



汽车融资租赁资产证券化

——汽车资产证券化详解系列之二

朱俊 | 盛况 | 黄茜茜

本文是汽车资产证券化详解系列的第二篇。如本系列第一篇中所介绍，在目前的汽车金融市场中，除了个人通过贷款的方式购买车辆以获得车辆的使用权外，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。

在众多的汽车金融产品中，融资租赁是集融资与融物、贸易与技术更新于一体的金融产品，在促进消费增长、完善金融市场及优化融资结构等方面具有独特的优势。与传统的金融机构（如发放汽车贷款的商业银行以及汽车金融公司）汽车消费信贷业务相比，汽车融资租赁方式具有更灵活、更高效的特点。特别是，近年来随着互联网新经济企业的参与，汽车金融市场有了更强大的数据风控体系以及技术基础作为支持，给传统的汽车融资租赁公司带来了更多的商机和机遇。另外，从牌照取得难度来看，获取融资租赁牌照也比获取汽车贷款相关的金融牌照容易，从牌照监管而言，汽车贷款相关的金融牌照受到更为严格的日常监管。基于该等原因，融资租赁也成为汽车金融新进入者和创新参与者最为常用的金融牌照。据我们查询，目前市场上已有很多融资租赁公司将汽车融资租赁业务中形成的资产作为基础发行资产证券化产品。

本文拟针对汽车融资租赁业务中生成的资产进行分析，就其作为基础资产发起资产证券化产品进行探讨。

一、汽车融资租赁资产的要素

（一）汽车融资租赁的定义

基于《合同法》对“融资租赁合同”的定义¹以及《会计准则》对“融资租赁”的定义²，

¹ 根据《中华人民共和国合同法》的有关规定，融资租赁合同是出租人根据承租人对出卖人、租赁物的选择，向出卖人购买租赁物，提供给承租人使用，承租人支付租金的合同。

² 根据《企业会计准则第21号——租赁》（财会[2006]3号）的规定，融资租赁，是指实质上转移了与资产所有权有关的全部风险和报酬的租赁；其所有权最终可能转移，也可能不转移；符合下列一项或数项标准的，应当认定为融资租赁：

（一）在租赁期届满时，租赁资产的所有权转移给承租人；

（二）承租人有购买租赁资产的选择权，所订立的购买价款预计将远低于行使选择权时租赁资产的公允价值，因而在租赁开始日就可以合理确定承租人将会行使这种选择权；

（三）即使资产的所有权不转移，但租赁期占租赁资产使用寿命的大部分；

汽车融资租赁，是指：融资租赁公司作为出租人购买标的车辆，拥有对车辆的法律所有权，之后将标的车辆出租或回租给承租人使用，承租人按约定向出租人支付分期租金；租赁期限届满后，承租人可以向租赁公司支付一笔名义回购价款，获得车辆的所有权。汽车融资租赁是以车辆为标的资产的融资方式。

纵观目前汽车融资租赁市场，各租赁公司开展汽车融资租赁的交易模式主要包括以下两种：

1. 直租型融资租赁，通常见于新车购车融资，即：租赁公司根据购车人指定的车型和配置，从厂商或经销商处购买车辆，之后以融资租赁的方式向购车人出租车辆。
2. 售后回租，通常见于二手车融资，即：车辆所有权人根据其资金需求，将其业已拥有车辆出售给租赁公司，取得租赁公司支付的车辆转让价款；租赁公司购车后同时将车辆回租给车辆所有权人使用。在此模式下，车辆不会发生物理上的交付转移，车辆权属转移通过签署书面文件予以确认。

从客户群体和融资目的来看，汽车融资租赁还可以分为面对最终用车人的消费类汽车融资租赁，和面对汽车经销商这样的供应链类汽车融资租赁。

就融资租赁公司面向经销商的库存车辆开展的融资租赁，由融资租赁公司根据经销商的订单向车商批量购车，或受让经销商批量转让的库存车辆，同时将车辆出租/回租给经销商，并同时授权经销商对该等库存车辆进行销售处置；库存车辆成功销售时，融资租赁关系同时终止。

相比消费类汽车融资租赁，在该类经销商融资租赁交易安排中，一般并不以单辆汽车作为租赁标的，而是将库存的整批车辆作为租赁物，因此该类融资租赁交易中形成的债权并不具备小额分散的特点。此外，由于租赁物为库存车辆，库存车辆通常并不办理车辆登记证明也不具备道路运营行驶的许可。从融资期限来看，相比消费类融资租赁项下的租赁，该类融资租赁交易中的租赁期限通常根据库存车辆的代销期限确定，该期限的长短与经销商对于库存车辆的销售安排、存货流动速率有着直接的关联，因此一般在融资租赁合同中会约定的较为灵活，如果库存车辆销售情况较好，则该期间将会相应较短，因此该类融资租赁交易往往无法具备长期、可预测的稳定现金流作为支持。

本文主要讨论的“汽车融资租赁”为具有小额分散特点的消费类汽车融资租赁，暂不包括融资租赁公司与经销商之间针对库存车辆开展的供应链类融资租赁。

本文所称的“汽车融资租赁资产”，即指融资租赁公司基于融资租赁合同要求承租人支付租金、回购价款或其他应付款项的债权。

（二）汽车融资租赁的优势

相比传统的以车贷为主的汽车消费金融业务，汽车融资租赁业务主要有以下几点优势：

融资租赁业务可以有效降低消费者的购车门槛，期初占用资金更少，融资租赁的期限更长，

（四）承租人在租赁开始日的最低租赁付款额现值，几乎相当于租赁开始日租赁资产公允价值；出租人在租赁开始日的最低租赁收款额现值，几乎相当于租赁开始日租赁资产公允价值；

（五）租赁资产性质特殊，如果不作较大改造，只有承租人才能使用。

可以有效的降低消费者在购车时的决策压力，降低消费者的购车门槛。目前不少运营汽车融资租赁业务的公司均以“一成首付”或“零首付”作为其业务产品的主要卖点，也体现了融资租赁业务在解决承租人资金占用问题方面的优势。

1. 在融资租赁业务过程中，消费者可以提前将购置税、保险、牌照等费用甚至后续的维修、保养等费用均可纳入融资范围。
2. 相比汽车贷款业务，融资租赁业务的操作相对更加简便与灵活，不少汽车融资租赁公司可为消费者提供个性化的服务方案。

（三）汽车融资租赁业务中的特殊安排

相比起其他动产的融资租赁，汽车融资租赁中通常会因为机动车登记制度的特点而需要设置相应的特殊交易安排，在汽车融资租赁资产证券化交易中需要考虑到该等特殊交易安排，在资产转让、权利完善等方面做出相应的变通。

1. 车辆权属问题

在汽车融资租赁中，车辆所有权和占有使用分属于租赁公司和承租人，存在承租人在租期内无权处分车辆的风险。为彰显租赁公司对车辆的所有权，避免承租人擅自转售、处分车辆，通常在汽车融资租赁交易中需以出租公司为车辆所有权人办理机动车登记。但在实际操作中，因某些特殊原因租赁公司可能无法登记为机动车登记证下的“车辆所有权人”（例如，有部分城市可能限定仅有当地公司或个人方可作为“车辆所有权人”在当地办理机动车登记，等等），在此情况下，租赁公司需与登记为“车辆所有权人”的当地公司或个人签订书面协议，明确登记授权、委托管理和车辆权属问题。

但需要注意的是，根据《公安部关于确定机动车所有权人问题的复函》（公交管[2000]98号）和《公安部关于机动车财产所有权转移时间问题的复函》（公交管[2000]110号），公安机关（车管所）办理的机动车登记并非机动车所有权登记。鉴于此，在实践中仅将租赁公司（或其授权方）登记为机动车登记证下的“车辆所有权人”无法作为租赁公司对租赁车辆拥有所有权的公示性证据，需辅以其他保障措施。

2. 车辆保护性抵押

在上述第1点的基础上，以及，考虑到在一些特殊情况下需将承租人登记为机动车登记证下的“车辆所有权人”（尤其是，因部分城市对机动车号牌申办限制导致仅能将车辆登记在承租人名下，等等），在此情况下承租人对车辆进行无权处分的风险大大增加。

针对前述情况，在汽车融资租赁中通常会设置保护性抵押登记。该等保护性抵押登记与汽车贷款项下的汽车抵押登记不同。保护性抵押的法律依据为《最高人民法院关于审理融资租赁合同纠纷案件适用法律问题的解释》（法释[2014]3号）第九条第（二）项的规定，即：租赁公司作为车辆所有权人，授权承租人向车辆的对应行政管理部门办理以车辆所有权人为抵押权人、以承租人为抵押人的抵押登记。保护性抵押的效果是：在该等抵押登记未注销的情况下，即便承租人无权处分车辆，其亦无法直接办理车辆过户登记，在较大程度上也降低了第三人主张善意取得的风险。

3. 商用车辆的挂靠问题

对于商用车（例如挂车、重卡、客车等），为符合运营资质要求，需以“挂靠”的方式运营车辆，即：具备相应运输经营资质的公司以车辆所有权人的名义办理机动车登记，车辆实际所有权人向该等公司支付相应的管理费用、以该等公司的名义开展客货运输活动。因此，对于商用车而言，车辆登记的所有权人与实际车辆所有权人不符的情况较为常见，在商用车辆进入融资租赁交易环节后，就会出现机动车登记证载明的所有权人、车辆实际所有权人和车辆实际运营人各不相同的情况。

针对前述情况，在商用车的融资租赁交易中，挂靠公司一般也会需要作为融资租赁文件的签署方之一，通过三方协议的方式明确车辆的权属、挂靠委托管理和授权抵押事宜。

二、 如何以汽车融资租赁资产作为基础资产发行资产证券化融资产品

根据沪、深交易所及报价系统分别发布的最新融资租赁债权资产支持证券挂牌条件确认指南（以下简称“**融资租赁 ABS 指南**”），融资租赁债权资产支持证券是指证券公司、基金管理公司子公司作为管理人，通过设立资产支持专项计划开展资产证券化业务，以融资租赁债权为基础资产或基础资产现金流来源所发行的资产支持证券，其中，融资租赁债权是指融资租赁公司依据融资租赁合同对债务人(承租人)享有的租金债权、附属担保权益(如有)及其他权利(如有)。

一般而言，经营汽车融资租赁业务的主体主要为商务系融资租赁公司，其会以其持有的汽车融资租赁资产作为基础资产参与在交易所市场发行的企业资产证券化交易以及银行间债券市场发行的资产支持票据交易。综合比较上述两种证券化产品，目前交易所监管的企业资产证券化产品监管规则更为细致，尤其是两家交易所已针对融资租赁资产支持证券公布了**融资租赁 ABS 指南**，对于融资租赁资产债权资产支持证券交易提出了更加细化的要求。相对而言，目前交易商协会针对该类资产支持票据的细则规定较少，而除交易结构中的发行主体（即 **SPV**）不同外，其他基本要求（如基础资产的形成合法合规等）类似于企业资产证券化交易的基本要求。

（一）对融资租赁公司主体资格的要求

融资租赁 ABS 指南中明确了融资租赁债权资产支持证券原始权益人（融资租赁公司）需符合规定的条件。为便于理解，我们将相关条件归纳为必备条件和可变通条件：

<p>必备条件 (每一项均须满足)</p>	<p>(一) 开展业务应当满足相关主管部门监管要求； (二) 正式运营满 2 年； (三) 具备风险控制能力； (四) 最近两年不存在因严重违法失信行为，被有权部门认定为失信被执行人、失信生产经营单位或者其他失信单位，并被暂停或限制进行融资的情形； (五) 重要债务人(如有)最近两年内不存在因严重违法失信行为，被有权部门认定为失信被执行人、重大税收违法案件当事人或涉金融严重失信人的情形。</p>
----------------------------------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

<p>可变通条件</p> <p>(需满足两项原则性要求的其中一项，如无法满足二者其一，可参考变通条件)</p>	<p>对拟作为原始权益人的融资租赁公司的原则性要求：</p> <p>拟作为原始权益人的融资租赁公司：</p> <p>(一) 为境内外上市公司或者境内外上市公司的子公司（为境内外上市公司子公司的，其总资产、营业收入或净资产等指标占上市公司的比重应当超过30%）；或</p> <p>(二) 主体评级达AA级及以上。</p>	<p>无法满足全部原则性要求时可选择满足的三项变通性条件(满足三项之一即可)：</p> <p>(一) 单笔入池资产信用等级A-级及以上资产的未偿还本金余额对优先级本金覆盖倍数大于100%，且入池资产对应的租赁物为能产生持续稳定的经营性收益、处置时易于变现的租赁物；</p> <p>(二) 入池资产为汽车融资租赁债权，承租人高度分散，单笔入池资产占比均不超过0.1%，基础资产相关业务的逾期率、违约率等风控指标处于较低水平，且原始权益人最近一年末净资产超过人民币2亿元、最近一个会计年度净利润为正；</p> <p>(三) 专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施，提供担保、差额支付等增信机构的主体评级为AA级及以上。</p>
----------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

关于上表：

1. 拟作为原始权益人的融资租赁公司需同时满足上表所述的全部必备条件和任一项可变通条件；
2. **融资租赁 ABS 指南**中未明确“重要债务人”的定义，但参考应收账款债权资产证券化挂牌条件确认指南对“**重要债务人**”的定义，重要债务人是指单一应收款债务人的入池应收款的本金余额占资产池比例超过15%，或者债务人及其关联方的入池应收款本金余额合计占资产池的比例超过20%的主体。我们不排除监管机构会以该“重要债务人”的定义作为参考，在融资租赁资产证券化项目中要求适用；
3. 针对两项可变通条件，如果融资租赁公司无法满足任何一项的，并不表示其无法作为原始权益人在交易所开展融资租赁债权资产证券化交易。作为变通，根据挂牌条件指南，如果原始权益人、租赁物、基础资产、担保措施和担保人等方面可满足一定指标，也可视为符合条件，总结起来即为：
 - A. “较优评级的资产”+“高本金覆盖倍数”+“优质租赁物”；或
 - B. “汽车融资租赁资产”+“基础资产高分散度”+“基础资产低违约率”+“原始权益人良好财务表现”；或
 - C. “优质担保措施”+“强实力担保人”。

如上，在汽车融资租赁公司可满足上述必备条件的前提下，汽车融资租赁资产（作为基础资产）的高分散度、低违约率以及汽车融资租赁公司本身的良好财务表现可以弥补其在公司性质、母公司背景或主体评级方面的不足。

此外，服务于特定产业政策的融资租赁公司均属于交易所和报价系统鼓励的对象，交易所和报价系统均鼓励服务“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造 2025”和新型城镇化建设等国家重大战略的融资租赁公司开展资产证券化业务，并鼓励在飞机、船舶、工程机械等传统领域以及新一代信息技术、高端装备制造、新能源、节能环保和生物等战略性新兴产业展业的融资租赁公司发行资产支持证券产品。鼓励和支持的方式为在受理和审查前述融资租赁公司的挂牌转让申请时，提升受理、评审及挂牌转让工作效率。

（二）主要交易结构和关注点

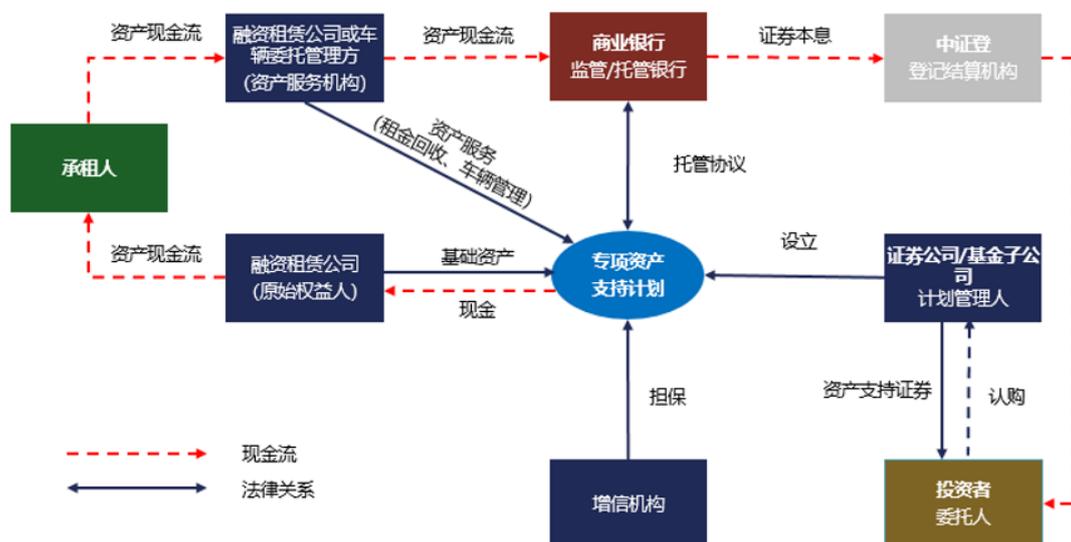
在企业类资产证券化产品中，以租金债权作为基础资产的产品发行规模较大。在 2018 年上半年，以租金债权作为基础资产的企业类资产证券化产品的发行规模达到了 567.87 亿元，占整个上半年企业类资产证券化产品发行量的 16.47%。而在租金债权类资产证券化产品中，汽车融资租赁债权属于其中较为突出的产品。

目前汽车融资租赁债权的资产证券化在交易所市场上已有很多成功发行案例，包括易鑫租赁、狮桥租赁、先锋太盟租赁、海通恒信国际租赁等知名的租赁公司均已经发行了较多的企业类资产证券化产品。除了汽车租赁公司直接以自有的融资租赁资产发行资产证券化产品外，据我们了解，目前市场上也有通过“保理+融资租赁”的交易模式发行企业资产证券化产品的安排。在该交易结构中，汽车融资租赁公司将持有的融资租赁资产转让给保理公司，由保理公司以其持有的保理合同下的保理融资债权作为基础资产直接转让给专项计划进行融资。通过保理结构的设计，融资租赁资产可以提前进行一道筛选，将质量较差的资产可以提前排除，同时，通过保理公司与融资租赁公司在保理合同层面设计一些机制，可以进一步有效的为资产证券化产品提供一些保障机制及缓释措施。

在本部分我们将具体分析市场上常见的以汽车融资租赁债权作为基础资产或底层资产的企业资产支持证券发行的主要交易结构及其关注点。

1. 直接向专项计划转让融资租赁债权作为基础资产的模式

A. 交易结构



B. 交易概述

- (a) 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”）；
- (b) 原始权益人（融资租赁公司）向专项计划转让作为基础资产的融资租赁债权，专项计划以募集资金向原始权益人支付转让价款；
- (c) 计划管理人作为专项计划的管理人，委任融资租赁公司或车辆委托管理方作为资产服务机构，针对基础资产（融资租赁债权）的租金回收和车辆管理等事项提供对应的服务，同时委任托管银行和/或监管银行开设专项计划专户用于归集、转付属于专项计划的现金流回收款；
- (d) 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（租金和其他款项），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。

C. 交易关注点

(a) 融资租赁公司的资质

作为该交易结构下的原始权益人，融资租赁公司需要具有合法开展汽车融资租赁业务并持有融资租赁资产的资质。一般参与企业证券化的融资租赁公司属于商务系融资租赁公司，具有商务部颁布的允许其从事融资租赁业务的牌照。此外，如前文第 1 点所述，融资租赁 ABS 指南针对作为原始权益人的融资租赁公司的合法运营提出了相应的要求（包括但不限于业务开展的合法合规性以及业务中使用杠杠的情况等），只有满足这些要求的汽车融资租赁公司才有资质成为原始权益人。

(b) 保护性抵押的变更登记

如前文所述，汽车融资租赁项下，通常由承租人（或车辆挂靠方、委托管理方）基于融资租赁公司的授权，向车管所办理以融资租赁公司为抵押权人的机动车抵押登记。由于各地区车管所的登记手续不同，且涉及入池资产笔数众多，从操作可行性的角度，在专项计划设立时通常不会立即将抵押权人改为专项计划，而会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。在专项计划设立之前的尽职调查阶段，需注意审阅机动车登记证，确保入池车辆均已办理以融资租赁公司或经其授权其他方作为抵押权人的机动车抵押登记。

(c) 保证金入池问题

在一些融资租赁交易模式下，通常会设置承租人保证金的要求，作为承租人按期还款的资金保障。从产品安全的角度出发，一般而言，融资租赁的租金保证金需在专项计划设立之初一并转给专项计划（保证金款项一并转入专项计划账户下开立的单独科目），在此情况下，如在融资租赁债权正常回收过程中需要根据融资租赁合同约定动用保证金进行抵扣，流程上较为麻烦。为符合基础资产真实出表的要求并同时确保融资租赁债权回收过程中可动用保证金的机动性，在专项计划层面通常考虑按照下述方式操作：

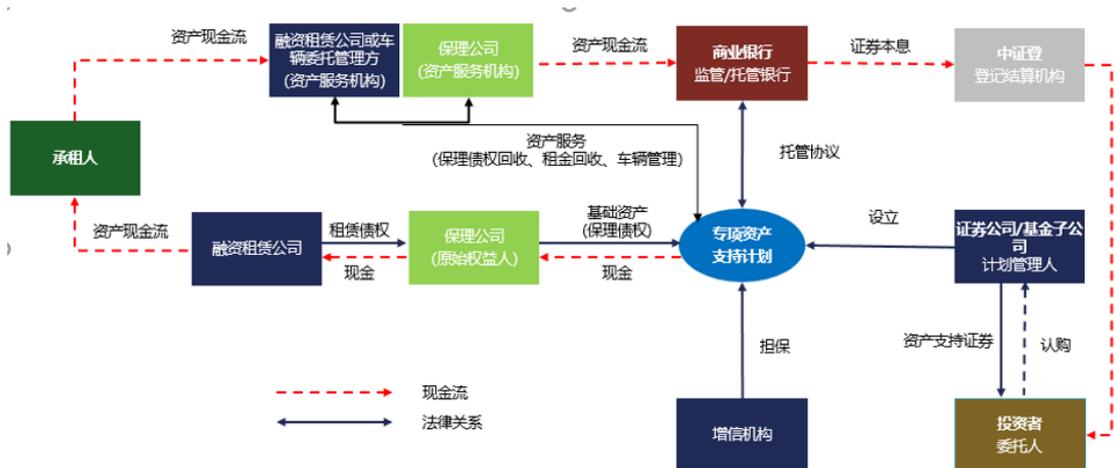
- 在专项计划设立时，保证金上的担保权益作为基础资产的附属担保权益需一并转让给专项计划，但此时保证金款项暂时保留在原始权益人账户而无需划转至专项计划账户；
- 在对应的风险事件（一般设置为权利完善事件）发生前，由融资租赁公司按照租赁合同的约定和专项计划的授权对保证金进行管理和使用（包括抵扣保证金用于支付租金，此时抵扣的保证金作为租金予以正常归集、转付）；
- 在风险事件发生后，融资租赁公司需将资产池对应的保证金款项转付至专项计划账户（计入保证金科目），由托管银行根据计划管理人的指示进行管理和使用。

(d) 资产置换机制

由于汽车融资租赁的单笔交易金额相对低且分散度较高，在发生单笔或少量资产的违约时，为确保资产池的稳定，通常会设置不合格融资租赁债权置换的安排，即：如某笔或某几笔融资租赁债权发生不符合基础资产合格标准的任何情形，原始权益人应根据计划管理人的要求限期以符合合格标准的新融资租赁债权置换资产池中相应的不合格融资租赁债权（拟用于置换的融资租赁债权未偿租金余额应等于被置换不合格融资租赁债权未偿租金余额）。如融资租赁公司未能根据专项计划管理人的要求限期完成不合格融资租赁债权资产置换，作为进一步措施，计划管理人将要求资产服务机构对相应的租赁车辆启动处置程序、以车辆处置所得资金优先清偿，或要求原始权益人回购该笔债权。

2. 融资租赁债权嵌套保理作为基础资产的模式

A. 交易结构



B. 交易概述

- 融资租赁公司将其对承租人享有的融资租赁债权转让给保理公司，保理公司向融资租赁公司支付保理融资款；
- 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”）；

- (c) 原始权益人（保理公司）向专项计划转让其对融资租赁公司享有的保理融资债权作为基础资产，专项计划以募集资金向原始权益人支付转让价款；
- (d) 计划管理人作为专项计划的管理人，委任保理公司和/或融资租赁公司（或车辆委托管理方）作为资产服务机构，针对基础资产（保理融资债权）项下保理融资款的偿付和底层资产（融资租赁债权）的租金回收、车辆管理等事项提供对应的服务，同时委任托管银行和/或监管银行开设专项计划专户用于归集、转付属于专项计划的现金流回收款；
- (e) 各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。

C. 交易关注点

该等模式项下，底层资产不仅为融资租赁的租金债权，还可以涵盖融资租赁合同特殊安排项下的非租金的或有付款义务。在第 2 种交易结构中：

- (a) 基础资产为保理融资债权，底层资产主要为融资租赁债权，在底层资产的层面，其需要关注的方面与第 1 种交易结构关注点一致。
- (b) 由于基础资产为保理融资债权、原始权益人为保理公司，在专项计划设立前的尽职调查阶段，保理公司和保理融资债权以及融资租赁公司和入池融资租赁债权均需纳入法律尽职调查的范围内。在审查保理合同时，需要特别关注保理合同中本身是否有针对底层资产设计相关的机制（如回购或赎回等），需确保保理合同下的债权转让给专项计划后，该等机制不会影响专项计划文件中条款的履行。
- (c) 融资租赁债权嵌套保理融资债权，在专项计划资产服务机构选择方面，不仅要考虑融资租赁端的租金回收和车辆管理的资产服务，还需要考虑保理融资端的保理融资款回收的资产服务，因此，可要求保理公司与汽车融资租赁公司共同担任专项计划的资产服务机构。

● 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）联系。