

联合资信深度解析中行 和招行不良资产证券化交易特点



2016/5/23

作者: 结构融资部

联合资信深度解析中行和招行不良资产证券化交易特点

作者：结构融资部

5月19日，中国银行“中誉2016年第一期不良资产支持证券”（以下简称“中誉一期”）和招商银行“和萃2016年第一期不良资产支持证券”（以下简称“和萃一期”）发行文件在中国债券信息网正式挂网，预计发行规模分别为3.01亿元和2.33亿元，其中中誉一期优先档证券和次级档证券占比分别为78%和22%，和萃一期优先档证券和次级档证券占比分别为80.69%和19.31%，根据联合资信的评级报告，联合资信均给予两单交易优先档证券AAA级的信用等级，次级档证券未予评级。上述两单产品的发行不仅意味着不良资产证券化在时隔八年正式重启，同时意味着将不良资产证券化的基础资产范围扩大至信用卡不良债权领域。

与一般信贷资产证券化项目关注入池资产的违约风险不同，不良资产证券化项目的基础资产本身就是已经违约的不良贷款，此时基础资产的关注点是如何预测不良贷款的回收金额和回收时间。根据项目特点，评级机构会采用不同的回收现金流估值方法。联合资信对中誉一期资产池采取逐笔估值方式，基于发起机构、评估机构、律师事务所以及会计师事务所提供的资料及意见，结合实地调查了解信息，对资产池进行估值。估值主要考虑因素包括：主债权及从债权的有效性、借款人及保证人经营情况和偿付意愿、债务人有效资产存续状况、抵/质押物或查封物的优先受偿权及变现价值、当前处置计划和处置阶段、当地经济及司法环境、其他财产线索或现金回收来源等。联合资信对和萃一期资产池采取历史静态池精算统计估值方式，主要基于以下信息：发起机构提供的入池资产信息和信用卡不良资产的历史回收记录。在上述信息的基础上，联合资信结合现场调查了解到的具体催收过程和催收管理方式，通过对信用卡不良资产历史回收数据的分析，对比资产池和历史数据的特征，对资产池回收金额进行估值。

中誉一期交易特点

基础资产方面，中誉一期共涉及 42 户借款人的 72 笔不良贷款，资产池未偿本息余额合计为 123256.20 万元，其中次级类贷款占比为 96.69%，可疑类贷款占比为 3.31%；资产池中附带抵/质押担保的不良贷款未偿本息余额占比为 81.19%，该类不良贷款回收率相对较高，这有助于提高资产池的现金流回收预期；该交易在过渡期内已有一户借款人实现现金回收 15457.19 万元，这有助于优先档证券的较快兑付和首期流动性储备账户的补充，有效降低了证券兑付风险和流动性风险；资产池中前三大借款人的预测回收金额占全部预测回收金额的 56.62%，入池贷款全部来自于山东省，借款人和地区集中度较高。

交易结构方面，中誉一期设计了优先档证券和次级档证券两层的简单分层结构，原因在于不良贷款回收金额和回收时间不确定性大，简单的分层结构可以缓解证券兑付风险；中誉一期优先档和次级档证券本金采用过手方式偿还，优先档证券利息支付频率为半年，而普通 CLO 一般按季支付，原因在于不良贷款处置回收不确定性较大，按半年支付可以缓释优先档证券利息支付面临的流动性风险；中誉一期信托账户项下设置回收款账户、处置费用账户和可分配现金账户三个二级分账户，证券本息兑付资金均来源于可分配现金账户；中誉一期设置了流动性储备账户，该账户的设立能够有效缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险；中誉一期设置了违约事件和流动性支持触发事件，未设置加速清偿事件，违约事件触发后将引致现金流支付顺序的重新安排，流动性支持触发事件发生后，流动性支持机构将对优先档证券当期应付利息进行差额补足，此处流动性支持机构由根据资产支持证券发行结果确定的除发起机构以外的、信托设立时的次级档资产支持证券持有人担任；中誉一期由发起机构中国银行担任贷款服务机构，次级档证券持有人担任资产服务顾问，贷款服务机构可以获得支付完毕次级档证券固定资金成本后剩余金额的 80% 资金作为超额奖励服务费。联合资信认为，本次交易中“贷款服务机构-资产服务顾问”的监督约束机制以及超额回收后对贷款服务机构的奖励机制，能够较好地保障贷款服务机构在清收不良贷款过程中能够勤勉尽责，最大化地提高回收水平。

法律方面，中誉一期入池资产的担保权利包括土地使用权、房屋、生产设备、动产的抵押权，质押物为应收账款的质权和保证债权，根据《物权法》的

规定，在信托设立时，抵押权/质权在主债权转移时一并转移给受托人，未办理相应的抵押权/质权转移登记不影响受托人取得抵押权/质权，但未办理转移登记的不得对抗善意第三人。为控制善意第三人风险，交易文件约定，就尚未进入司法程序或担保物不涉及查封、扣押等情况的标的债权资产而言，委托人和受托人认为办理抵押权/质权的转移登记手续最有利于标的债权资产回收或发生贷款服务机构解任事件、贷款服务机构主体长期信用等级低于必备评级，则应在约定期限内办理抵押权/质权转移登记；对已进入司法程序或担保物涉及查封、扣押等情形的，或因登记机关或其他原因而无法办理完毕抵押权/质权的转移登记，则受托人应以最有利于回收标的债权资产的原则处理抵押权/质权相关事宜。

发行定价方面，交易文件中约定，如在优先档证券的预期到期日没有偿付完毕优先档证券的本金，则自预期到期日起，优先档证券的票面利率将上浮 50bp，该安排对优先档证券投资者给予了一定的利息补偿，有利于优先档证券的成功发行；次级档证券不设票面利率，在次级档证券本金偿付完毕后获得预期年化收益率 13% 的固定资金成本，并将获得扣除贷款服务机构应得的超额奖励服务费之后的剩余收益。

信息披露方面，中誉一期是 2016 年 4 月 19 日中国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（试行）》（以下简称《指引》）之后发行的首单不良资产支持证券。《指引》中要求披露：发起机构及为证券化提供服务的机构相关经验及历史数据；基础资产价值评估相关的尽职调查程序及方法、资产估值程序及回收预测依据；披露逐笔基础资产信息等。从中誉一期的信息披露来看，发行说明书对以上信息均进行了详细披露，有助于投资者全面了解不良资产支持证券的基础资产、交易结构、估值过程等信息，更好地识别风险。

和萃一期交易特点

不同于以往市场发行的不良资产支持证券，本项目为市场上首单信用卡不良资产证券化项目，具有开创意义。首先，为银行不良信用卡债权处置开拓了

一条新的渠道。从以往经验来看，对此类个人不良信用卡债权，银行不能批量转让给 AMC，只能自行处置，而本项目不但实现银行将所持有的个人信用卡债权转让，也实现了不良资产出表的目的。在当前形势下，这对银行降低不良率具有一定意义。其次，以信用卡不良作为基础资产，部分缓解了不良资产证券化项目中的估值难题和证券兑付流动性风险。相较以不良对公贷款作为基础资产的证券化项目，不良信用卡债权具有入池数量大、借款人分散性极好，地区集中度低等优势。根据国内银行以往回收经验，不良信用卡债权的未来现金流回收具有一定的稳定性，且呈现出前高后低，快速衰减的特点。基于这些特点，对现金流预测的难度有所降低，现金流回收率波动性会较小，有助于保障优先档证券本息的兑付。

基础资产方面，和萃一期封包日为 2016 年 2 月 1 日，入池 60007 笔不良信用卡债权，本金余额 150905.98 万元，本息余额 209769.75 万元。入池债权全部为信用类，贷款五级分类分布情况为次级类本息余额占比 15.02%，可疑类本息余额占比 31.91%，损失类本息余额占比 53.07%。从未偿本息余额分布来看，5 万元及以下本息余额占比 36.08%，5 至 10（含）万元区间本息余额占比 30.67%，借款人平均本息余额 3.5 万元，本息余额相对不高，有利于不良债权的回收。从逾期时间分布来看，逾期 3（含）至 6（含）个月的本息余额占比 54.31%，入池债权的逾期时间较短，从而在一定程度上保证后期现金流回收的规模和稳定性；借款人所在地区分布相对较分散，地区集中度风险较小，其中本息余额占比超过 5% 的城市仅有深圳（8.13%）、上海（6.02%）、广州（5.86%）三地。

交易结构方面，具有以下几个特点：第一，设置 2016 年 2 月至 2016 年 5 月期间 4 个月的过渡期。适当的过渡期在不良资产证券化项目设计中非常重要，过渡期内累积的现金流有助于对后期尤其是第一期证券的支付，有助于缓释证券兑付的信用风险和流动性风险；本项目因基础资产为不良信用卡债权，在过渡期内预计能产生稳定而具有一定规模的回收现金流。第二，优先档证券在清偿完毕之前，将每半年偿付利息和本金，优先档证券清偿完毕之后，每季度偿付次级档证券本金和收益，相对正常类资产证券化项目，较低的偿付频率也是不良资产证券化项目的特点，本项目中该偿付频率的设置结合信用卡不良

债权回收的特点，能够较好地缓释流动性风险。第三，在交易账户的设置上，本项目设置了信托收款账户、信托付款账户和信托（流动性）储备账户，其中流动性储备金账户中要求在一定情况下存放必备流动性储备金额。具体而言，在发生违约事件、优先档证券偿付完毕或信托终止之前，流动性储备金账户必备流动性储备金额为下一期税收、发行费用、各参与机构报酬、部分费用支出、部分执行费用和优先档证券利息之总和的 1.5 倍。流动性储备金账户结合合理的偿付频率设计，保证在个别期间资金回收不足的情况下，也可支付证券利息，提升证券结构的安全性。第四，在执行费用（执行费用主要为贷款服务机构垫付给外包公司的催收费用）的支付上，交易结构中将执行费用分为 25% 和 75% 的比例，支付顺序分别在优先档证券利息支付之前和之后，在一定程度上保护了优先档证券利息的支付。

另外，在交易结构设计方面，除了优先/次级结构、流动性储备账户的设置，因为本身结构相对简单未设置加速清偿事件，但设置了违约事件这一触发事件，违约事件触发后将引致现金流支付顺序的重新安排。在对贷款服务机构的激励机制设计方面，该项目将贷款服务机构报酬分为固定和浮动两部分，固定部分一般可在证券本金支付前得到支付，而浮动部分在次级档证券收益得到限额内支付后，贷款服务机构同次级投资者按各自比例享有剩余部分，该激励机制的设置有利于调动贷款服务机构尽职履则积极性，有利于资产池整体回收最大化。

展望

随着经济下行压力持续，银行体系的不良贷款规模持续上升，截至 2015 年底，中国商业银行不良贷款余额和不良率分别达到 12744 亿元和 1.67%。不良资产资产证券化试点的重启为银行开辟了新的不良资产处置渠道，此次中誉一期和和萃一期的发行为银行开展不良资产证券化业务提供了良好的实践经验，我们预计未来一段时间，不良资产支持证券发起机构、发行规模和基础资产类型将得到扩大和丰富。