

臧运慧 兴业研究分析师

摘要：委贷新规对商业银行从事委托贷款业务的资金来源和资金投向做了明确规定，“受托管的他人资金”和“银行的授信资金”均不得用于发放委托贷款，这对涉及委托贷款的ABS交易结构产生一定影响，本文将重点研究在达成ABS业务诉求前提下如何完善交易结构。

委贷新规后，以“委贷+专项计划”双SPV的收费收益权ABS和“股+债”结构的类REITs影响最甚。前者系资产特定化需求和通道成本低而存在，可采用“信托+专项计划”模式代替，但成本略高；后者系节约企业所得税需求引入股少债多的结构，以委托贷款的形式将募集资金流向融资人，我们提出两种替代方案：单一资金信托替代私募基金和私募基金直接购买原始权益人持有的项目公司债权代替发放委托贷款，但前者需新增过桥资金成本，而后者需在构建原始债权债务关系时确定还款进度和利率水平，保证与证券端现金流匹配。

距征求意见稿发布3年后，中国银监会于2018年1月6日最终发布《商业银行委托贷款管理办法》（以下简称“委贷新规”），对商业银行从事委托贷款业务的资金来源和资金投向做了明确规定，“受托管的他人资金”和“银行的授信资金”均不得用于发放委托贷款，全面堵截“通道”业务。

图表 2：截至目前租赁公司发行委贷ABS统计

发起机构/原始权益人	产品简称	发行日期
远东国际租赁有限公司 (远东宏信(天津)融资租赁有限公司)	远东委 2017-2	2017/11/22
	远东电子 2017-1	2017/8/22
	远东委 2016-1	2016/5/6

存量委托贷款ABS主要是租赁公司作为原委托贷款债权人和原始权益人发行的产品，该委托贷款是基于其常规业务而形成的一笔存量债权资产，将其转让至专项计划发行的ABS产品。其资金来源一般是租赁公司的外部融资，以银行信贷资金为主，委贷新规对这一结构影响大。但截止目前仅远东租赁和平安租赁分别发行了3单，并非主流产品类型，委托贷款亦不是租赁公司的主要业务，因此委贷新规影响不大。

二、“委贷+专项计划” PK “信托+专项计划”

委贷+专项计划双SPV的收费收益权ABS，其底层资产实际上是收费收益权，常见的包括供水、供热、供电、公交收费、景区门票、电影票房、物业费、租金收入、酒店收入等。

1、为什么选择“委贷+专项计划”双SPV

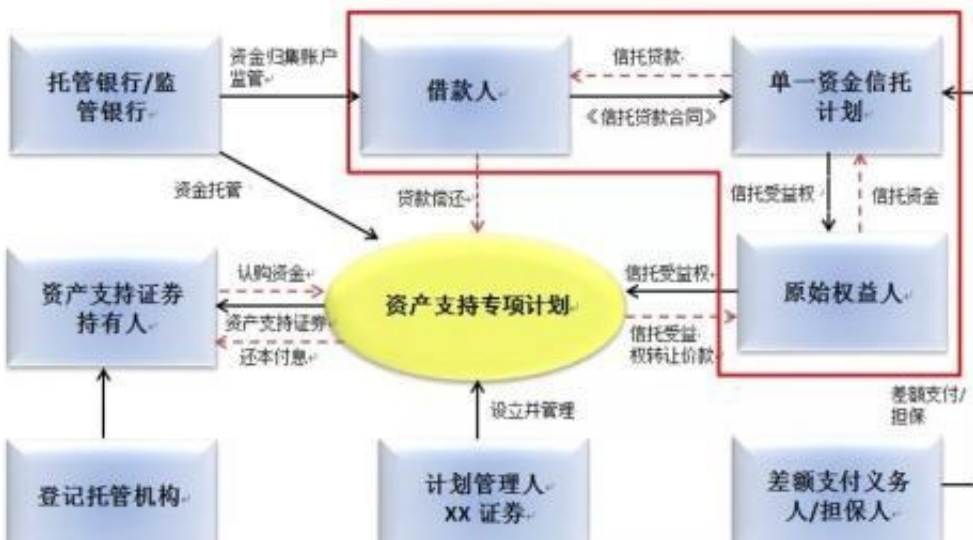
在早期发行的该类ABS产品，其实多数是直接以某一特定时期内某项收费权/收益权为基础资产发行的。2014年证监会（2014）49号文《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》明确规定“基础资产，是指符合法律法规规定，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产”。基于此，收费收益权在可特定化的资产质量层面出现了分化，供水、供电、供热、公交收费等公用事业类因现金流稳定、一般有特许经营权或专营权一般认为是质量相对较高的独立、可预测、可特定化的资产，而景区门票、电影票房、物业费、租金收入、酒店收入等均因为现金流较为不稳定、且无特许经营权/专营权等而被认为是资产质量相对较弱、特定化程度较低的资产。

后者若要进行证券化融资，则需要将特定化程度低的基础资产转化为特定化程度高的基础资产：

（1）构建债权类基础资产，满足现金流稳定、资产可特定化需求：原始权益人（融资人，一般是项目公司股东）对项目公司（借款人）发放委托贷款，由项目公司提供特定期间内的收费收益权作为质押，并根据ABS设计需要安排项目公司的还款节奏和利率水平。

（2）ABS计划管理人成立专项计划，募集资金用于向原始权益人购买委托贷款债权，以此发行ABS产品。

图表 4：“信托+专项计划”双SPV的收费收益权ABS交易结构



（1）通过信托计划构建信托受益权作为基础资产。原始权益人将资金委托至信托公司成立“单一资金信托”，信托财产用于向项目公司发放信托贷款，并由项目公司提供特定期间内的收费收益权作为质押，按照还款计划和约定利率水平进行还款。原始权益人作为信托受益人持有信托受益权。

(2) ABS计划管理人成立专项计划，募集资金向原始权益人购买信托受益权，以此发行ABS产品。

在当前监管条件下，后者顺利胜出，但由于单一资金信托需缴纳发行金额*1%的信托保障基金，通道成本较高，从而推高了融资人的整体融资成本。

三、“股+债”类REITs结构如何修正？

1、委贷新规如何影响“股+债”类REITs的结构？

类REITs结构设计中为了实现较大程度的避/节税，通常采用“股+债”的交易结构设计（设计细节可参见《兴业研究ABS报告：如何进行避（节）税的交易结构设计——看现有框架下类REITs如何起舞 20170719》），采用“专项计划持有私募基金份额，私募基金持有项目公司的股权+债权，项目公司持有不动产产权”的结构设计，其中：（1）选择私募基金作为通道的的原因系可少量实缴初始基金出资，待专项计划募集资金到位后，再实缴剩余出资，避免使用大量过桥资金；（2）私募基金通过向项目公司发放委托贷款实现将类REITs的绝大部分募集资金发放至项目公司，存续期降低企业所得税；（3）构建项目公司与融资人（项目公司原股东，原始权益人）之间的存量债务[1]，项目公司通过委托贷款获得ABS募集资金后，偿还该存量债务，使得募集资金最终流向融资人。

委贷新规后，由于私募基金向项目公司发放的委托贷款资金来源于ABS产品的募集资金系“受托管理的他人资金”，该交易结构已不再适用。

图表 6：“单一资金信托”代替“私募基金”



(2) 私募基金直接购买原始权益人持有的项目公司债权代替发放委托贷款

A、构建底层资产的流程和方法不变。

B、构建基础资产的流程和方法不变：设立私募基金，并由原始权益人实缴初始出资，以此购买项目公司股权。

C、以私募基金作为基础资产发行类REITs，募集资金到位后，购买原始权益人的基金份额，并实缴剩余出资。