

最近，信托公司非标转标ABS业务备受关注，很多圈内的自媒体从信托、资管等角度进行了专业解读，各家券商投行部或固定收益部也都有不少这类型的项目在推进。作为投行从业人员，也对这类业务有一些思考。

•

政策背景

首先看看信托非标转标ABS最近为啥如此火热。“非标”一般指非标准化债权。对信托、银行等金融机构来说，非标这个概念由来已久，由于业务开展灵活、盈利丰厚，非标业务在相当长的一段时间内是信托、银行非常重要的一块业务，但也一直存在多层嵌套、刚性兑付、监管套利等问题。

2018年国家四部委联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，对标准化债权和非标债权进行了明确的界定。根据指导意见第十一条，标准化债权类资产应当同时符合以下条件，其他的债权类资产均为非标准化债权类资产。

- 1.等分化，可交易。
- 2.信息披露充分。
- 3.集中登记，独立托管。
- 4.公允定价，流动性机制完善。
- 5.在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。

2020年8月3日生效的《标准化债权类资产认定规则》对标准化债权的各项条件进行了进一步细化，并明确罗列了属于标准化债权的资产种类，其中不包括信托贷款债权，即明确了信托贷款债权的非标地位。

2020年5月8日银保监会发布的《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》中第十二条第五款的规定：“信托公司管理的全部集合资金信托计划投资于同一融资人及其关联方的非标准化债权类资产的合计金额不得超过信托公司净资产的百分之三十。信托公司管理的全部集合资金信托计划向他人提供贷款或者投资于其他非标准化债权类资产的合计金额在任何时点均不得超过全部集合资金信托计划合计实收信托的百分之五十。国务院银行业监督管理机构另有规定的除外”。

征求意见稿“30%+50%”的规定，对信托公司单家客户的非标投放和整体非标投放的规模都要求了上限，对信托公司压缩非标规模、调整业务转型提出了迫切要求，也是信托非标转标ABS业务最直接的诱因。

•

为什么是ABS？

按照征求意见稿，要符合“30%+50%”，有三个指标可以控制：非标规模、净资产、实收信托规模，可以选择的路径有：1、降低非标规模，通过减少非标债权的投放，或者将其转为标准化债权；2、增加净资产；3、增加实收信托规模。增加净资产牵扯到股东出资，过程可能曲折、漫长，且信托公司也无法通过持续增加净资产来达标。而面对来自同业以及其他资产管理机构的激烈竞争，增加实收信托规模也并非易事。对大多数信托公司来说，降低非标规模是最为直接、有效并且符合监管意图的方式。相信在长期内，信托贷款的投放会比目前有所下降，而短期内，则有较多的信托公司会选择非标转标作为满足“30%+50%”的手段。

由于信托公司不符合信贷资产证券化的银行主体资格要求，同时也不符合ABN的非金融企业主体资格要求，ABS是进行非标转标的最优方案。目前市场上也有借道保理公司进入ABN市场的案例，但整体来说，信托非标转标ABS的体量更大一些。

根据wind统计，2020年5月以来，市场以信托公司为原始权益人或发起机构、以信托受益权或企业债权作为基础资产的ABS共发行459.685亿元，较过去几年同期有大幅增长：

•

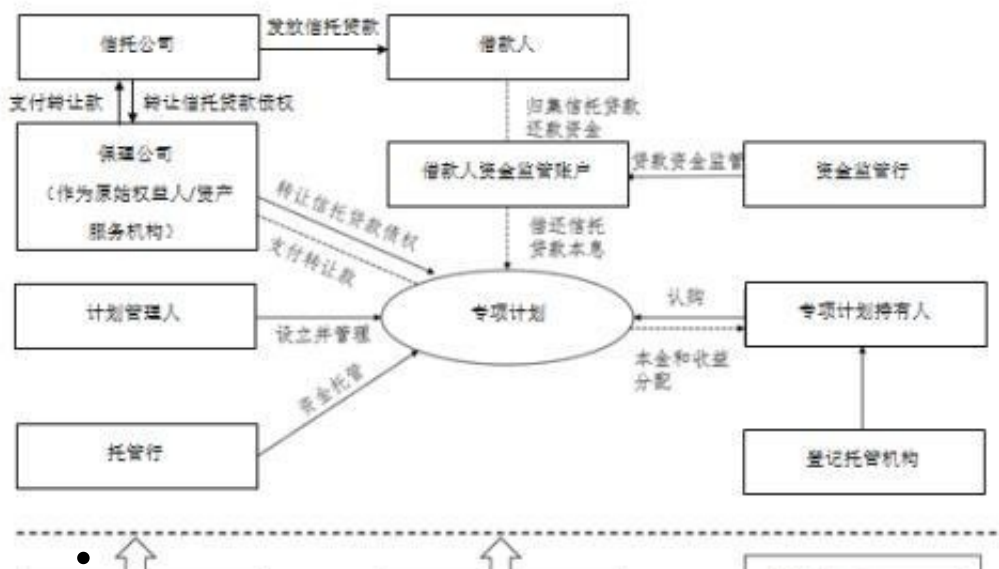
交易结构

信托非标转标ABS的基础资产既可以是信托贷款债权，也可以是信托受益权。如果是信托受益权，信托公司仅是代委托人进行转让，不影响信托公司信托债权，无法降低非标规模，也无法实现非标出表，达到降低非标规模和比例的目的。同时，由于信托受益权的现金流依赖于信托贷款的本息偿付，专项计划现金流无法独立于信托公司直接归集至专项计划，现金流独立性无法保证。实务中采用信托受益权比较少见，比较常见的基础资产是信托贷款债权。

信托贷款债权作为基础资产的交易结果有两种：一、信托公司作为原始权益人和资

产服务机构，
这是一种较为直接、容易理解的交易结构，法律关系和现金流、以及结构中各个主体承担的职责非常清晰、明确。

图1：信托公司作为原始权益人的交易结构



目前监管要求

8月27日-28日，上交所举办2020年第二期资产证券化业务培训课程，首次将企业融资债权（非标转标）作为独立的基础资产类型进行了讲解，体现了在证监体系对该信托非标转标业务的认可和规范。

摘录一些主要培训内容如下：

1.

企业融资债权资产支持证券，是指证券公司、基金管理公司子公司等作为计划管理人，以银行业和非银金融机构等依据信托合同或资管合同等持有的信托受益权或金融债权等作为基础资产或基础资产现金流来源，发行的资产支持证券。基础资产可以是信托受益权等收益凭证，也可以是债权。以信托受益权等收益凭证为基础资产的，应当具有明确的底层资产，底层资产应当为债权。

2.

基础资产、底层资产池的加权平均影子评级原则上不低于A+。

3.

分散度：原则上应当至少包括10个相互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%。原始权益人资信状况良好且设置有效风险缓释措施，或资产池质量优良的，可免除分散度要求。

4.

房地产债务人不得为重要债务人（超过15%），房地产行业债务人入池总金额不超过50%。

5.

债权转让登记基础资产为债权的，专项计划设立时，原始权益人应当就债权转让事项通知债务人及附属担保权益义务人（如有），并在相关登记机构办理转让登记。若存在特殊情形未进行债权转让通知或未办理转让登记，管理人应当披露原因及合理性，充分揭示风险，设置相应的权利完善措施进行风险缓释。

6.

现金流归集基础资产为债权的，原则上基础资产现金流应当由债务人直接回款至专项计划账户。

7.

风险自留原始权益人及其关联方应当比照银行信贷资产证券化的风险自留标准，认购一定比例的次级档证券。原始权益人资信状况良好的，可免于上述风险自留要求。符合条件且免于风险自留情形的，管理人应当充分披露未进行风险自留的原因及合理性，并揭示相关风险。

•

需关注的主要风险点

1、基础资产质量下沉

目前交易所允许采用储架发行，实务中多设计储架结构，也就是在申报时仅核查和披露虚拟池和首期发行的基础资产情况，后续各期发行前再具体筛选每期的真实池基础资产。虽然在申报的交易文件中会约定合格标准，但合格标准通常较为宽泛，更多地关注合法合规性方面，而未对基础资产的具体信用质地进行细致要求，真实池资产质量更多地依赖于发行前的筛选和尽调，而通常原始权益人在提供资产方面占据更大的主导权。对于信托贷款债权而言，由于可以实现真实转让和破产隔离，基础资产后续风险与原始权益人无关，原始权益人具有一定的逆向选择可能。一旦原始权益人不能对真实池资产进行严格把关，则可能出现真实池资产质量下降，或缺乏充分的信托贷款增信措施。也使得信托公司容易通道化，风险转嫁给投资人。目前该问题主要依靠交易所对基础资产把关来解决，目前要求基础资产影子评级在A+以上。

2、存量资产VS.新增资产

虽然该产品的本意是降低非标资产规模，理顺信托公司业务模式，但目前实务中存在不少的案例，并非拿存量的非标贷款进行证券化，而是打算用新签订信托贷款合同的方式开展业务，即在真实发行前签订信托贷款合同，生成资产，随即转给专项计划，成为非标转标。这其实是变相增加了非标业务规模，虽然在同一时点进行了标准化，但是底层债务人所承担的仍然是较高的非标融资成本，实际上还是增加了实体融资成本。而利差则作为差额收益被原始权益人通过次级认购获取，违背了政策本意。

3、增信措施的力度

由于交易结构比较简单，专项计划增级压力不大，同时信托公司为了出表，次级比例通常较低，实务中最低见到过100万人民币。交易所要求次级必须为原始权益人持有，但如果次级过薄，无法对优先级提供充足的保障。需要深入评估原始权益人的风控能力和底层债务人的信用资质，如果原始权益人风控薄弱，或底层债务人信用资质较差，次级过薄，优先级投资风险较高。

此外，有些结构引入保理作为原始权益人，由于市场上从事此类业务的商业保理公司通常主要做ABS通道，本身资金实力很弱，作为原始权益人需要承担的不合格资产赎回等义务，是否有履约能力，也存在一定疑问。

4、底层债务人的核查

目前实务中，基础资产的分散度不高，如主体评级为AA+的底层债务人，只要3个

即可满足分散度要求。而交易结构的简单性，决定了该产品其实主要还是看底层债务人的主体资质，应参照公司债对发行主体的尽职调查要求执行。但目前各家券商对底层重要债务人的核查要求，很少达到与公司债一样的高度，所以很有可能对底层债务人的核查不够充分。

5、通知义务

《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》要求：基础资产为债权的，应当按照有关法律规定将债权转让事项通知债务人。《合同法》规定：债权人转让权利的，应当通知债务人。未经通知，该转让对债务人不发生效力。交易结构中要注意约定通知债务人的时间点和格式内容。储架发行一般在真实池发行前才会通知债务人。

6、登记问题

信托贷款的转让要在人民银行动产登记系统及时登记，信托受益权的转让要在中国信托登记有限责任公司登记，才有公示作用和排他性。交易文件中要约定登记的时间点。此外，在筛选入池资产时，也应该在这两个系统中进行事前查询，确保入池资产没有权利负担。

7、现金流的闭环管理

资产证券化最核心的要关注现金流的路径，关注是否为闭环，现金流从债务人产生后直接归集到托管户，可以确保现金流不被混同和挪用，真正做到破产隔离。

本文源自读懂ABS