



2018年10月9日

## 汽车贷款类资产的证券化

### ——汽车资产证券化详解系列之一

朱俊 | 盛况 | 黄茜茜

#### 一、汽车资产与证券化产品

随着生活水平的提高，汽车日益成为日常生活中人们较为依赖的资产。当下中国正处于消费升级的大环境中，汽车不但成为人们用以赚钱的生产工具（以商用车为主），也成为提高生活水平的标准（以乘用车为主），是居民消费升级环节的重要组成部分。在过去，人们往往通过直接购买汽车获得汽车的所有权以使用汽车，近期以来，随着新经济的发展与创新以及消费者更为开放的车辆拥有和使用态度，人们的消费习惯也在发生变化，不少消费者在购买汽车时，已经从原来的全款支付方式改变为了贷款分期买车的方式，还有越来越多的人通过汽车融资租赁、汽车租赁、汽车分时租赁、网络约车等多种途径和方式获得汽车的所有权或使用权。

上述需求推动了中国汽车金融和用车市场的快速发展和变革。就汽车金融的提供者而言，随着各类互联网车辆交易和融资平台的兴起，汽车金融市场的参与者从传统的商业银行、汽车金融公司迅速扩展至互联网金融平台以及互联网汽车电商所属的小额贷款公司、融资租赁公司等新兴力量。在用车市场方面，除了滴滴、神州优车、首汽约车等大型网络约车平台，包括途歌，小马用车、立刻出行等共享汽车平台也发展迅速。随着线下和线上二手车交易平台的扩大，汽车金融的融资对象也从新车迅速扩展至二手车。

由于汽车行业本身属于资本密集型行业，对于上述汽车金融提供者和用车平台而言，获取大额低成本的融资是公司平台和平台迅速发展和扩大规模的重要支持因素。除了传统的股本融资，银行贷款和发行债券之外，资产证券化也成为日益重要的融资方式。相比传统的债权融资方式而言，资产证券化以资产评级代替主体评级，能够突出体现企业生产和管理资产的能力。对于商业银行、汽车金融公司等金融机构而言，通过资产证券化的方式不但可以获得融资资金，还可以改善其资本结构，优化财务报表。此外，近些年随着资产证券化产品的监管规则的发展与完善，监管机构也在一直通过资产证券化产品鼓励和推动汽车金融市场的发展。例如，银保监会（原银监会）在2014年对信贷资产证券化的审核方式进行了改革，从审核变更为备案；人民银行在2015年3月也颁布了信贷资产证券化的注册发行制度，在新的备案及注册制度的鼓励下，以商业银行、汽车金融公司为代表的发放汽车贷款的金融机构发行资产证券化产品的流程大大缩短，促成了近些年汽车贷款资产证券化产品发行量的大幅度提升，使得资产证券化融资成为汽车金融公司等金融机构的主流融资渠道。

基于汽车资产本身的以下特点，汽车资产作为资产证券化的基础资产可为证券化产品提供较高的资产安全性以及稳定性，从市场上已发行的汽车资产证券化产品来看，该类产品获得了市场上很多投资人的青睐。

- 汽车资产通常具备小额分散的特点；
- 汽车资产的广泛发展能够体现的居民消费升级的效果，符合国家的产业政策；
- 汽车资产中涉及到个人购买或租赁的汽车，汽车的物权在汽车资产的融资环节中能起到直接或间接的增信效果；
- 汽车市场成熟，汽车资产具有比较好的流通性。

## 二、 汽车资产的类别

就本系列文章而言，我们理解的汽车资产包括基于机动车（包括商用车与乘用车）的购买融资、租赁、使用所形成的各类债权资产和应收款资产。

由于车辆的使用、购买和融资交易结构的不同会涉及不同的底层交易法律关系，从而形成不同类型的基础资产，包括：

- **汽车贷款资产：**通常是指，贷款人向借款人发放的用于购买汽车的贷款。汽车贷款资产为目前汽车金融市场上的主流资产，我们将在本文中针对汽车贷款进行具体分析。
- **汽车融资租赁资产：**通常是指融资租赁公司就汽车的融资租赁业务而基于融资租赁合同要求承租人支付融资租赁租金、回购价款或其他应付款项的债权。
- **汽车租赁资产：**即指，除融资租赁外，在车辆的租赁过程中形成的，出租人基于租赁合同要求承租人支付租金或其他应付款项的债权。相比融资租赁而言，该类租赁在会计上一般被认定为经营性租赁。
- **其他应收款资产：**包括在车辆出售、出租以及用车过程中形成的其他应收账款，如购买新车或二手车的过程中形成的应付购车款、约车平台为客户提供用车服务形成的应收款等。

我们拟通过本系列的相关文章就如何以不同类型的汽车资产作为基础资产发行资产证券化产品进行分析。本文是本系列的第一篇，拟以汽车资产中最传统的汽车贷款资产作为基础资产发行资产证券化进行详细分析。

## 三、 汽车贷款资产的要素

### （一）车贷的定义和资产类别

汽车贷款，简称“车贷”，通常是指贷款人向借款人发放的用于购买汽车的贷款。

商业银行、农村合作银行、农村信用社及获准经营汽车贷款业务的非银行金融机构的汽车贷款业务适用《汽车贷款管理办法》（中国人民银行、中国银行业监督管理委员会令[2017]第2号）（“《汽车贷款管理办法》”）的规定。该办法定义的汽车贷款是指贷款人向借款人发放的用于购买汽车（含二手车）的贷款，包括为个人购买汽车提供融资的个人汽车贷款、为经

销商购买库存车辆提供融资的经销商汽车贷款，为法人和其他经济组织购买汽车提供融资的机构汽车贷款。

据我们了解，在较发达的美国债券市场中，发行的资产证券化产品的基础资产中既包括个人汽车贷款，也有经销商汽车贷款以及机构汽车贷款等。但是，目前国内发行的资产证券化产品中的基础资产基本上都是个人汽车贷款。我们理解部分原因在于目前国内证券化市场的投资人主要为传统金融机构，投资风险偏好相对保守，更有利于保值的投资产品往往会更加获得该类投资人的青睐。而且，相比性质更偏重于机构间贷款的机构汽车贷款以及经销商汽车贷款，个人汽车贷款与居民消费更加密切，更加具备“小额分散”的特定（个人汽车贷款一般以单个居民购买车辆汽车作为融资目的）。基于上述原因，以个人汽车贷款作为基础资产发行的资产证券化产品成为目前市场上发行的主流汽车资产证券化产品。本文将重点针对个人汽车贷款进行对应的分析。

## （二）车贷的贷款人

放贷业务是一项需要经过特别许可的持牌经营业务。因此车贷业务中的贷款人通常是持贷款业务经营牌照的金融机构(包括商业银行、农村合作银行、农村信用社、汽车金融公司和信托公司等)和类金融机构。

在目前市场中，汽车贷款的发放机构主要为银保监会监管的汽车金融公司以及商业银行。

目前市场上也有一些专业的助贷机构联合特定的资金方，通过具有发放贷款资质的金融机构（如信托公司）向个人借款人发放汽车贷款。该模式一般被称为“资金方+专业汽车资产管理机构（助贷机构）”的模式，其以“晋城银行+灿谷”为代表，目前在汽车金融市场中也占据着重要的地位。在该模式中，资金方借助助贷机构提供的外包服务实现投资汽车金融领域的目的。一般而言，该类专业的助贷机构虽然并非发放贷款的资质，但其通过线下服务结合大数据的技术手段提供与车贷资产相关的专业服务（包括但不限于线下获客、贷款审查、借款人信用评估、担保相关手续完善、贷后管理与催收等），在金融机构快速拓展车贷业务中起着重要的作用。除了提供车贷相关服务外，也有助贷机构以自有资金通过信托贷款的方式向借款人提供车贷从而成为车贷的实际出资人。

## （三）车贷的期限

就商业银行、农村合作银行、农村信用社及获准经营汽车贷款业务的非银行金融机构提供的汽车贷款，根据《汽车贷款管理办法》，汽车贷款的贷款期限（含展期）不得超过5年，其中，二手车贷款的贷款期限（含展期）不得超过3年。除上述机构外，据我们了解，其他金融机构或类金融机构（如信托公司）虽然并非直接受限于上述规定，但其在实际业务过程中也会参考该规定的要求对汽车贷款的期限进行限制。

## （四）车贷的担保

就商业银行、农村合作银行、农村信用社及获准经营汽车贷款业务的非银行金融机构提供的汽车贷款，根据《汽车贷款管理办法》的规定，“贷款人发放汽车贷款，应要求借款人提供所购汽车抵押或其他有效担保。经贷款人审查、评估，确认借款人信用良好，确能偿还贷款的，

可以不提供担保。”因此，车贷的担保措施可以为所购车辆上设置的抵押或其他有效担保（如第三方保证），在借款人信用良好的情况下也可以不要求担保。

目前绝大多数的金融机构发放的贷款均要求个人将所购买的汽车进行抵押以担保汽车贷款的还款义务。根据《中华人民共和国物权法》的规定，船舶、航空器和机动车等物权的设立、变更、转让和消灭，未经登记，不得对抗善意第三人。进一步而言，根据《机动车登记规定》（公安部令第124号），机动车所有人将机动车作为抵押物抵押的，应当向登记地车辆管理所申请抵押登记。综合上述，在机动车上设立的抵押担保未经登记不得对抗善意第三人，抵押登记手续应当向对应的车辆管理所（“车管所”）申请办理。在实践中，由于各地区车管所的登记流程所需的时间以及手续会略有不同，有些贷款人也会考虑在未办理完毕抵押登记手续的情况下先向借款人发放贷款，将抵押登记手续完毕作为贷款后期条件。

#### 四、 如何用车贷作为基础资产发行资产证券化融资产品

如前文所述，以车贷中的个人汽车贷款为参考，目前该类资产主要是金融机构（商业银行以及汽车金融公司）向个人发放的购买车辆的贷款。根据现有关于资产证券化产品相关的适用法律法规，商业银行和汽车金融公司均受银保监会监管，其持有的车贷一般属于信贷资产，该类资产原则上只能作为银行间债券市场发行的信贷资产证券化的基础资产。

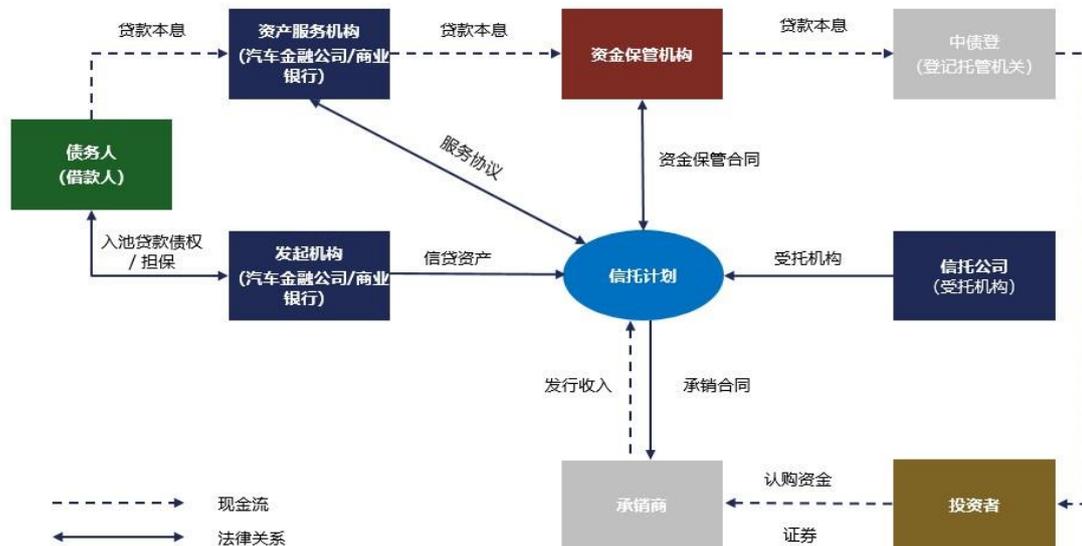
以车贷为基础发行信贷资产证券化产品，在银行间债券市场已有10年的历史。在2008年，我国第一单汽车贷款资产支持证券——通元2008年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券发行，发行规模为19.93亿元。自2014年开始，各大汽车金融公司相继开始发起汽车贷款资产证券化产品，该类产品的规模不断扩大。2014年全年，汽车贷款资产证券化产品的发行总额为77.96亿元，而2018年上半年汽车贷款资产证券化产品的发行总额即已达到了372.86亿元，其规模扩大了接近5倍。此外，汽车贷款资产证券化产品占银行间信贷资产证券化产品的比重也在不断上升，2014年汽车贷款资产证券化产品发行总额占银行间信贷资产证券化产品发行总额的比例不到10%，而在2018年上半年，汽车贷款资产证券化产品发行总额占银行间信贷资产证券化产品新发行产品总额的比例达到了12.22%。截至目前，汽车贷款资产证券化产品已经成为银行间信贷资产证券化产品的重要组成部分。

此外，如前文所述，除了金融机构直接发放的车贷外，目前市场上也有不少助贷机构以自有资金或资金方提供的资金通过信托计划向借款人发放车贷，该种类型的资产往往以助贷机构或资金方持有的信托受益权的形式体现。在此情况下，信托受益权的持有人可以将信托收益权作为基础资产参与发行企业资产证券化产品或者资产支持票据产品(ABN)，据我们目前查询到的市场案例，已有不少助贷机构通过该种方式参与企业资产证券化产品交易。

鉴于上述情况涉及到不同种类的资产证券化产品，而对应资产证券化产品的交易结构以及监管要求各不完全相同，我们将在本文中参考目前市场上已发行产品的案例，具体分析**金融机构以车贷为信贷资产发行的信贷资产证券化产品**以及**助贷机构以底层资产为车贷的信托受益权发行的企业资产证券化产品**【助贷机构或其他非金融企业的资金方同样可以此资产发行资产支持票据，除交易结构中的发行主体（即SPV）不同外，其他要求基本类似于企业资产证券化的交易，在此不再赘述】。

## (一) 金融机构以车贷为信贷资产发行的信贷资产证券化产品

### 1. 交易结构



### 2. 交易概述

- (1) 由金融机构（商业银行或汽车金融公司）作为发起机构将资产委托给受托机构，由受托机构设立信托计划；
- (2) 受托机构作为信托计划的受托管理人，委任服务机构针对资产的管理等事项提供对应的服务，同时委任资金保管银行开设信托专户用于归集属于信托计划的现金流回收款；
- (3) 信托计划作为发行人向投资者发行信贷资产支持证券，并将募集资金转付给发起机构；
- (4) 资产服务机构及受托机构定期归集基础资产产生的现金流，并基于上述现金流向投资者兑付信贷资产支持证券的本金及收益。

### 3. 交易关注点

#### (1) 备案及注册流程

作为银保监会以及人民银行监管的信贷资产证券化产品，在发行前一般需要完成如下步骤：(1)若发起机构（即汽车贷款资产的持有方）未发行过信贷资产证券化产品，则应当先向银保监会申请业务资格；(2)针对拟发行的产品本身，发起机构与受托机构（即信托公司）需要联合向银保监会提交发行该产品的备案材料；(3)完成银保监会的备案手续后，发起机构与受托机构应当向人民银行申请该产品的注册；(4)人民银行接受注册后，在注册有效期内，受托机构和发起机构可自主选择信贷资产支持证券发行时机，在按有关规定进行产品发行信息披露前5个工作日，将最终的发行说明书、评级报告及所有最终的相关法律文件和信贷资产支持证券发行登记表送人民银行备案。

## (2) 担保转移

如前文所述，车贷资产一般附有车辆的抵押担保。由于各地区车管所的登记手续不同，一般而言，在信托计划设立之初不会安排将车贷所附的抵押担保登记的抵押权人改为信托计划，而是在发生对应的风险事件（一般设置为权利完善事件）后才安排办理对应的抵押变更登记。

## (3) 黑池与红池

由于车贷的金额较低、分散性较高，且金融机构提供新增资产的能力较强，在向银保监会及人民银行申请发行信贷资产证券化产品的过程中，为确保资产质量以及控制审批及备案流程的时间成本，往往会安排金融机构提供具有同质化的不同资产池（黑池与红池），以其中一个资产池作为参考基础向监管进行申报，而另一个资产池作为实际发行产品时转让给信托计划的信贷资产。

## (4) 兑付频率

考虑到单笔入池资产的金额在整个资产池余额中占比较小，因此入池资产的贷款比数较多，而各贷款的到期时间均不相同，为避免资金沉淀所带来的成本，一般信托计划发行的信贷资产支持证券的兑付频率相对其他信贷资产支持证券要较高（如按月兑付）。

## (5) 现金储备机制

为对资产证券化产品进行增信，在一些产品发行设立前，会安排作为发起机构的汽车金融公司将一部分资金（发起机构可单独支付该部分自有资金，或直接从募集资金中预留部分）存放于信托账户中，为信贷资产支持证券的兑付提供类似于保证金的增信效果，用以缓释资产池出现流动性短缺的风险。

## (6) 循环购买

如入池资产的期限各不相同，考虑到金融机构可以持续提供新增的车贷资产，为匹配发行的信贷资产证券的期限，可在信托层面会设置循环购买安排，由信托计划以未分配的资金向金融机构持续购买符合标准的车贷资产。

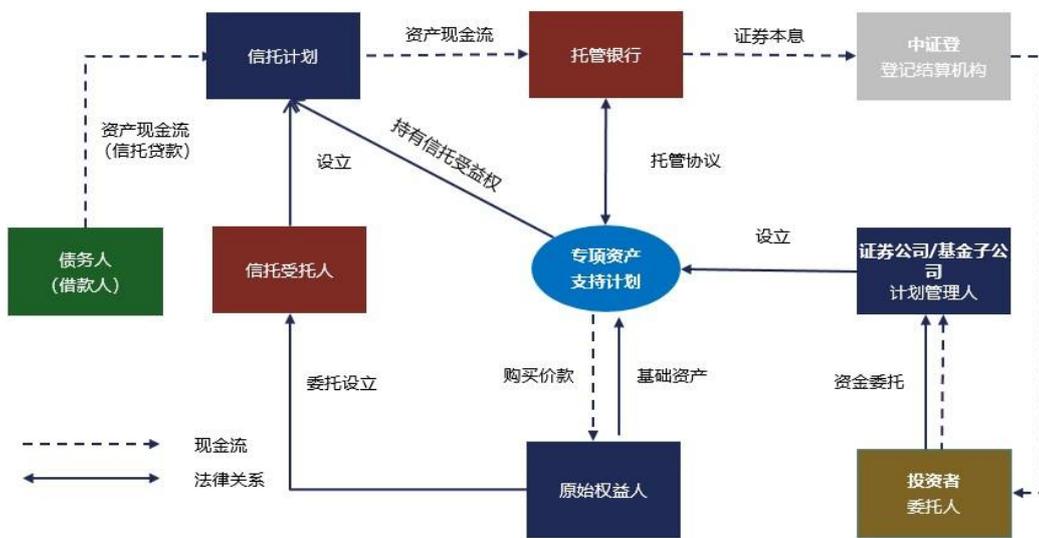
## (7) 评级安排

以车贷为基础资产发行的信贷资产证券化产品中，不少都引入了国际评级。这一方面是由于，外资汽车金融公司（如大众汽车金融、现代汽车金融、奔驰汽车金融等等）是目前市场上发行该类产品的的主力，其国际上具有一定的知名度与认可度，其集团具有国际主体评级的基础。另一方面来看，由于汽车贷款资产证券化产品在国际上的认可程度相对较高，在发行时往往也会向需要国际评级的外资金融机构和境外投资人推广。随着“债券通（北向通）”（即：香港和其他国家、地区的境外投资者通过香港与内地机构之间在交易、托管、结算等方面互联互通的机制投资于内地银行间债券市场）的上线运行，银行间债券市场引入境外投资者，因此，对于在银行间债券市场发行的汽车贷款资产支持证券产品而言，其债券销售渠道进一步拓宽。2017年8

月，福元 2017 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券成为首单通过“债券通（北向通）”引入境外投资者的汽车贷款资产支持证券成功发行先例。相较于其他同类型汽车贷款资产支持证券，福元 2017 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券的显著差异点在于采用了双评级的方式引入了国际评级，即：由境内评级机构和国际评级机构同时对发行人或所发行债券进行评级并各自出具独立的评级报告。采用境内评级机构和国际评级机构双评级的方式，有助于资产支持证券向境外投资者的推广。

## （二）助贷机构（或其他资金方）以底层资产为车贷的信托受益权发行的企业资产证券化产品

### 1. 交易结构



### 2. 交易概述

- (1) 由计划管理人向投资者发行资产支持证券并募集资金，并利用募集资金设立专项资产支持计划（“专项计划”）；
- (2) 专项计划以募集资金向原始权益人（助贷机构或其他资金方）购买作为基础资产的信托受益权；
- (3) 计划管理人作为专项计划的管理人，委任助贷机构作为资产服务机构针对基础资产以及底层资产的管理等事项提供对应的服务，同时委任托管银行开设专项计划专户用于归集属于专项计划的现金流回收款；
- (4) 资产服务机构及计划管理人定期归集基础资产产生的现金流，并基于上述现金流向投资者兑付资产支持证券的本金及收益。

### 3. 交易关注点

#### (1) 审核流程

作为证监会以及交易所监管的企业资产证券化产品，在发行前一般需要完成如下步骤：(1)由计划管理人向交易所提交与产品相关的申报材料；(2)交易所审核后视情

况进行处理，一般情况下会针对申报材料以及相关产品本身提出反馈意见；(3)计划管理人协调各方针对反馈意见进行答复，并将更新后的申报材料提交给交易所审核；(4)交易所如无进一步意见，则可安排发出无异议函，计划管理人收到无异议函后，可在有效期内自主选择发行时机。

## (2) 原始权益人的资质

根据企业资产证券化的相关规定，原始权益人是指按照约定向专项计划转移其合法拥有的基础资产以获得资金的主体。在本交易结构中，车贷本质上是以信托贷款的形式体现，而原始权益人为信托计划的受益人。因此，原始权益人的主要任务即为向受托人提供委托资金以设立信托计划，只要其合法将委托资金提供给受托人并获得了信托计划的信托受益权，即具有作为原始权益人的资质。在此情况下，原始权益人既可为助贷机构本身（以自有资金作为委托资金），也可为助贷机构安排的其他资金方，具体可以根据项目的实际情况由助贷机构与其他参与方协商确定。

## (3) 基础资产以及底层资产的核查

虽然基础资产是信托计划的信托收益权，但穿透至底层来看，本交易结构的主要现金流来源为车贷项下借款人的还款责任。因此，在尽职调查阶段，除了需要针对信托计划本身进行调查外，还需要针对底层的各笔信托贷款的情况进行充分的尽职调查（包括但不限于审查信托计划发放贷款的贷款协议以及配套的担保文件等）。

## (4) 担保转让

由于基础资产为底层信托计划的信托受益权，而贷款通过信托计划发放，如果借款人针对车贷提供担保，则该类担保将由信托计划持有，在信托受益权转让给专项计划的情况下，车贷所附的担保权益无需转让给专项计划，信托受托人已为专项计划的利益代其持有担保权益。

## (5) 资产服务机构的安排

鉴于本交易结构中将设立两层 SPV（发行信托贷款所需的信托计划以及发行资产支持证券所需的专项计划），一般而言，由于底层信托计划具有信托受托人作为专业的管理人，专项计划层面无需再单独委派资产服务机构。但考虑到助贷机构在资产的形成及管理过程中承担着重要的作用，为了产品的安全性考虑，助贷机构仍应当担任专项计划的资产服务机构对底层资产进行管理。

## ● 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与**朱俊律师**（+ 8610-8525 4690; [jun.zhu@hankunlaw.com](mailto:jun.zhu@hankunlaw.com)）联系。