为公司、企业、其他经济组织和个人；②领有国有土地使用证；③具有地上建筑物、其他附着物合法的产权证明；④依照条例第二章的规定签订土地使用权出让合同，向当地市、县人民政府补交土地使用权出让金或者以转让、出租、抵押所获收益抵交土地使用权出让金。



依法拍卖该房地产后，应当从拍卖所得的价款中缴纳相当于应缴纳的土地使用权出让金的款额后，抵押权人方可优先受偿。

因此，对于划拨用地建设长租公寓的情况，还需对是否需要补交土地出让金及未来建成公寓之权利限制等问题加以关注。

二、集体建设用地

在当前土地资源紧张的情况下，在集体建设用地上建设长租公寓，是完善长租公寓用地供给的有益探索。根据集体土地是否经入市流转，集体土地建设长租公寓可分为如下两种类型。

（一）集体经营性建设用地入市流转后用于建设长租公寓

长期以来，我国对农民集体所有的土地

施行非常严格的管理制度，集体土地使用权不得出让、转让或者出租用于非农业建设。但是，2015年1月中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发的《关于农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点工作的意见》以及2015年2月27日全国人大常委会通过的《关于授权国务院在北京市大兴区等33个试点县（市、区）行政区域暂时调整实施有关法律规定的决定》³（以下称“《授权决定》”）等一系列改革文件打开了集体经营性建设用地入市的大门。

入市流转的集体经营性建设用地同国有建设用地一样，可根据不同的土地用途进行不同的建设活动，其中当然也包括长租公寓。《授权决定》规定，允许存量农村集体经营性建设用地使用权出让、租赁、入股，实行与国有建设用地使用权同权入市、同权同价。在租赁住房市场蓬勃发展的大背景下，我们预计，

今后集体经营性建设用地也将越来越多地被用于长租公寓建设，同时也会出现本文第一部分所述的在土地出让阶段要求企业配建、自持等情况，相关土地出让条件也会趋于类似。

此外，2016年5月13日《农村集体经营性建设用地使用权抵押贷款管理暂行办法》（银监发[2016]26号）明确“在国家确定的入市改革试点地区，在符合规划、用途管制、依法取得的前提下，以出让、租赁、作价出资（入股）方式入市的和具备入市条件的农村集体经营性建设用地使用权可以办理抵押贷款。”此暂行办法使得集体经营性建设用地使用权能够作为抵押物获得融资，更有利于提高集体经营性建设用地的市场价值。虽然该暂行办法对《物权法》及《担保法》关于集体土地使用权除法律规定的特殊情况⁴外不得抵押的规定有所突破，但根据目前辽宁海城、吉林九台、福建晋江等试点地区的实践来看，集体经营性建设用地使用权办理抵押贷款已顺利实现。

（二）集体建设用地试点直接用于建设长租公寓

153号文指出，按照国土资源部、住房城乡建设部的统一部署，超大城市、特大城市可开展利用集体建设用地建设租赁住房试点工作。2017年8月21日，国土资源部和住建部联合发布了《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》（国土资发[2017]100号），对试点审批程序、运营机制、监管机制及承租人权利做出了指导性、原则性的规定，可操作性仍需加强。早在该方案出台前，北京和上海就已开展集体建设用地建设租赁住房试点，可以说国家层面的方案是京沪两地多年试点的总

3. 2017年11月4日，《全国人民代表大会常务委员会关于延长授权国务院在北京市大兴区等三十三个试点县（市、区）行政区域暂时调整实施有关法律规定的决定》明确《授权决定》施行期限届满后，试点期限延长一年至2018年12月31日。

4. 其一，抵押人依法承包并经发包方同意抵押的荒山、荒沟、荒丘、荒滩等荒地的土地承包经营权；其二，以乡镇、村企业的厂房等建筑物抵押的，其占用范围内的土地使用权同时抵押。



结和推广，因此我们可以从北京出台的试点意见总结出集体建设用地建设租赁住房项目的相关特点。

北京从2011年起先后在朝阳区平房乡、海淀区唐家岭、昌平区北七家镇等5个集体建设用地地块开展了租赁住房项目试点，并主要作为公租房向符合条件的家庭配租，用以扩大保障性住房筹集渠道。根据北京市规划国土委、住建委于2017年10月31日联合印发的《关于进一步加强利用集体土地建设租赁住房工作的有关意见》（市规划国土发[2017]376号，以下称“376号文”），利用农村集体土地建设租赁住房项目应具有如下特点：

（1）项目主体：①以镇级集体经济组织或有条件的村级集体经济组织作为项目申报主体；②集体经济组织以土地使用权入股与国有企业合作开发的，也可以成立的新企业为申报主体；③集体经营性建设用地入市试点区域，也可在项目地块公开入市交易后，由土地竞得者进行开发建设。

（2）租期：单次租期不得超过10年；除承租人另有要求外，单次租期不低于3年。

（3）租金：在符合相关规定的前提下，租金水平可与租赁市场接轨。

（4）产权管理：土地使用权权利证书按项目整体核发，并注明仅用于租赁住房建设，未经批准不得出让、转让，不得转租，不得改变土地用途，不得出售；房屋所有权权利证书也按项目整体核发，并注明仅用于租赁住房运营管理，不得出售。

（5）建设资金：①集体经济组织自有资金；②市、区住房保障专业运营机构、园区管理机构或签约租赁的企业支付租金；③用于项目开发建设由农村集体经济组织以土地使用权入股、联营的方式，与国有企业联合开发建设，但集体经济组织在新成立企业的持股比例不得低于51%，且应有保底分红；④集体经济组织可以建设用地的预期收益，向金融机构申请抵押贷款，及充分利用政策性银行长期、

低息政策性信贷资金。

1. 抵押

上述以“集体建设用地的预期收益”作为抵押物的贷款模式值得注意，此种抵押贷款模式将利用集体建设用地建设的租赁住房项目的租金收入与管理费收入等未来经营所产生的持续稳定现金流作为还款保障，可在确保集体经济组织不失去土地使用权的前提下获得融资。虽然四川、河北、山西等地早已开展以土地预期收益作为还款保障的贷款尝试，但我们认为这种操作还需夯实法律基础并完善办理办法。

《物权法》第183条规定，乡镇、村企业的建设用地使用权不得单独抵押，以乡镇、村企业的厂房等建筑物抵押的，其占用范围内的建设用地使用权一并抵押。从本条款出发，若以乡镇、村企业为主体建设的租赁住房项目进行抵押，其占用范围内的集体建设用地使用权或许也可实现一并抵押。但需注意的是，该条款仅适用于“乡镇、村企业”，而《乡镇企业法》将乡镇企业定义为“农村集体经济组织或者农民投资为主⁵，在乡镇（包括所辖村）举办的承担支援农业义务⁶的各类企业”⁷。因此，若根据《乡镇企业法》的定义理解上述“乡镇、村企业”，则承担支援农业义务应为183条适用主体应当满足的条件之一。此外，以乡镇、村企业为主体建设的租赁住房是否能够被解释为“厂房等建筑物”也是不确定的。

2. 社会资本的参与

在376号文之前北京市国土局联合发改委、规划委等部门于2014年发布的《北京市利用农村集体土地建设租赁住房试点实施意见》明确规定“集体租赁住房由农村集体经济组织自主进行开发建设”，同时规定鼓励将建成后的住房“作为我市公共租赁住房房源”，基本排除了社会资本的参与。376号文虽放弃了对运营主体的限制，但合作运营模式中的合作方暂时限定为“国有企业”，可以说是仅是有限地引入了社会资本的参与。

事实上《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》提出“村镇集体经济组织可以自行开发运营，也可以通过联营、入股等方式建设运营集体租赁住房”，并未限定集体经济组织的合作性质；该方案同时还明确提出，要坚持市场经济改革方向，发挥市场配置资源的决定性作用。考虑到开发商有更多的资金和运营的实力，发其展理念更符合市场经济的要求，开发出的产品也更适应市场，相信在各地利用集体土地建设长租公寓的试点中，企业甚至非国有企业的参与会越来越多。

结语

从国有建设用地到集体建设用地，长租公寓用地的供给侧改革正逐步深入。无论是企业自持、配建租赁，还是商改租、工改租，抑或是集体建设用地建设租赁住房，均体现了国家落实“房子是用来住的，而不是用来炒的”这一定位的决心。但我们也可以看到，目前在获取及使用土地建设长租公寓的过程中还存在实践与政策法规的落差，例如如何在限制土地及房产的转让和抵押以保证长租公寓租赁用途的同时，又为长租公寓项目未来融资预留足够空间以激发社会资本的参与热情，又如商业用地建设长租公寓如何进行审批、验收等等，这些都是立法和政策需进一步回应的问题。 ☒

5. 《乡镇企业法》第二条规定，投资为主，是指农村集体经济组织或者农民投资超过50%，或者虽不足50%，但能起到控股或者实际支配作用。

6. 《乡镇企业法》第十七条规定，乡镇企业从税后利润中提取一定比例的资金用于支援农业和农村社会性支出，其比例和管理使用办法由省、自治区、直辖市人民政府规定。

7. 《乡镇企业法》第九条规定，乡镇企业在城市设立的分支机构，或者农村集体经济组织在城市开办的并承担支援农业义务的企业，按照乡镇企业对待。

企业应收账款 资产证券化新规要点解读

作者：路竞祎、刘小丽、许莘、刘柏荣、张丽娜、孙瑞

企业应收账款证券化是企业拓宽融资渠道、降低融资成本、盘活存量资产、提高资产使用效率的重要途径。2017年12月15日，证监会主管下的上海证券交易所、深圳证券交易所和机构间报价系统三大资产支持证券挂牌交易场所（以下简称“三大交易场所”）同步发布了《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》、《企业应收账款资产支持证券信息披露指南》（以下简称“两指南”）。承继2017年10月三大交易场所同步发布PPP项目资产支持证券挂牌条件确认指南和信息披露指南的基本原则，本次三大交易场所分别发布的两指南实质内容仍然相同，是三大交易场所在资产证券化业务领域统一监管标准的再一次尝试。



路竞祎
合伙人
北京办公室
86-10-59572157
lujingyi@zhonglun.com



刘柏荣
合伙人
北京办公室
86-10-59572288
liuborong@zhonglun.com



刘小丽
非权益合伙人
北京办公室
86-10-59572153
liuxiaoli@zhonglun.com



许莘
非权益合伙人
北京办公室
86-10-59572235
weixu@zhonglun.com



张丽娜
律师
北京办公室



孙瑞
律师
北京办公室

第一\ 两指南适用于以企业应收账款债权为基础资产或基础资产现金流来源的资产证券化项目

两指南所称应收账款，是指企业因履行合同项下销售商品、提供劳务等经营活动的义务后获得的付款请求权，但不包括因持有票据或其他有价证券而产生的付款请求权。此外，融资租赁债权、消费贷款债权等其他债权类资产证券化项目不适用两指南。

两指南明确规定了其适用范围，除适用于以企业应收账款债权直接作为基础资产发行的资产支持证券外，两指南还适用于以企业应收账款债权作为基础资产现金流来源发行的资产

支持证券，这意味着引入保理、信托等结构的证券化项目，如果基础资产的现金流来源于企业应收账款，也应按照两指南的规定执行。

另外，和中国人民银行《应收账款质押登记办法》定义的“应收账款”¹相比，两指南所称应收账款外延较窄，结合两指南第四条对基础资产的要求，“未来债权”的证券化应不符合在三大交易场所挂牌的条件。

第二\ 两指南对证券化涉及的应收账款提出了明确的入池标准，就此前项目中遇到的一些疑问给出了确切的答案

证券化涉及的应收账款除需满足《证券公

司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》的一般要求外，两指南还提出了更加全面、细致的入池标准，其中，以下三点值得特别关注：

第一，应收账款系从第三方受让所得的，原始权益人应当已经支付完毕转让对价，且转让对价应当公允。此前，《深圳证券交易所资产证券化业务问答》要求如交易结构中涉及母公司从子公司受让物业合同债权的情形，需在基础资产购买前已支付债权转让对价。现在两指南又进一步明确了受让取得的应收账款也需支付完毕转让对价，进而我们推测将来其他类型的基础资产如涉及受让取得的情形，亦可能会以支付完毕转让对价作为入池条件之一。

第二，基础资产涉及的交易合同应当合法



有效。我们理解,以应收账款作为基础资产现金流来源的,也需要满足涉及的交易合同合法有效这一条件。也就是说,引入信托等结构,将不再能够解决交易合同合法性存在瑕疵的问题了。值得注意的是,“具有可转让性”仍仅为对基础资产的要求,以应收账款作为基础资产现金流来源的(不包含以应收账款设立质押的情形),引入信托等结构可能仍可以解决应收账款存在转让限制的问题。

第三,债权人已经履行了基础资产涉及的交易合同项下的义务,合同约定的付款条件已满足,不存在属于预付款的情形,且债务人履行其付款义务不存在抗辩事由和抵销情形。简而言之,交易合同约定先付款、后交货或者后提供服务的应收账款不能入池,也就是说,合同预付款、施工类应收账款、商品房销售尾款等资产将更加难以实现证券化。需注意的是,此处的“基础资产涉及的交易合同”是否包含应收账款作为基础资产现金流来源的情形仍存在不确定性,如适用的话,将可能对以未来应收账款作为现金流来源的双SPV结构交易模式形成限制。

第三 \ 两指南对应收账款的回款路径和归集周期提出明确要求,并明确禁止挪用入池应收账款的回款

此前有一些应收账款资产证券化项目,只在交易文件中约定了基础资产现金流在特定时点转付至专项计划账户或监管账户,对于回款转付之前存在的资金混同或挪用风险,并未设置相应的风险缓释措施。针对这种情形,两指南要求原则上基础资产现金流应直接回款至专项计划账户或专项监管账户,并要求专项监管账户中的资金不得挪用;特殊情形难以回款至专项计划账户或专项监管账户的,则需披露原因和必要性,并揭示风险、设置风险缓释措施。关于监管账户内的资金是否允许原始权益人使

用的问题,我们理解可能需要区分具体的交易结构来分析:如果应收账款本身直接作为基础资产,意味着应收账款所产生的全部回收款都属于专项计划,理应禁止原始权益人挪用;如果应收账款不是直接作为基础资产,而是在双SPV结构中作为信托贷款的质押财产,则应收账款的回收款仅是作为信托贷款的还款来源,并不当然属于专项计划资产,在以往的交易中可能会允许融资方对超过还款所需的资金进行使用,我们理解并不违反相关法律原则。此项要求具体如何执行取决于三大交易场所的态度。

同时,两指南还要求,基础资产现金流未直接回款至专项计划账户的,回款归集的周期应当不超过1个月;原始权益人资信状况良好,且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施的,回款归集周期可适当延长但不得超过3个月。

总体来看,在2017年7月发生了某资产支持专项计划监管账户内的资金被违规转出并挪用的事件后,三大交易场所均提高了对防止资金混同或挪用的关注和要求,对于涉及应收账款的证券化项目则更是严加要求。

第四 \ 关于原始权益人、重要债务人的信用状况,两指南增加了“最近两年”的时间期限

两指南要求原始权益人最近两年不存在因严重违法失信行为,被有权部门认定为失信被执行人、失信生产经营单位或者其他失信单位,并被暂停或限制进行融资的情形;要求重要债务人(指单一债务人未偿还本金金额占比超过15%的,或债务人及其关联方的未偿还本金金额合计占比超过20%的情形)最近两年内不存在因严重违法失信行为,被有权部门认定为失信被执行人、重大税收违法案件当事人或涉金融严重失信人的情形。

此前三大交易场所对于原始权益人、重要

债务人的信用状况并没有“最近两年”的期限,就失信记录而言,此前只要求当时不是即可,但现在需追溯核查最近两年的情况,对管理人和律师均提出了更高要求;就被认定为重大税收违法案件当事人等情形而言,则明确了仅核查最近两年的情况即可。

至于最近两年存在失信记录但已被撤销的情形是否符合两指南要求,仅从两指南的文字表述来看,应当是不符合要求的。但同时两指南也规定管理人和律师“应当就上述事项是否影响原始权益人进行融资或重要债务人的偿债能力进行核查,并在专项计划文件中发表明确意见”,那么,如若管理人和律师的意见均为不影响,是否可以认定为符合两指南要求,我们理解目前规定尚不明确,还有待考察三大交易场所所在具体项目中的落实情况。

第五 \ 两指南增设了原始权益人及其关联方的风险自留要求,将可能对引入过桥资金方的结构产生影响

两指南要求原始权益人及其关联方保留一定比例的基础资产信用风险。具体方式参考了信贷资产证券化,即原始权益人及其关联方可选择:(1)持有最低档次资产支持证券,且持有比例不低于所有档次资产支持证券发行规模的5%,持有期限不低于资产支持证券存续期限;(2)以相同比例持有各档次资产支持证券,且总持有比例不低于所有档次资产支持证券发行规模的5%,持有期限不低于各档次资产支持证券存续期限。同时,两指南为风险自留开设了两条例外,符合以下两种条件之一的,原始权益人可免于上述风险自留要求:(一)基础资产涉及核心企业供应链应付款等情况,基础资产池包含的债权人分散且债务人资信状况良好;(二)原始权益人资信状况良好,且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施。



此前有一些引入保理、信托等结构的应收账款资产证券化项目中,原始权益人往往是“过桥资金方”的角色,在将基础资产转让给资产支持专项计划后,原始权益人即可“全身而退”。而现在,两指南明确规定风险自留的主体是原始权益人及其关联方,除非满足豁免适用风险自留要求的两种情形之一,引入过桥资金方作为原始权益人的结构将受到影响,毕竟只有很少甚至可以说没有“过桥资金方”愿意承担风险自留的责任。而目前在实务操作中,在引入信托结构的资产证券化项目中,一般由借款人持有次级资产支持证券,此种安排是否符合两指南关于风险自留的实质要求还有待在实践中进一步澄清。

第六\ 两指南鼓励核心企业供应链应付款证券化,在基础资产池分散度和风险自留等方面给予优惠政策

2017年10月,国务院办公厅在《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》中提出积极稳妥发展供应链金融,推动供应链金融服务实体经济。两指南中对于核心企业供应链应付款证券化也采取鼓励的态度,并给予了相应的优惠政策。

核心企业供应链应付款,是指上游供应商或服务提供方核心企业或其下属公司销售商品或提供服务等经营活动后产生的、以核心企业或其下属公司为付款方的应付款。在基础资产池分散度方面,两指南要求基础资产池至少包括10个相互之间不存在关联关系的债务人且单个债务人入池资产金额占比不超过50%,而对于基础资产涉及核心企业供应链应付款的,仅要求资产池包括至少10个相互之间不存在关联关系的债权人且债务人资信状况良好。在风险自留方面,基础资产涉及核心企业供应链应付款的,只要基础资产池包含的债权人分散且债务人资信状况良好,即可免于风险自留。

第七\ 两指南明确了对基础资产循环购买的要求

两指南明确要求循环购买应当在专项计划账户进行,且循环购买资金的支出应当得到管理人的事前审查和执行确认。特殊情形下循环购买难以在专项计划账户进行的,管理人应当设置专项监管账户。这就加强了管理人对循环购买主动管理的要求。另外,两指南要求管理人、律师等相关中介机构应当对循环购买的资产进行尽职调查并确认其符合入池标准,但是在实际操作中,当循环购买通过原始权益人信息化系统进行时而交易过于频繁时,管理人、律师等相关中介机构如何完成尽职调查工作还有待进一步明确。

第八\ 整体述评

两指南在《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》、《资产证券化业务基础资产负面清单》基础上,针对企业应收账款的资产证券化提出了清晰、明确的要求,基本解决了此前在此类证券化项目中经常遇到的一些没有规定或者规定不明确的问题,这将有利于企业应收账款资产证券化业务更加方便、快捷地开展。同时,两指引从应收账款入池标准、资产池分散度要求、原始权益人及其关联方风险自留、循环购买等多个方面出发,在一定程度上,针对名义为资产证券化、实质为主体融资的情形进行了限制,也将推进企业资产证券化业务向着更加健康、规范的方向发展。

在体现金融领域供给改革及金融服务实体经济政策的方面,两指南对以核心企业供应链应付款为基础资产的资产证券化项目给予了优惠政策,并针对绿色金融、创新创业、住房租



债等政策支持鼓励领域项目提升工作效率，将推动资产证券化业务在这些领域的发展。

此外，两指南还明确提出将另行制定融资租赁合同债权、消费贷款债权等其他债权类资产证券化的挂牌条件确认指南和信息披露指南，相信不久的将来，三大交易场所将同步发布实质内容相同的债权类资产证券化的相关指南，而其他各类型基础资产证券化的相关指南也有望陆续制定并发布，这意味着，企业资产证券化的监管标准将日益统一、明确和规范。 ☒

附“两指南”原文链接

关于发布《深圳证券交易所企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》和《深圳证券交易所企业应收账款资产支持证券信息披露指南》的通知
http://www.szse.cn/main/rule/bsywgz/jjqhgzql/zq_front/39776213.shtml

上海证券交易所企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南
<http://bond.sse.com.cn/lawrule/sse-rules/guide/c/4435292.pdf>

上海证券交易所企业应收账款资产支持证券信息披露指南

<http://bond.sse.com.cn/lawrule/sse-rules/guide/c/4435298.pdf>

关于发布《机构间私募产品报价与服务系统企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》等有关文件的通知

<http://www.interotc.com/xxpl/smlInformationContent.co?fjType=2&FLID=2&bdid=15301>



中伦研究院出品