

从券商资产证券化新规看与信贷资产证券化的区别

作者: 夏亮 / 汤雯婷

证监会近日公布《证券公司资产证券化业务管理规定》(中国证券监督管理委员会公告[2013]第16号,以下简称“《规定》”),允许符合具备证券资产管理业务资格等条件的证券公司申请设立专项计划、发行资产支持证券,至此券商资产证券化业务最终在制度层面上有了依据,而此前证监会曾于2010年11月颁布《证券公司企业资产证券化业务试点指引(试行)》,于今年2月26日公布《证券公司资产证券化业务管理规定(征求意见稿)》(以下简称“《征求意见稿》”)。另一方面,对于信贷资产证券化业务,银监会及相关部门于2005年先后颁布《信贷资产证券化试点管理办法》(中国人民银行、中国银行业监督管理委员会公告[2005]第7号)及《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》(中国银行业监督管理委员会令2005年第3号),并于2012年5月,与人民银行、财政部联合下发了《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》(银发[2012]127号,以下简称“《通知》”),再度开启信贷资产证券化的闸门。在下文中,笔者拟从券商资产证券化与信贷资产证券化的差异入手,对这两种资产证券化业务作简要分析。

特定目的机构的组织形式

资产证券化作为一个复杂的融资过程,其交易结构中至关重要的一环为设立特定目的机构,特定目的机构存在的核心价值为起到破产隔离的作用。从各国的立法和实践情况来看,特定目的机构的组织形式主要有三类,信托、有限责任公司及合伙¹。

《信贷资产证券化试点管理办法》及《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》均明确规定信贷资产证券化业务中的特定目的机构为信托²。

而根据证监会《规定》中提及的特殊目的机构的组织形式较为特殊,不属于上述任何一类法律实体,而是指证券公司为开展资产证券化业务专门设立的“专项资产管理计划”,而《规定》并未就“专项资产管理计划”的法律属性给予明确界定。同时,《规定》也对特殊目的机构的组织形式设置兜底条款,即“证监会认可的其他特殊目的载体”。

如您需要了解我们的出版物,请与
下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

从券商资产证券化新规看与信贷资产证券化的区别

基础资产的范围

证监会《规定》明确了券商资产证券化的基础资产是符合法律法规，权属明确，可以产生独立、可预测现金流的特定化的财产权利或者财产，包括企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利及商业物业等不动产财产等。较《征求意见稿》的范围删去了“商业票据、债券、股票等证券”。

由于银监会《通知》针对的是信贷资产的证券化，因此其基础资产的范围明显小于券商资产证券化的基础资产范围。其中，符合条件³的国家重大基础设施项目贷款、涉农贷款、中小企业贷款、经清理合规的地方政府融资平台公司贷款、节能减排贷款、战略性新兴产业贷款、文化创意产业贷款、保障性安居工程贷款、汽车贷款等多元化信贷资产是《通知》提倡金融机构在兼顾收益与国家产业政策导向的基础上选择开展信贷资产证券化业务选择的基础资产。

上述证监会《规定》明确的基础资产范围内，企业应收款、信贷资产都毫无疑问可作为基础资产，而笔者认为，基础设施收益权可以是高速公路收费权等因经营特定资产而产生独立、可预测现金流的财产权利。至于何种信托受益权符合可产生独立、可预测现金流的要求，可以列为基础资产，有待监管部门出台进一步的操作细则予以明确。最后，商业物业等不动产财产作为证券化的基础资产，是为试水 REITs (Real Estate Investment Trusts, 即房地产信托投资基金)作准备。

流动性安排

证监会《规定》允许资产支持证券在证券交易所、中国证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台交易市场以及中国证监会认可的其他交易场所进行转让。此外，还允许券商为资产支持证券提供双边报价服务，即作为资产支持证券的做市商，按照交易场所的规则为产品提供流动性服务。对投资者的要求为符合中国证券业协会规定的合格投资者。

而根据《信贷资产证券化试点管理办法》第3条的规定，资产支持证券仅可在全国银行间债券市场上发行和交易。投资者也基本限定为机构类投资者，如商业银行、可以经营人民币业务的外国银行分行、保险公司、证券投资基金、全国社保基金等⁴。

由此可见，与券商资产证券化的流动性安排相比，信贷资产证券化的流动性安排无论从方式方法还是市场规模来说均较窄。

强制风险自留与信用评级

根据银监会《通知》第3条的规定，自《通知》施行起，信贷资产证券化各发起机构应持有由其发起的每一单资产证券化中的最低档次资产支持证券的一定比例，该比例原则上不得低于每一单全部资产支持证券发行规模的5%，持有期限不得低于最低档次证券的存续期限。且发起机构原则上应担任信贷资产证券化的贷款服务机构。这种强制性的风险自留机制，无疑对发起机构提出了更高的要求。而证监会《规定》，并不存在如此机制。

从券商资产证券化新规看与信贷资产证券化的区别

另外，银监会《通知》第4条要求资产支持证券采取双评级机制，并明确鼓励采用投资者付费模式等多元化方式进行信用评级⁵。而证监会《规定》对于信用评级并未设定强制性要求，仅规定可以由取得证券市场咨询评级业务资格的咨询评级机构进行评级。

小结

总体说来，相比信贷资产证券化，券商通过设立专项资产管理计划从事资产证券化业务更为简便，操作更为灵活，流动性安排更为丰富。因此，券商资产证券化业务的开启，对资产证券化业务的发展有重大意义。我们也将继续关注资产证券化业务在各个领域的发展。

1. 参见《资产证券化特定目的机构研究》中国法制出版社出版，谢永江著第64页。
2. 详见《信贷资产证券化试点管理办法》第2条及《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》第6条。
3. 《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》第19条：“信贷资产证券化发起机构拟证券化的信贷资产应当符合以下条件：(一)具有较高的同质性；(二)能够产生可预测的现金流收入；(三)符合法律、行政法规以及银监会等监督管理机构的有关规定。”
4. 《通知》第8条：“稳步扩大资产支持证券机构投资者范围，鼓励保险公司、证券投资基金、企业年金、全国社保基金等经批准合规的非银行机构投资者投资资产支持证券。”
5. 《通知》第4条：“资产支持证券在全国银行间债券市场发行与交易初始评级应当聘请两家具具有评级资质的资信评级机构，进行持续信用评级，并按照有关政策规定在申请发行资产支持证券时向金融监管部门提交两家评级机构的评级报告。鼓励探索采取多元化信用评级。参与资产支持证券评级的各信用评级机构要努力提高资产支持证券信用评级的透明度和公信力。”

从券商资产证券化新规看与信贷资产证券化的区别

如需进一步信息，请联系：

上海	北京
秦悦民 电话: (86 21) 3135 8668 (86 10) 6655 5020 Charles.Qin@llinkslaw.com	翁晓健 电话: (86 10) 6655 5050 - 1028 James.Weng@llinkslaw.com
梅亚君 电话: (86 21) 3135 8669 Michael.Mei@llinkslaw.com	

© 通力律师事务所 2013