

# ABS变形 避监管证信祭出“信托+集合”

证券时报记者 桂行民 刘雁

穷则变,变则通。金融机构显然深谙此道,尤其是急于发力资产证券化(ABS)业务的证券公司。

证券时报记者日前调查发现,为规避资产证券化业务审批流程,证券公司绕道信托公司,开启了一种全新的资产证券化业务模式——集合计划+信托计划。

## 集合套信托产品盛行

8月30日,浙商证券旗下浙商金惠江苏蓝天1号和浙商金惠江苏蓝天2号两只产品成立。值得注意的是,该两只系列集合计划投资标的均为天津信托·工商企业 蓝天商贸城租金收益权转让(回购)集合资金信托计划和银行存款,两部分资产的投资比例也均为0~100%。

这就是市场上最新出现的小集合套信托产品。”深圳一位专注ABS的研究人士介绍称,这种新出现的合作模式上半年并不多见,下半年开始较多面世,产品投资标的均为信托计划加银行存款。

其实信托计划才是最主要的投资标的,将银行存款设为投资标的主要是为剩余资金存放,但几乎不会以存款形式进行投资。”另一位证券公司资管部总经理称。以浙商金惠江苏蓝天1号和浙商金惠江苏蓝天2号为例,产品明确表示,主要投资于集合资金信托计划,力争实现集合计划资产的稳定增值。”

与浙商证券同日成立的同类型产品还有同信证券发行的西藏同心无锡雪浪1号,该产品投资标的同样为信托集合计划加银行存款,即“方兴35号无锡雪浪集合资金信托计划(四期)银行存款”,但两者比例稍有差异,其中信托

计划投资比例为95%~100%,银行存款投资比例为0~5%。

记者获取的一份不完全统计数据显示,今年下半年短短两个多月时间内,此类集合计划投资信托存款的券商资管产品已达62只,目标规模103.55亿元。其中中国元证券与浙商证券发行和管理的此类产品数最多,分别为17只和16只。

此类券商集合计划投资的信托计划,基础资产以地产项目为主,还有一些其他预期现金流较确定的项目。”北京某证券公司资管部负责人介绍说,合作的证券公司和信托多有常年合作关系或同一集团下的兄弟公司。

## 避审批监管证信联手

的确是绕弯了,但目的就是为规避政策审批障碍。”上海某券商债券部总经理介绍称,理论上无论是券商还是信托,此类资产走其中一个通道即可,但目前管理审批上对具体业务开展有些障碍,信托和券商不得已只好联手。

据证券时报记者调查了解,此类信托计划套集合计划产品,多是证券公司物色项目,因为目前专项资管审批的不可预期性,被迫绕道信托公司,走信托公司通道;少数情况下,信托公司也会主动找券商合作,因为信托计划投资人不得超过50人,而集合计划人数限制是200人,利用类伞形操作模式来化解人数限制。

根据今年6月颁布实施的《证券公司集合资产管理业务实施细则》,集合计划应当符合“募集资金规模在50亿元以下、单个客户参与金额不低于100万元、客户人数在200人以下”3个基本条件,集合计划可以投资包括“证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划、集合资金信托计划等金融监管部门批准或备案发行的金融产品”在内的投资品种。

有信托人士分析称,尽管信托公司并不需要为事务管理承担刚性兑付之责,但券商的集合计划面对的是普通投资者,一旦出现兑付危机,又有可能演变为群体事件,必然波及券商和作为通道提供商的信托公司。

行业资深人士分析,目前信托计划和券商集合计划均采取产品成立后事后报备制,与证券公司专项资管产品的审批管理相比,报备制在产品发行可预期性和募资时效性上均具有不可比拟的优势。而根据现行的规则,此类信托计划套集合计划也不存在任何违规之处。

北京某证券公司资管部负责人表示,这种集合计划+信托计划的业务模式,利用的纯粹是信托公司的通道,信托公司一般不会承担刚性兑付,这一点,信托公司在合作协议中会有约定。与之相反,在信托计划基于投资人人数限制纯粹走券商集合计划通道的业务模式中,券商也不会承担刚性兑付责任。

不过,一位证券公司合规总监分析称,尽管信托计划套集合计划业务模式不存在违规,但证券公司仍需高度警惕信托计划中的基础资产风险。不然,一旦出现风险,无论是信托公司还是证券公司都脱不了干系,尤其是最直接面对投资者的一方。

## 通道收费风险收益失衡

典型的资产证券化业务,典型的走通道,合理规避政策的不确定性。”深圳某券商资管部高级经理如是评述小集合套信托产品。不过,这位高级经理也坦承,尽管目前这类产品风险出现得并不多,但并不代

表未来没有风险。我们内部讨论的结果是,无论是集合计划通道还是信托计划通道,收费与风险并不对等。”他说。

据调查,目前券商走信托通道支付的单一业务通道费率为1%~3%,信托走券商集合通道支付的通道费率要略高一些,为3%~5%;而此类信托计划套集合计划收取的管理费率基本都维持在1.5%~2.5%之间。

在上海某信托公司人士看来,信托公司在集合通道业务中所扮演的角色有些尴尬,收取的是通道费用,承担的却有可能是匹配的责任,此类通道业务不值得信托公司做。

上述信托人士分析称,尽管信托公司并不需要为事务管理承担刚性兑付之责,所面对的产品购买者为证券公司,而不是普通个人投资者。但券商的集合计划却面对的是普通投资者,一旦出现兑付危机,又有可能演变为群体事件,必然波及券商和作为通道提供商的信托公司。

而上海一位资深律师分析表示,通道业务只是通俗的说法,通道提供方的信托公司是否需要产品在担责最终还是要看当初与证券公司签署的合作协议以及证券公司与投资者之间所签订的合同。从法律上而言,信托公司一般都要承担连带责任。”



彭春霞/制图

# 中金陷“兑付门” 贪通道费中粮信托中枪

证券时报记者 刘雁 桂行民

3年前,中金公司股权投资(PE)团队踌躇满志地发行旗下首款房地产基金产品时,肯定未曾想到这只产品如今会变为烫手山芋。

由于其他股东之间存在矛盾,该项目前两年一直未开工,最终导致中金旗下公司不得不先行垫资完成兑付。不仅如此,此事牵连的中粮信托虽然仅在其中提供通道服务,却同样饱受投资者的质疑。

当初我们与信托公司直接签订了合同,但信托公司在此过程中并未对项目进展情况履行充分披露的义务。”该项目信托投资基金的优先级受益人之一杨帆(化名)向证券时报记者表示。

## 中金陷信托“兑付门”

涉事产品名为“中粮信托·中金佳成房地产基金1号集合资金信托计划”,成立于2010年8月,是由中金公司推出的首款房地产基金产品。该信托计划总规模为2.8亿元,其中优先级受益权为2.05亿元,复合年收益率为13.5%,期限为3年;次级受益权为0.75亿元,复合年

收益率预计可达20%~25%,期限为4年。

按照产品说明,信托资金主要用于向中金佳成(天津)房地产投资中心(简称“中金佳成”)注资,与天津佳成投资管理有限公司(简称“天津佳成”)中金公司下属全资子公司)共同设立有限合伙企业,其中受托人作为中金佳成的有限合伙人(LP),天津佳成作为中金佳成的唯一普通合伙人(GP)及执行事务合伙人。

而中金佳成以股权及债权的形式投资于江苏九西建设发展有限公司,受让江苏九西35%的股权并对其进行增资后,中金佳成、锋尚投资有限公司、安徽九西实业投资有限公司按35:35:30的比例持有江苏九西的股权。江苏九西以股权质押获得的信托贷款拟用于建设南京市江宁区的一个高档住宅项目。

据杨帆介绍,中金公司当初宣传时承诺产品有较高的抵押率,又称其PE团队天津佳成将成为基金管理人全程参与管理监控,且次级受益权已由中金公司内部中高层员工购完。

据记者了解,2010年~2012年期间,由中金公司反馈的信息皆为项目不存在任何问题。直至2012年8月,中金公司下属证券营业部告诉相关投资者,

该项目已由万通地产接盘,万通地产实力雄厚,项目仍不存在问题。

由于股东之间存在矛盾,一直未化解,前两年这个项目并未开工。而投资者对此毫不知情,直到去年下半年投资者才知道万通曾作为代建方介入进来。”杨帆称。

今年3月,中金公司下属证券营业部向投资者转达中金佳成通知:由于项目未正常开发,无法按约定到期偿还本息,目前正推动重组,寻找第三方接盘,前提是优先级必须按8%的年复合收益率退出,优先级退出时须与中金公司签署协议,放弃追索权利。

中金佳成向中金公司下属各营业部业务人员承诺,若能说服持有优先级的客户接受上述方案,将给予1%的奖励。”杨帆称。而对于不接受上述方案的投资者,中金佳成和中粮信托相关人士则不惜万里奔赴各地劝说投资者。

## 中粮信托“中枪”

证券时报记者获悉,中粮信托在上述信托计划中仅担任通道角色,项目和资金来源均由中金公司主导。集合资产管理计划目前只限于投资证券市场及银行理财、集合资金信托计划等金融产品,还不能直接投资于实业领域,所以要找信托作为桥梁。”某券商资管人士称。

杨帆称,中粮信托虽然从头到尾参与该信托计划,但地位一直比较弱势。譬如,在项目公司高管与投资者沟通时,中粮信托的相关人士也会在场,但基本不做任何表态。此外,该信托计划的管理报告以及受益人大会都是由信托公司告知投资者,但也是传达信息。

信托公司仅收取单一业务通道费用,如果出现风险肯定是由券商自己承担,这些在签订合同时都会约定清楚。”华南某信托公司内部人士直言。

更为关键的是,虽然中粮信托仅在其中扮演通道角色,但投资者在购买相关产品时却是直接与其签订合同。而作为受托人,中粮信托在2011年~2012年期间未与受益人联系,其官方网站上的相关信托产品管理报告上仍显示该信托计划一切正常。”杨帆反映。

直到今年2月28日,中粮信托在其官网发布管理报告称,由于项目公司负责开

发运营的股东——锋尚投资并未按照协议组织实施项目开发工作,导致项目建设进展低于预期;项目公司与北京万通地产股份有限公司签署了《项目委托开发管理咨询服务合同》。万通地产向项目公司派驻管理人员并对项目的开发、建设、销售全过程提供服务,但项目进展依然严重滞后于预期。

7月5日,中粮信托组织投资者召开了受益人大会,最终形成决议将优先级受益人最高内部收益率调整为8%/年。之后该公司又发布了一份上述信托产品优先级信托单位清算报告,指出受托人将现金方式存在的信托财产在扣除信托报酬、信托财产管理费用后的余额为2.6元,并向优先级受益人进行了兑付。

## 谁来接盘?

尽管上述产品最终按期对优先级受益人实行了低于预期的兑付,但由于项目并未如期实现销售盈利,最终仅能依靠中金佳成的资金及管理费来完成刚性兑付。而这这家公司的管理团队并不能消停,其仍面临着项目退出以及股东纠纷两大难题。

令中金佳成失望的是,万通地产最终并未作出收购决定。据消息人士透露,中金佳成内部已在今年1月底通过了并购方式退出的方案,目前其已与20多家房地产公司进行接触,与5家进行了较详细的沟通,目前正与2家商谈接盘方案。

知情人士介绍,目前该项目公司仅有两条路走,一是破产清算,由法院成立清算组,但分配不可控,时间不可控;二是由其他房企接盘,但要解决原股东问题和优先级退出问题。由于接盘方资金不足,中金佳成还需帮其设计融资方式,以自有资金加融资来收购项目。

据了解,中金佳成与接盘方谈判的重组方案大约为:接盘方出资3.5亿元收购股权,中金佳成承诺让信托产品中的债权(优先级)在到期日退出,退出方案的设计思路为:中金佳成拿出其中2.5亿元,加上预收的管理费用2000多万元,用于补偿优先级,使优先级收益率达到8%;剩余1亿用于解决次级和项目其余股东的债务问题。

而该项目公司股东之间的矛盾也尚未化解,目前中金佳成正通过法院起诉其他股东,要求其他股东将股权按协议转让到中金佳成名下。

■ 记者观察 | Observation

# 从五方面防范资产包风险

证券时报记者 桂行民 刘雁

当众人都认为没有任何危险时,其实危险已经来临。这句话值得所有金融从业者牢记于心。

随着当下资产证券化(ABS)业务在中国如火如荼展开,资产包风险就不得不提了。

证券公司集合计划购买信托计划,信托计划投资地产项目和银行存款,信托计划之于集合计划就是典型的资产包;金融机构将银行信贷资产做成ABS产品,其他理财产品购买这类ABS产品,那对于其他理财产品而言,ABS产品也属于资产包。

顾名思义,资产包就是在ABS业务过程中,将两种及两种以上的资产打包后做为基础资产,进行证券化的资产。资产包中的资产,既可以是实体企业的基础资产,也可以是现有的理财产品,比如信托计划与银行存款。在欧美金融发达地区,资产包重复打包现象尤甚,这也是2008年次贷危机爆发的一个最主要原因。

我国ABS起步较晚,甚至可以说是刚刚起步,这对防范资产包风险而言是一大优势。但金融监管是一个全方位协调的过程,对ABS过程中资产风险的防范也需各监管部门协同作战。

警惕资产包风险,首先要明确ABS过程中基础ABS层级,对越级重复打包要强化监管。资产的重复证券化,不仅隐藏了最基础资产的风险,也稀释了投资

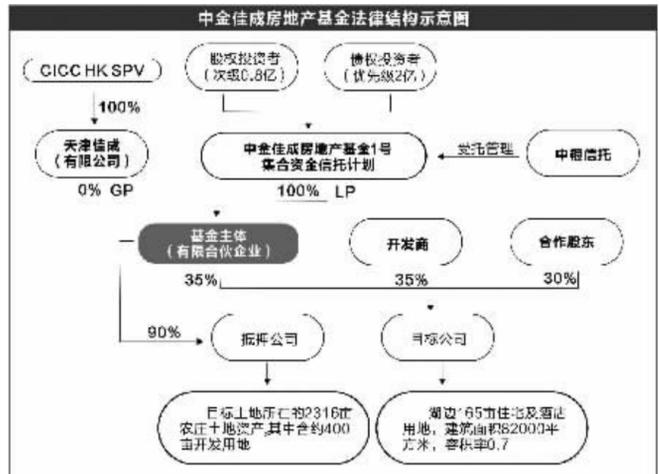
者的收益,增加了投资者识别风险的成本。所以,必须明确基础资产可以打包的层级,严厉打击超越规定层级再打包进行证券化的行为。

其次,需严格产品管理人以自有资金进行一定比例的劣后。ABS过程绝非简单的产品设计和通道提供,必须从制度上形成管理人与购买人利益共担机制。因为信息的不对称性,每一个层级的再资产证券化管理人承担风险理应多于购买者,所以需在信息享有和风险承担上进行平衡。

第三,需强化金融机构合规部门的地位,实行合规一票否决机制。在现实的业务操作过程中,不少金融机构合规部门均处于从属地位,合规服从于服务于业务的情况比比皆是。必须逆转这种不当现象,重塑合规部门的一票否决的权威,对合规的不作为也需严惩。

第四,需提升购买人的风险识别能力。从购买前严格的风险测评,到购买时对产品风险的识别,再到购买后风险的承受力,金融机构对购买人需要进行有针对性的分级普及。在产品推广时,产品设计商和销售商必须进行明确的风险提示。

第五,需强化信息披露义务。披露内容包括但不限于政策变更、行业大事、行业景气度等;还应披露与之相关的国际国内宏观经济走势;披露人不得有选择性披露,必须是客观披露。



刘雁/制表 彭春霞/制图