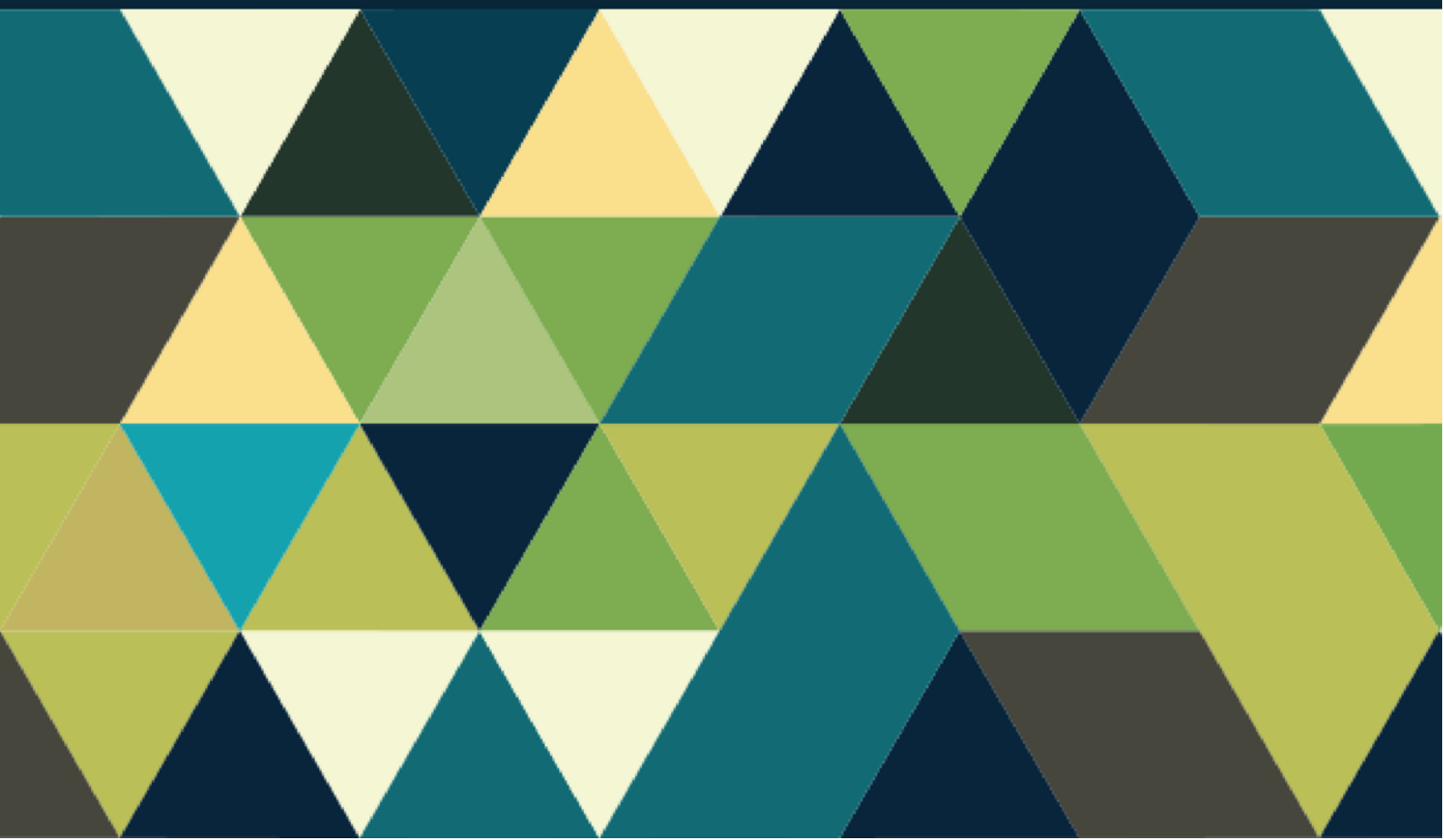


卓纬律师事务所
CHANCE BRIDGE PARTNERS

卓阅 Newsletter

2016年 第四期

资本市场



专题文章

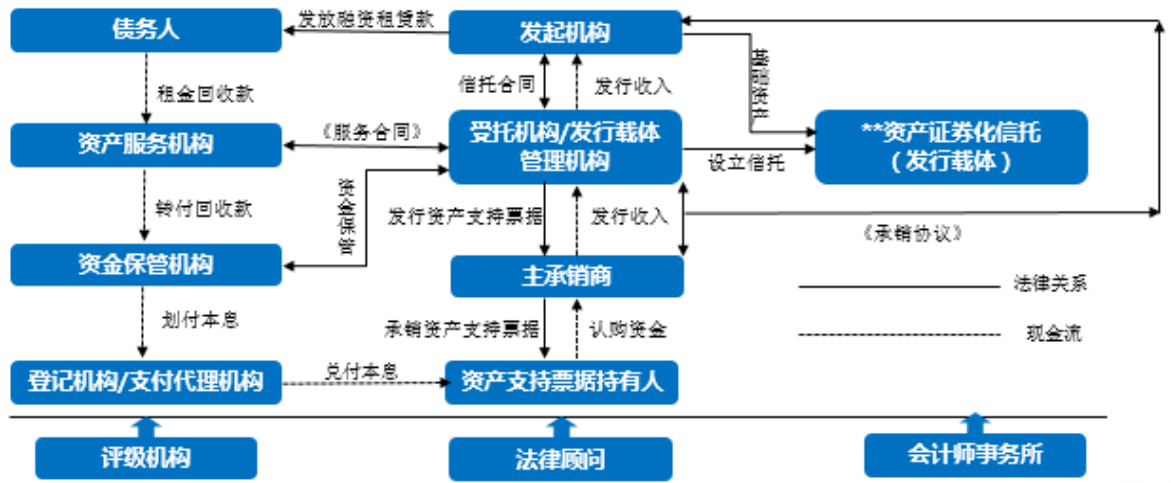
信托型资产支持票据的实践创新与信托公司业务转型的思考

窦克平

2016年6月7日,远东国际租赁有限公司(以下简称“远东租赁”)成功于银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)注册国内首单信托型资产支持票据(Asset-Backed Notes,简称“ABN”)“远东国际租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据”(以下简称“远东一期信托ABN”)。在该产品推出过程中,交易商协会在信息披露、结构设计、机构协调等方面给予了全面支持和指导,为项目顺利推进提供了制度保障。事实上,早在2014年,中信信托、外贸信托、中融信托、华润信托、粤财信托、中铁信托、兴业信托等多家信托公司已经开始研发并尝试信托型ABN产品,并取得交易商协会的政策支持,但由于涉及会计、法律、多重税收成本、信托公司与主承销商的职能边界以及信托产品在银行间市场的交易流通问题等,直到今年6月首单信托型ABN产品才正式获得交易商协会的认可并注册完成。

信托型资产支持票据是指发起机构(融资企业)将基础资产转让给信托公司设立财产信托,信托公司作为受托机构在银行间债券市场发行资产支持票据,投资者通过购买资产支持票据,受让信托受益权来获得基础资产相关收益的创新型结构化金融产品。远东一期信托ABN(交易商协会首批信托型ABN试点产品)的成功发行,实现了对《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》(以下简称“《资产支持票据指引》”)等ABN现行规则的重大突破,为未来ABN相关立法的完善及信托公司资产管理业务的转型开辟了新的路径。

一、信托型ABN交易结构概述



(图一：远东一期信托 ABN 交易结构)

(一) 根据《信托合同》的约定，发起机构以相关租赁债权资产作为信托财产委托给作为受托人的信托公司，并设立租赁资产证券化信托(发行载体)。受托人作为发行载体的管理机构向投资人发行以信托财产为支持的资产支持票据，所得认购金额扣除相关费用支出后的资产支持票据募集资金净额支付给发起机构。

(二) 受托机构向投资者发行资产支持票据，并以信托财产所产生的现金为限支付相应税收、费用支出、信托应承担的报酬及本期资产支持票据的本金和收益。本期资产支持票据分为优先级资产支持票据和次级资产支持票据，其中优先级资产支持票据包括优先 A 级资产支持票据和优先 B 级资产支持票据。

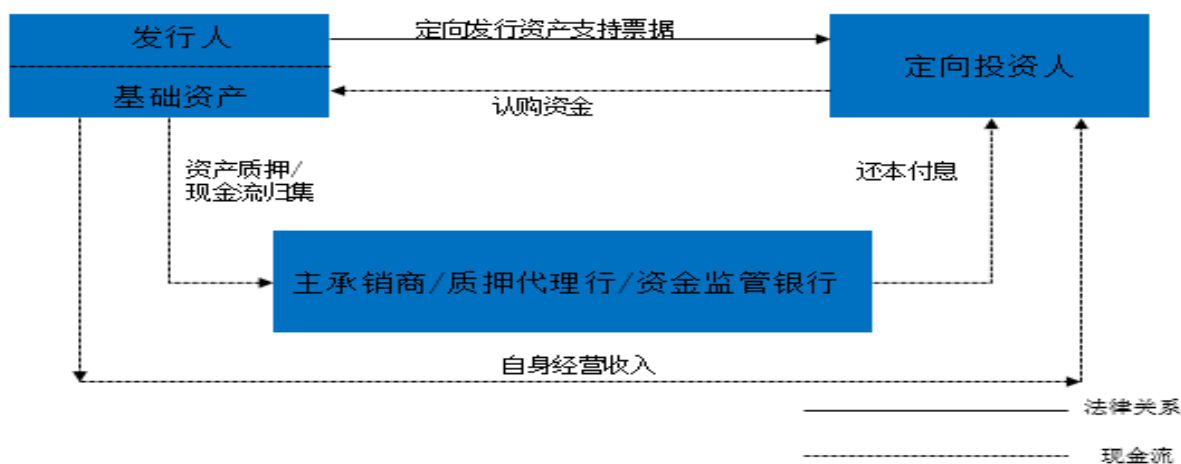
(三) 发行载体管理机构与发起机构、联席主承销商签署《承销协议》，联席主承销商再与承销商签署《承销团协议》，组建承销团对优先级资产支持票据以簿记建档方式发行，次级资产支持票据全部由发起机构持有。

(四) 根据《服务合同》的约定，受托机构委托发起机构作为资产服务机构对资产的日常回收进行管理和服。

(五) 根据《资金保管合同》的约定，受托机构委托资金保管机构对信托财产产生的现金资产提供保管服务。

二、 信托型 ABN 的突破与创新

与传统资产支持票据相比，信托型资产支持票据在交易结构、资产出表、发行方式、产品分层等方面实现了诸多创新，主要表现为：



(图二：传统 ABN 交易结构)

(一) 首度引入 SPT 实现风险隔离和资产出表

远东一期信托 ABN 引入特殊目的信托（以下简称“SPT”）作为发行载体，并由信托公司作为发行人，是对传统 ABN 模式的创新，在国内企业资产证券化产品中尚属首次。

以《中华人民共和国信托法》（以下简称“《信托法》”）作为上位法引入 SPT 在我国现有法律框架下能实现有效破产隔离，完成基础资产的独立性。同时本期 ABN 满足了企业通过资产证券化将资产出表的需求，有利于发起机构在拓宽融资渠道的同时，提升存量资产利用效率和调整资产负债结构，对市场各方均具有一定吸引力。

基础资产的真实销售和破产隔离是资产证券化运行机制中最核心的要素，虽然设立 SPT 不是

隔离资产的唯一途径，但《信托法》对信托财产独立性的保护而形成的信托制度所特有的破产隔离机制，能够满足资产证券化运行机制的本质要求。虽然在 ABN 业务中嵌入信托，结构上相对复杂，成本也会相应增加，但总体上，信托型 ABN 是多赢局面，既能拓宽业务领域，为信托公司业务转型提供更多的机会；又能通过设立 SPT，更好的保护投资者权益。

相比信托型 ABN 而言，传统 ABN 在法律概念上被界定为“债务融资工具”，其并没有对资产支持票据提出严格的风险隔离要求。同时，目前已发行的 ABN 产品也没有明确设置风险隔离，没有设立 SPV，不能实现资产出表，其性质与设置应收账款质押的一般信用债券更加接近，即对于基础资产的现金流享有优先受偿权，并对发行人有追索权。考虑到传统 ABN 产品不能实现破产隔离和资产出表，投资者权益的保障存在隐患，这就约束了 ABN 投资者群体的扩大，自 2012 年 ABN 推出以来，仅有将近 30 只 ABN 产品成功发行，并未得到大力推广。

严格意义上讲，我们认为，传统型 ABN 并非真正的资产证券化产品，充其量只能称为“类资产证券化产品”。资产证券化产品应该具备风险隔离的基本特征，需要通过设立具有破产隔离作用的 SPV 来实现基础资产的“真实出售”，以有效保障证券持有人利益。

(二) 首度实现公开募集发行

自 2012 年 ABN 问世以来，其在银行间市场的发行均采用定向发行方式，即私募发行。

根据查询交易商协会网站披露的公开信息，国内第一批成功注册的 ABN 由宁波城建投资控股有限公司、南京公用控股（集团）有限公司、上海浦东路桥建设股份有限公司同时注册，三家均为城投公司。截至目前有近 30 只 ABN 产品在交易商协会获得注册，均以非公开方式发行，在融资成本上并无优势。从信息披露上来看，披露时间较为滞后，披露信息相对不全，绝大多数项目只披露注册通知书、兑付公告，部分项目偶有披露跟踪评级报告，而对于项目本身的交易结构、初始信用评级等重要信息鲜有披露。

而本期 ABN 首次实现公开发行,根据笔者查阅的“孔雀开屏系统”披露的公开信息,自 2016 年 6 月以来已有 2 只信托型 ABN 产品在交易商协会注册并完成发行,分别为“远东国际租赁有限公司 2016 年度第一期信托资产支持票据”和“九州通医药集团股份有限公司 2016 年度第一期信托资产支持票据”。从上述 2 只产品的信息披露来看,披露时间较为及时,披露信息相对齐全。

从远东一期信托 ABN 发行成本上来看,其中,优先 A 级发行利率 3.75%,低于远东租赁 6 月 8 日在交易所发行的 2016 远东三期 ABS 中评级 AAA、加权期限 1.46 年的优先 A 级 25 个基点;优先 B 级略低于 2016 远东三期 ABS 中评级 AA、加权期限 3.42 年的优先 B 级,有助于降低企业融资成本,丰富融资渠道。

(三) 首次采用分层设计

信托 ABN 的结构设计中首次引入了优先 A 级/优先 B 级/次级的分层结构。优先 A 级资产支持票据能够获得优先 B 级资产支持票据和次级资产支持票据一定比例的信用支持,优先 B 级资产支持票据能够获得次级资产支持票据一定比例的信用支持。

分层设计的交易结构可以对优先级资产支持票据进行信用增级,有效降低了企业的融资成本及风险承担。对投资人而言,本期 ABN 以资产作为支撑,通过交易结构设计可以有效实现风险隔离,从而具有较好的增信作用。

实践中,通常发起机构会自持一定比例的次级档票据,提高投资人认可程度,规避发起机构道德风险。同时,本期 ABN 还设置了违约事件、加速清偿事件、权利完善事件等信用触发机制,可有效降低不利因素发生时优先级遭受损失的风险。

区别	传统 ABN	信托型 ABN
上位法	《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》	《信托法》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》
指导规则	《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》	《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》

发行人	非金融企业	信托公司
载体	无	财产权信托
管理机构	无	信托公司
发行方式	交易商协会注册	交易商协会注册
交易场所	银行间债券市场	银行间债券市场
登记托管机构	上海证券清算所	上海证券清算所
发行方式	定向发行	公开发行
出表与否	否	通过交易安排可实现出表
信用评级	协商确定；公开发行须进行双评级	必须评级，但无双评级要求

(图三：传统 ABN 与信托型 ABN 相关要素对比表)

三、关于信托公司业务转型的思考

信托公司参与资产证券化具有天然的制度优势，但其参与资产证券化程度并不深，仅仅参与到标准的信贷资产证券化，而且仅作为 SPV，充当制度载体和通道职能。银监会《关于信托公司风险监管的指导意见》(以下简称“银监会 99 号文”)中明确指出要提高资产证券化业务的增加值，从 SPV 扩展到财务顾问、发行承销等工作，这就将使得资产证券化业务中信托真正充当投资银行的角色。

面对新的市场格局，信托公司应积极抓住新的机会，在资产证券化业务中勇于尝试：一方面要积极探索交易市场，证券交易市场和银行间交易市场哪个更适合信托公司参与，如何利用证券市场、银行间交易市场；另一方面，在交易平台尚不确定的情况下，信托公司可以通过私募尝试开展“类资产证券化”业务，以便尽早占据市场，“类资产证券化”业务可以先以银行信贷资产为突破口，经过“以规模换收益、以业务学技术”的过程之后，逐步扩展基础资产范围，如非银行信贷或金融租赁资产、地方政府应收账款和基础设施收益权、企业应收账款、商业物业等，并最终实现在更广大的市场领域内获取更高的主动管理收益。

信托型 ABN 作为一种创新型结构化金融产品，引入信托结构，在国际上也属于非常先进的交易模式。事实上，交易商协会对金融创新历来持开放态度，尊重市场选择，并支持发行人与承销商

就具体的信托型 ABN 项目进行研发并尝试。据知情人士透露，交易商协会已完成对 ABN 发行规则的修订，新的修订内容将强化投资人保护和风险防范机制，明确基础资产类型，增强指引的可操作性，并引入 SPT 结构，这将为信托公司参与企业资产证券化后续市场预留更多发展空间，首批信托型 ABN 试点项目的成功注册将成为信托型企业资产证券化业务的良好开端。

卓纬律师事务所

CHANCE BRIDGE PARTNERS

资本市场团队

朱宁

团队负责人

Ning.zhu@chancebridge.com

安刚

Richard.an@chancebridge.com

窦克平

Duke.dou@chancebridge.com

美术编辑：陈曦

文字编辑：朱政

电话 Tel : +86 10 8587 0068

传真 Fax : +86 10 8587 0079

www.chancebridge.com

北京市东城区东长安街1号东方广场C1办公楼601, 100738

601, Office Building C1 Oriental Plaza, No. 1 East Chang An Ave.,

Beijing PRC 100738

