

债券市场专题报告

2016 年 12 月 13 日

立足“资产支持”、ABN“重装上阵”

《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》点评

事件：12 月 12 日，交易商协会公布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》及《非金融企业资产支持票据公开发行注册文件表格体系》，现简评如下：

内容摘要：

- 1、在资产支持票据中引入特定目的载体（SPV），便于实现“破产隔离”和“真实出售”，保留现有“特定目的账户+应收账款质押”模式，满足多样化结构融资需求。
- 2、基础资产可以是企业应收账款、租赁债权、信托受益权等财产权利，以及基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利，针对已用于抵质押融资、但可通过合理安排解除权利限制的优质资产，仍然可以作为 ABN 的基础资产。
- 3、资产支持票据发行方式包括公开发行和定向发行，发行资产支持票据应在交易商协会注册，注册有效期内可分期发行。
- 4、明确参与机构职责，强化风险防范和投资人保护规则，操作性及风险防控并重。
- 5、公开发行资产支持票据，应至少披露以下文件：（1）募集说明书；（2）法律意见书；（3）信用评级报告及跟踪评级安排；（4）交易商协会规定的其他文件，进一步规范信息披露要求。
- 6、《指引（修订稿）》在引入特定目的载体后，资产支持票据的定义也由原先的“约定在一定期限内还本付息的债务融资工具”改成“按约定以还本付息等方式支付收益的证券化融资工具”，充分体现“资产支持”的特点，之前发展相对缓慢的资产支持票据有望迎来新的增长空间。
- 7、此前银行间市场以金融企业的信贷资产证券化为主，非金融企业的结构化融资主要通过交易所企业资产化来进行，此次《指引（修订稿）》引入特定目的载体等方式完善非金融企业资产支持票据发行规则，有助于盘活非金融企业存量资产，助力降低实体经济企业成本和杠杆率，同时也将进一步推动结构化融资市场的发展。

周 岳

86-21-68407423
zhouyue5@cmschina.com.cn
S1090515040002

事件：12月12日，交易商协会公布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》（以下简称《指引（修订稿）》）及《非金融企业资产支持票据公开发行注册文件表格体系》，现简评如下：

一、《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》条款分析

1、引入特定目的载体便于实现“破产隔离”和“真实出售”

资产支持票据是指非金融企业（以下称发起机构）为实现融资目的，采用结构化方式，通过发行载体发行的，由基础资产所产生的现金流作为收益支持的，按约定以还本付息等方式支付收益的证券化融资工具。

《指引（修订稿）》中在资产支持票据中引入特定目的载体（SPV）：特定目的载体可以为特定目的信托、特定目的公司或交易商协会认可的其他特定目的载体，也可以为发起机构。引入特定目的载体，便于实现“破产隔离”和“真实出售”，同时也保留了现有的“特定目的账户+应收账款质押”模式，满足多样化结构融资需求。

2、丰富合格基础资产类型

《指引（修订稿）》补充说明基础资产可以是企业应收账款、租赁债权、信托受益权等财产权利，以及基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利，针对基础资产附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制，如果能够通过相关合理安排解除基础资产的权利负担和其他权利限制的仍然可以作为资产支持票据的基础资产。

表 1：资产支持票据基础资产要求

项目	要求
种类	基础资产可以是 <u>企业应收账款、租赁债权、信托受益权等财产权利，以及基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利等</u> 。以基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利作为基础资产的，发起机构应取得合法经营资质
抵、质押等限制	基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制，但能够通过相关合理安排解除基础资产的相关担保负担和其他权利限制的除外。 基础资产附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制的，应在注册发行文件中对该事项进行充分披露及风险提示，并对解除该等担保负担或其他权利限制的安排作出相应说明
现金流	在资产支持票据存续期间内，基础资产预计可产生的现金流应覆盖支付资产支持票据收益所需资金
期限	资产支持票据产品期限应与基础资产的存续期限相匹配，但采用循环结构的情形除外。 <u>在循环购买结构下，发行载体可以根据交易合同约定的标准以基础资产产生的现金流向发起机构再次或多次购买新的同类型合格基础资产，实现资产支持票据和基础资产的期限相匹配。</u>

资料来源：交易商协会，招商证券

3、发行方式包括公开发行和定向发行

资产支持票据发行方式包括公开发行和定向发行，发行资产支持票据应在交易商协会注册，注册有效期内可分期发行。

4、明确各参与机构职责

《指引（修订稿）》明确发起机构、特定目的载体、管理机构、主承销商、资产服务机

构、资产服务机构、资金监管机构和资金监管机构各自的职责，进一步规范业务操作流程，提高市场运行效率。

表 2：资产支持票据各参与机构职责

机构	职责
发起机构	发起机构不得侵占、损害基础资产，并履行以下职责： (一) 配合并支持发行载体和相关中介机构履行职责； (二) 按约定及时向发行载体和相关中介机构提供相关披露的信息，并保证所提供的信息真实、准确、完整； (三) 指引及相关自律规则及交易合同约定的其他职责
特定目的载体、管理机构	特定目的载体或其管理机构应履行以下职责： (一) 对基础资产、相关交易主体以及对资产支持票据业务有重大影响的其他相关方开展尽职调查； (二) 管理受让的基础资产； (三) 履行信息披露职责； (四) 按照约定及时支付相应资金； (五) 指引及相关自律规则规定以及交易合同约定的其他职责
主承销商	主承销商按照承销协议约定提供承销服务，履行以下职责： (一) 对基础资产、发行载体或其他管理机构、相关交易主体以及对资产支持票据业务有重大影响的其他相关方开展尽职调查； (二) 按照本指引及交易商协会相关自律规则提交注册发行文件； (三) 按照约定组织资产支持票据的承销和发行； (四) 按照交易商协会相关自律规则开展后续管理工作； (五) 指引及相关自律规则规定以及承销协议约定的其他职责
资产服务机构	资产服务机构依照服务合同约定管理基础资产，履行以下职责： (一) 收取基础资产的现金流并按约定划付； (二) 制定并实施切实可行的现金流归集和管理措施； (三) 定期向发行载体提供资产服务报告，报告基础资产信息； (四) 指引及相关自律规则规定以及服务合同约定的其他职责
资金监管机构	资金监管机构依照资金监管协议对资金进行监管，履行以下职责： (一) 以发起机构或资产服务机构名义开设基础资产的资金监管账户； (二) 依照资金监管协议约定对资金监管账户进行监管，对资金收入和支出情况进行监督； (三) 依照资金监管协议约定对资金划出的手续进行审核； (四) 指引及相关自律规则规定以及资金监管协议约定的其他职责
资金保管机构	资金保管机构依照资金保管合同管理资金，履行以下职责： (一) 以发行载体或其管理机构名义开设基础资产的资产保管账户，并对资金进行安全保管； (二) 依照资金保管合同约定和发行载体指令，划付相关资金； (三) 依照资金保管合同约定，定期向发行载体提供资金保管报告，报告资金管理情况； (四) 指引及相关自律规则规定以及资金保管合同约定的其他职责

资料来源：交易商协会，招商证券

5、规范信息披露要求

《指引（修订稿）》指出公开发行业资产支持票据，应至少披露以下文件：(1) 募集说明书；(2) 法律意见书；(3) 信用评级报告及跟踪评级安排；(4) 交易商协会规定的其他文件，进一步规范信息披露要求。

6、强化投资者保护机制

《指引（修订稿）》强化对投资者的保护机制，规定发行机构和发行载体应当在相关注册发行文件中约定投资者保护机制：（1）信用评级结果或评级展望下调的应对措施；（2）基础资产现金流恶化或其他可能影响投资者利益等情况的应对措施；（3）基础资产现金流与预测值偏差的处理机制；（4）发生基础资产权属争议时的解决机制；（5）资产支持票据发生违约后的相关保障机制及清偿安排。

表 3:《指引（修订稿）》和《指引》对照表

条款	旧指引	新指引
资产支持票据定义	非金融企业在银行间债券市场发行的，由基础资产所产生的现金流作为还款支持，约定在一定期限内 <u>还本付息的债务融资工具。</u>	非金融企业为实现融资目的，采用结构化方式， <u>通过发行载体发行的</u> ，由基础资产所产生的现金流作为收益支持的，按约定以还本付息等方式支付收益的证券化融资工具。
发行载体		<u>发行载体可以为特定目的信托、特定目的公司或交易商协会认可的其他特定目的载体，也可以为发起机构</u>
基础资产	基础资产是指符合法律法规规定，权属明确，能够产生可预测现金流的财产、财产权利或财产和财产权利的组合。基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制。	基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制，但 <u>能够通过相关合理安排解除基础资产的相关担保负担和其他权利限制的除外。</u> 基础资产附带抵押、质押等担保负担或其他权利限制的，应 <u>在注册发行文件中对该事项进行充分披露及风险提示，并对解除该等担保负担或其他权利限制的安排作出相应说明。</u>
发行要求	企业发行资产支持票据应在交易商协会注册。	发行资产支持票据应在交易商协会注册，发起机构、发行载体及相关中介机构应 <u>按相关要求成为交易商协会会员，接受交易商协会的自律管理。</u> 发起机构、发行载体及相关中介机构应按合同约定及本指引要求切实履行相应职责。
信用评级	企业选择公开发行方式发行资产支持票据，应当 <u>聘请两家</u> 具有评级资质的资信评级机构进行信用评级。	公开发行资产支持票据，应 <u>聘请具有评级资质的信用评级机构对资产支持票据进行信用评级。</u> 采用分层结构发行资产支持票据的，其最低档次票据不可进行信用评级。
信息披露	企业发行资产支持票据应披露以下信息： （一）资产支持票据的交易结构和基础资产情况； （二）相关机构出具的现金流评估预测报告； （三）现金流评估预测偏差可能导致的投资风险； （四）在资产支持票据存续期内，定期披露基础资产的运营报告； 企业选择公开发行方式发行资产支持票据，应通过交易商协会认可的网站披露上述信息。企业选择非公开方式发行资产支持票据，应在《定向发行协议》中明确约定上述信息的披露方式	公开发行资产支持票据的，应至少披露以下文件： <u>（一）募集说明书；</u> <u>（二）法律意见书；</u> <u>（三）信用评级报告及跟踪评级安排；</u> <u>（四）交易商协会规定的其他文件；</u> 定向发行资产支持票据的，应在注册发行文件中明确约定信息披露的具体标准，向定向投资者披露信息。
投资者保护机制	企业应在资产支持票据发行文件中约定	发起机构和发行载体应在相关注册发行文件

投资者保护机制，包括但不限于：
 (一) 债项评级下降的应对措施；
 (二) 基础资产现金流恶化或其他可能影响投资者利益等情况的应对措施；
 (三) 资产支持票据发生违约后的债权保障及清偿安排；
 (四) 发生基础资产权属争议时的解决机制

中约定投资者保护机制，包括但不限于：
 (一) 信用评级结果或评级展望下调的应对措施；
 (二) 基础资产现金流恶化或其他可能影响投资者利益等情况的应对措施；
 (三) 基础资产现金流与预测值偏差的处理机制；
 (四) 发生基础资产权属争议时的解决机制；
 (五) 资产支持票据发生违约后的相关保障机制及清偿安排

资料来源：交易商协会，招商证券

二、三类资产证券化模式比较

我国的资产支持证券主要分为由银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）主管的信贷资产证券化、中国证券业监督管理委员会（以下简称“证监会”）主管的企业资产证券化和中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）主管的资产支持票据，三种模式的对比如下表所示。

表 4：三类资产证券化模式比较

项目	资产支持票据	信贷资产证券化	交易所企业资产证券化
主管部门	交易商协会	银监会	证监会
发起机构	非金融企业	银行业金融机构（商业银行、政策性银行、邮政储蓄银行、财务公司、信用社、汽车公司、金融资产管理公司等）	主要为非金融企业
发行方式	公开发行或定向发行	公开发行或定向发行	面向合格投资者发行
投资者	公开发行面向银行间市场所有投资者；定向发行面向特定机构投资者	银行间市场投资者（银行、保险公司、证券投资基金、企业年金、全国社保基金等）	合格投资者，且合计不超过 200 人，人数不穿透核查最终投资者之和
基础资产	基础资产是指符合法律法规规定，权属明确，可以依法转让，能够产生持续稳定、独立、可预测的现金流且可特定化的财产、财产权利或财产和财产权利的组合。形成基础资产的交易基础应当真实，交易对价应当公允	银行信贷资产（含不良信贷资产）、汽车贷款、租赁资产、消费金融公司贷款等	实行负面清单制，要求符合法律法规规定，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可以特定化的财产或财产权利，可以是单项财产权利，也可以是多项财产权利或者财产构成的资产组合，如企业应收账款、租赁债权、信托受益权、基础设施、商业物业等不动产财产或不动产收益权等
交易场所	全国银行间债券市场	全国银行间债券市场	证券交易所、证券业协会机构间报价与服务系统、证券公司柜台市场
登记托管机构	银行间市场清算股份有限公司	中央国债登记结算有限责任公司	中国证券登记结算有限责任公司或中证机构间报价系统股份有限公司
审核方式	注册制	备案制	备案制
评级	公开发行资产支持票据，应聘	需要双评级，并且鼓励探	取得中国证监会核准的证券

请具有评级资质的信用评级机构对资产支持票据进行信用评级

索采取多元化信用评级方式，支持对资产支持证券投资人采用投资人付费模式进行信用评级；定向发行可免于信用评级

市场资信评级业务资格的资信评级机构，对专项计划受益凭证进行初始评级和跟踪评级

资料来源：证监会，银监会，交易商协会，招商证券

三、市场影响

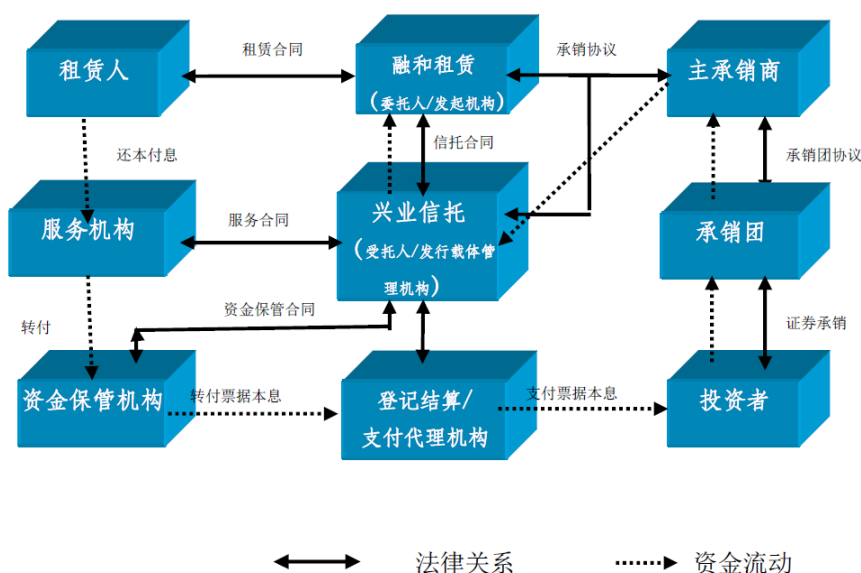
1、引入特定目的载体有望实现“真实出售”和“破产隔离”

资产支持票据的交易结构分为没有特定目的载体（SPV）参与的“抵质押结构”和有特定目的载体参与的“破产隔离结构”。抵质押结构的资产支持票据，由于没有特定目的载体的存在，无法实现破产隔离，对于发起人而言也无法实现出表。资产支持票据要成为具有“破产隔离”特性的资产证券化产品，需要引入特定目的载体实现资产证券化中的“真实出售”和“破产隔离”，使得融资人达到表外融资的目的。

《指引（修订稿）》在引入特定目的载体，有助于实现资产证券化“破产隔离”与“真实出售”，资产支持票据的定义也由原先的“约定在一定期限内还本付息的债务融资工具”改成“按约定以还本付息等方式支付收益的证券化融资工具”，充分体现“资产支持”的特点，此前发展相对缓慢的资产支持票据有望迎来新的增长空间。

今年市场上已发行 3 单引入特定目的的资产支持票据，以中电投融和融资租赁有限公司 2016 年度第一期信托资产支持票据（以下简称“16 融和租赁 ABN001”）为例，其交易结构如下图所示。

图 1：16 融和租赁 ABN001 交易结构



资料来源：募集说明书，招商证券

2、拓宽基础资产范围，满足多样化融资需求

从市场上已发行的资产支持票据来看，发行人主要是地方融资平台类企业或公用事业类

企业，因此基础资产以建设应收款和公用事业收费收入为主。

《指引（修订稿）》中表明基础资产可以是企业应收账款、租赁债权、信托受益权等财产权利，以及基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利等，此外针对已用于抵质押融资、但可通过合理安排解除权利限制的优质资产，仍然可以作为资产支持票据的基础资产，有利于满足多样化得融资需求。

3、丰富资产证券化类型，推动结构化融资市场发展

此前银行间市场以金融企业的信贷资产证券化为主，非金融企业的结构化融资主要通过交易所企业资产化来进行，此次《指引（修订稿）》引入特定目的载体等方式完善非金融企业资产支持票据发行规则，有助于盘活非金融企业存量资产，助力降低实体经济企业成本和杠杆率，同时也将进一步推动结构化融资市场的发展。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周 岳：中国人民大学经济学硕士，CFA，2015 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。2015 年、2016 年新财富最佳分析师固定收益方向入围，2015 年、2016 年金牛奖固定收益方向第五名团队成员。

招商证券债券信用评级符号和定义

等级符号	定义
投资 档	A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低
	A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低
	A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低
投机 档	B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般
	B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险
	B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高
	C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高
	C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C1 偿债主体不能偿还债务

注：债项符号含义与主体符号含义一致

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。