

不良信贷资产证券化的前世今生

君合 NPL 法律评论系列之一

2016年2月14日，中国人民银行、国家发展和改革委员会等八部委联合发布《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，提出“在审慎稳妥的前提下，选择少数符合条件的金融机构探索开展不良资产证券化试点”，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和招商银行六家银行作为首批试点机构正式试点不良信贷资产证券化，试点总额度为500亿元。2016年5月26日，中国银行首单不良信贷资产证券化产品“中誉 2016 年第一期不良资产支持证券”和招商银行“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”成功发行，这标志着停摆八年的不良信贷资产证券化进入重启新阶段。笔者在此回顾我国在不同阶段对不良信贷资产证券化的实践尝试，以及相关法律规定的变化，以对我国不良信贷资产证券化的发展一窥究竟。

一、不良信贷资产证券化的基本含义

《中国银监会关于印发〈贷款风险分类指引〉的通知》（银监发[2007]54号）规定商业银行按照该指引，至少将贷款划分为正常、关注、次级、可疑和损失五类，后三类合称为不良贷款。不良信贷资产即是指银行持有的次级、可疑及损失类贷款以及资产管理公司收购或接管的不良贷款。

不良信贷资产证券化属于信贷资产证券化的一种，与普通信贷资产证券化相对应。我国的信贷资产证券化是指在我国境内，银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动。

二、不良信贷资产证券化的试点实践

我国于2005年开始信贷资产证券化试点，而在此之前，已有两家资产管理公司和一家商业银行进行了不良信贷资产证券化的尝试，分别是：2003年1月，中国信达资产管理公司与德意志银行签署了债权金额约20亿元的资产证券化和分包一揽子协议，由德意志银行在境外发债，这是我国首个在境外进行的不良资产证券化交易；2003年初，中国华融资产管理公司将132.5亿不良债权信托给中信信托，该项目被称为国内第一个准资产证券化方案；2004年4月，中国工商银行宁波分行将26.19亿不良债权信托给中诚信托。

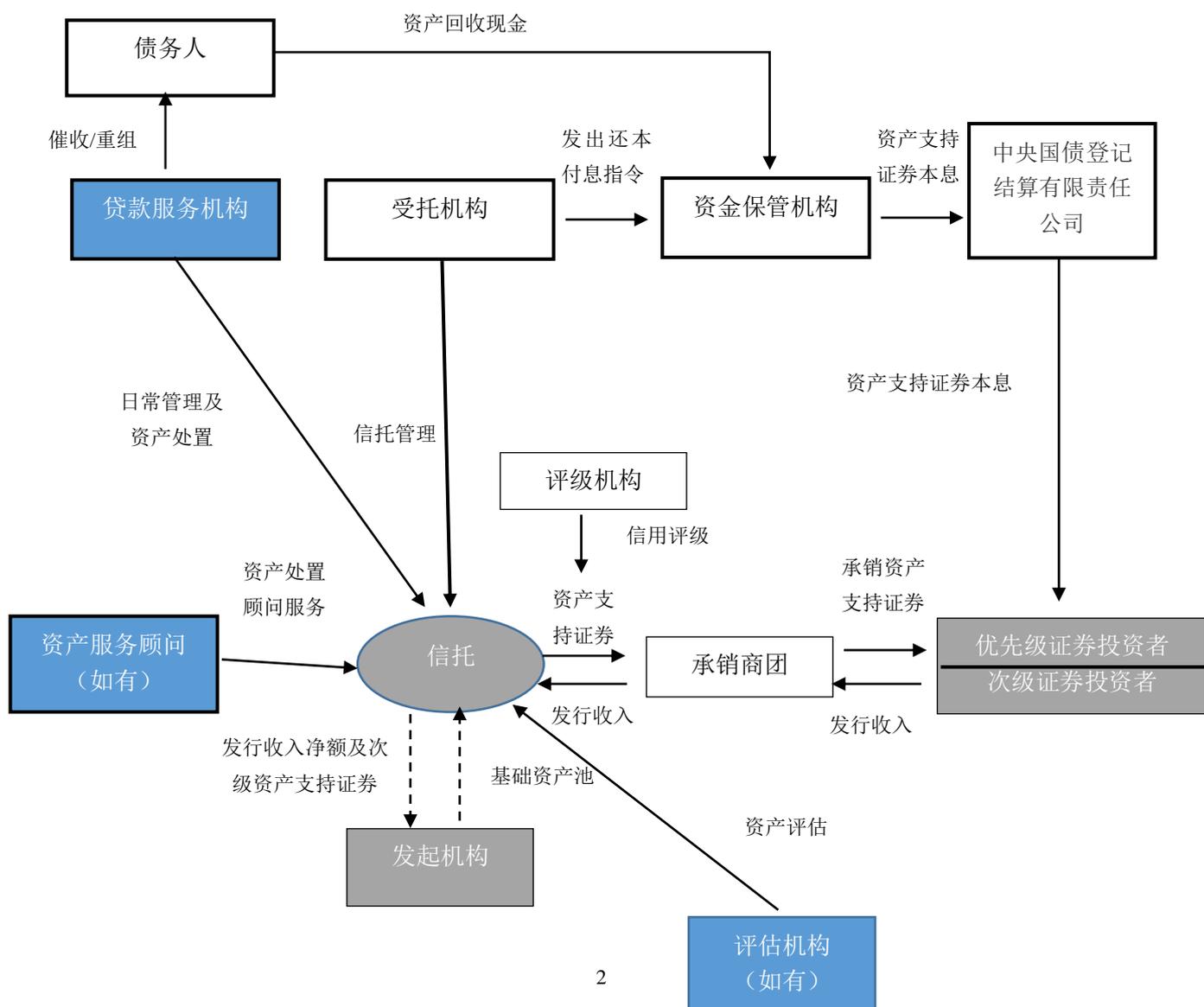
2005年4月20日，《信贷资产证券化试点管理办法》颁布并实施，标志着我国信贷资产证券化试点正式启动，随后，国家开发银行的“开元”信贷资产支持证券和建设银行的“建元”个人住房

抵押贷款支持证券在我国银行间市场顺利发行。但首批不良信贷资产证券化产品只有四单，分别为 2006 年由中国信达资产管理公司发行的“信元 2006-1 重整资产支持证券”、由中国东方资产管理公司发行的“东元 2006-1 重整资产支持证券”、2008 年由中国信达资产管理公司信达发行的“信元 2008-1 重整资产支持证券”、以及建设银行发行的“建元 2008-1 重整资产支持证券”。2008 年次贷危机引发全球金融危机，我国的不良信贷资产证券化于 2009 年停滞，直至本轮重启。

已发行的不良信贷资产证券化产品在交易结构上基本类似，主要包括作为发起机构的不良信贷资产持有方融资和证券投资者投资两大部分：一是不良信贷资产持有方将不良信贷资产信托给信托机构，信托机构设立信托计划，以信托财产为支持向投资者发行资产支持证券，承销商团将资产支持证券销售给投资者获得发行收入，发行收入净额最终交给发起机构，从而实现发起机构的融资；另一方面，不良信贷资产债务人偿还的债务本息进入独立信托账户，由信托机构对该账户内资金进行管理，并用于支付资产支持证券本息，从而实现投资功能。

三、不良信贷资产证券化交易的基本结构

不良信贷资产证券化交易基本结构图



四、不良信贷资产证券化法律框架及其发展变化

不良信贷资产证券化属于信贷资产证券化，因此适用信贷资产证券化的相关规定。

2005年4月20日，中国人民银行和银监会联合发布《信贷资产证券化试点管理办法》（下称“《试点办法》”），这是我国第一个有关信贷资产证券化的规定，标志着我国信贷资产证券化正式启动。2005年6月13日，中国人民银行出台《资产支持证券信息披露规则》，规范资产支持证券信息披露行为。2005年11月7日，银监会发布《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》（下称“《监督管理办法》”），对信贷资产证券化的市场准入、业务规则、风险管理、资本要求和监督管理机构等做了较为详细的规定。2007年8月21日，中国人民银行发布《信贷资产证券化基础资产池信息披露有关事项公告》，专门对信贷资产证券化基础资产池的信息披露做出了规定。这些规范性文件和《信托法》、《合同法》、《公司法》等法律一起为我国的信贷资产证券化试点搭建了一个基本的法律框架。然而，受次贷危机影响，试点工作于2009年中断。

2012年5月17日，中国人民银行、银监会和财政部联合发布《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，信贷资产证券化业务重启。2013年8月28日，国务院常务会议决定进一步扩大信贷资产证券化试点。但本次扩大试点优先选取优质信贷资产开展资产证券化，风险较大的资产不纳入试点范围。

2014年11月20日，银监会办公厅发布《关

于信贷资产证券化备案登记工作流程的通知》（下称“《备案登记流程》”），规定不再针对信贷资产证券化产品的发行进行逐笔审批。2015年3月26日，中国人民银行发布《关于信贷资产支持证券发行管理有关事宜的公告》（下称“《发行管理公告》”），简化了信贷资产支持证券发行管理的流程。

2016年2月14日，中国人民银行等八部委联合发布的《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》提出了在审慎稳妥的前提下，选择少数符合条件的金融机构探索开展不良资产证券化试点。2016年4月19日，银行间市场交易商协会发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引》。

综观上述规定，可以看出不良信贷资产证券化的相关规定有以下发展变化：

1、由核准制变为“银监会备案和央行注册”模式

(1) 对于开展信贷资产支持证券的相关主体资格的取得，2005年颁布的《试点办法》和《监督管理办法》规定，受托机构在全国银行间债券市场发行资产支持证券应当获得银监会的批准和中国人民银行的核准；未经银监会批准，金融机构不得作为信贷资产证券化发起机构或者特定目的信托受托机构从事信贷资产证券化业务活动。

但在2014年颁布的《备案登记流程》中，虽然重申了银行业金融机构开展信贷资产证券化业务仍应向银监会申请业务资格，但同时规定对已发行过信贷资产支持证券的银行业金融机构豁免资格审批。

2015 年的《发行管理公告》则将中国人民银行的核准制变更为注册制，规定已经取得监管部门相关业务资格、发行过信贷资产支持证券且能够按规定披露信息的受托机构和发起机构可以向中国人民银行申请注册，并在注册有效期内自主分期发行信贷资产支持证券。

(2) 对于信贷资产支持证券产品的发行，根据《监督管理办法》，银行业金融机构作为发起机构，将信贷资产信托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，应当由符合该办法第七条规定条件的银行业金融机构与获得特定目的信托受托机构资格的金融机构向银监会联合提出申请，并获得银监会的批准。即根据上述办法，信贷资产支持证券产品须由银监会逐笔审批。

而在《备案登记流程》中，则规定银行业金融机构只需在发行证券化产品前向银监会进行备案登记，无需再逐笔审批；并且，在备案过程中，银监会将针对发起机构的合规性进行考察，不再打开产品“资产包”对基础资产等具体发行方案进行审查。

并且，如前所述，《发行管理公告》亦明确，经中国人民银行注册的发起机构和受托机构在其注册有效期内可以自主分期发行信贷资产支持证券。

2、信息披露要求更加全面严格

银行间市场交易商协会于 2016 年 4 月 19 日发布的《不良贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》(下称“《指引》”)系立足于《资产支持证券信息披露规则》(中国人民银行公告[2005]第 14 号)和《信贷资产证券化基础资产池信息披露有关事项公告》(中国人民银行公告[2007]第 16 号)，针对不良信贷资产证券化的风险特点而制定。与银行间市场交易商协会 2015 年公布的《个人住房

抵押贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》、《个人汽车贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》、《棚户区改造项目贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》以及《个人消费贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》相比，本次《指引》具有以下特点：

(1) 为使投资者尽可能多地了解不良贷款的情况，充分反映不良贷款的风险，《指引》对不良贷款基础资产的信息披露做出详尽要求，包括：

a) 要求披露基础资产的筛选标准，包括但不限于债权合法有效性、贷款分类情况、贷款币种、单个借款人在发起机构的所有贷款是否全部入池等；特别对于单个借款人没有全部入池的资产，还要求披露未入池未偿本金余额、抵质押物是否重合(若有重合还应披露相应抵质押物顺位)等情况；

b) 要求披露与基础资产评估相关的尽职调查程序和方法、资产估值程序及回收预测依据，包括预计资产池回收情况时所采用的假设、具体步骤等；

c) 要求披露基础资产总体信息，包括但不限于入池资产笔数、金额与期限特征、入池资产抵(质)押特征、入池资产借款人特征、借款人基础信息、回收率预测及现金回收预测等信息，并要求对基础资产信息进行逐笔披露，包括就对公贷款主要披露贷款编号、未偿本息余额、地区、行业、担保方式等信息；就个人类贷款则披露贷款合同编号等。

(2) 不良信贷资产证券化的各参与机构的过往经验以及能力对项目的实施以及不良贷款的回收至关重要，为保护投资者利益，《指引》对参与机构的信息披露提出了更为全面和严格的要求，包

括：

a) 要求披露发起机构不良贷款情况，发起机构和贷款服务机构的不良贷款证券化相关经验和历史数据，资产服务顾问（如有）不良贷款证券化相关经验，以及资产池实际处置机构不良贷款处置经验及相关历史数据等，以使投资者更好地判断参与机构执行不良信贷资产证券化的能力；

b) 要求披露参与机构的选任标准和程序、各参与机构的名单、发起机构资产证券化业务管理办法、操作规程以及相关类型贷款管理办法摘要、贷款服务机构可能影响资产池后续管理质量的相关制度、受托机构对信托财产的投资管理安排以及资产处置机构不良贷款处置相关管理办法摘要等，此等要求有助于推动参与机构的规范管理。

(3) 对不良信贷资产支持证券存续期的信息披露做出要求：要求受托机构在证券存续期持续报告资产池整体表现情况、资产池现金流入和流出情况，资产池中处置中的贷款以及处置完毕的贷款情况，并对资产池未来表现情况做出预计。此等要求有助于投资者及时判断不良贷款资产支持

证券的风险。

本轮不良信贷资产证券化的首期产品已经落地，第二批产品亦有望在年内发行。在目前银行不良贷款率持续上升的背景下，重启不良信贷资产证券化，能有效降低银行不良贷款比率，优化银行资产负债结构，有利于分散银行业系统性风险，增强金融稳定。同时，需要看到的是，不良信贷资产证券化的交易结构复杂，参与主体多，对信息披露的要求高，基础资产因属不良而导致资产池现金流预测难度大，对投资者的风险辨识和 risk 承担能力的要求亦相对较高，这些都增加了此类资产证券化的操作难度。

目前我国有关不良信贷资产证券化的法律规定的层级都较低，我们希望立法部门能够尽快出台层级较高、统一、完善的相关法律法规，明确证券化过程中诸如特殊目的机构的绝对独立性和税务问题、真实出售、资产隔离、基础资产担保物权变更登记的有效性等技术性问题，以加快不良信贷资产证券化的规范发展，提高不良信贷资产的处置效率。

缪晴辉 合伙人 电话：86 20 2805 9066 邮箱地址：miaoqh@junhe.com

刘海英 合伙人 电话：86 20 2805 9063 邮箱地址：liuhy@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

