

CMBN亮相，探寻房企资产证券化最优解

2017年5月26日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/沈晓玲、朱伟

今年4月份，上海世茂广场的资产证券化产品成功落地，成为境内首单银行间市场的商业地产抵押贷款支持票据（CMBN），该产品规模更是达到了65亿元，为当前渴求资金的房企提供了想象空间，进一步拓展了资产证券化的业务渠道。值得一提的是，世茂之前也成功发行过首单物业ABS以及购房尾款ABS，企业在创新融资方面积极性要高于多数房企。

近年来，随着存量市场的不断扩大，房企在资产证券化方面开始纷纷试水。其优势显而易见，一是可以盘活存量，尤其目前土地市场上出让的综合体地块数量越来越多，房企在完成开发后，资金多沉淀于综合体的商业部分，通过资产证券化则完全可以盘活资产，甚至完成轻资产化运营。二是在当前融资通道收紧的情况下，资产证券化也使得企业的融资方式更加多元化，三是通过资产证券化的方式融资可突破企业自身主体信用的限制，评级不理想的企业也可依靠其优质项目发行AAA级债券，控制融资成本。因此也不失为将来需要房企拓展的融资领域。

政策发力，推动世茂 CMBN 落地

CMBN 是一种资产支持票据，属于 ABN 中商业抵押贷款的证券化，与交易所注册发行市场商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）相对应。随着交易所一单单 CMBS 的发行，银行间协会在 16 年 12 月也开始发力，推出了《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》，明确在交易结构中引入信托作为特定目的载体（SPV），让信托型 ABN 产品得以落地。因而推动了银行间交易商协会首单 CMBN——“上海世茂国际广场有限公司 2017 年第一期资产支持票据”的成功注册。

公募优势，融资成本进一步降低

“上海世茂国际广场有限公司 2017 年第一期资产支持票据”是目前唯一的一个 CMBN 案例，且成功注册时间在今年 4 月份，时效性也比较强，非常具有参考性。该产品规模为 65 亿元，底层目标资产为世茂国际广场商场及酒店，基础资产则为企业借信托设立的债权。而当前项目仅完成注册，因此公开信息较少，在此只能根据有限的信息来构造一个简单的交易结构图。

The diagram illustrates the structure and flow of the Shimao International Asset Support Special Plan. The central node is the '世茂国际资产支持专项计划' (Shimao International Asset Support Special Plan). It is connected to the '信托' (Trust) at the top, which is managed by '资金托管、监管银行' (Fund Custodian and Supervisory Bank). The '信托' is established by the '发起人 (世茂股份)' (Initiator: Shimao Co., Ltd.) through '委托资金成立' (Entrusted funds established). The '信托' provides '信托收益' (Trust income) to the '发起人' and '基础资产 (信托收益权)' (Basic assets (trust income)) to the '世茂国际资产支持专项计划'. The '世茂国际资产支持专项计划' is established by '兴业国际信托' (Xingye International Trust) through '成立专项计划' (Establish special plan). It is managed by '兴业银行' (Xingye Bank) and '资金托管、监管银行' (Fund Custodian and Supervisory Bank) through '募集资金托管和监管' (Fund raising, custody and supervision). The '世茂国际资产支持专项计划' issues '资产支持票据' (Asset support notes) to '合格投资者 (公开发行)' (Qualified Investors (Public Issuance)) through '证券发行' (Securities issuance). The '合格投资者' provide '认购资金' (Subscription funds) to the '世茂国际资产支持专项计划'. The '世茂国际资产支持专项计划' provides '转让对价' (Transfer consideration) to the '发起人' and '登记、支付代理、结算' (Registration, payment agency, settlement) to the '登记结算机构' (Registration and Settlement Institution). The '合格投资者' are connected to '律师事务所' (Law firm), '会计事务所' (Accounting firm), '资产评估机构' (Asset appraisal institution), and '信用评级机构' (Credit rating institution). The '合格投资者' also provide '资产支持票据' (Asset support notes) to the '世茂国际资产支持专项计划'. The '合格投资者' are connected to '银行间' (Interbank Market) through '资产支持票据' (Asset support notes). The '合格投资者' are also connected to '合格投资者 (公开发行)' (Qualified Investors (Public Issuance)).

交易流程：

- ①兴业银行子公司兴业国际信托发起设立“上海世茂国际广场资产支持专项计划”，向优先级、次级投资者募集资金；
- ②世茂股份设立单一资金信托，由世茂子公司申请借款，形成债权；
- ③“上海世茂国际广场资产支持专项计划”以其募集的资金认购原始权益人世茂股份单一资金信托的收益权；
- ④资产管理计划流程完成，世茂募得资金，投资者按照凭证分享信托产生的固定收益。

在这个案例中，基础资产为发起人设立的信托债权，底层资产为上海世茂国际广场商场及酒店，通过其产生的租金收入来偿还本息，借资产支持计划来回报投资者。

与 CMBS 最大的不同在于该产品在银行间注册发行，采取公募模式，因此未来的流动性将比较可观，其发行利率也将低于同类型资产的私募证券化产品。可以说，目前 CMBN 继承了 CMBS 现有的多数优点，同时在融资成本上还略胜一筹。

此外，增信措施方面，该 CMBN 项目除了底层商业地产抵押之外，还安排了世茂房地产在境内的主要经营主体——上海世茂建设有限公司提供底层信托贷款的连带责任保证担保、底层商业地产现金流净额不足时提供差额补足，进一步保证了信托受益质量，间接的保护了未来投资者权益。

CMBN 优势突出，REITs 有待改进

除了 CMBN 之外，目前国内的资产证券化业务，如类 REITs、CMBS 也发展比较成熟。REITs：即房地产信托投资基金，可理解为持有并运营创收型物业的一类公司，而公司则以发行收益凭证的方式来汇集资金，用于投资各类物业，然后按照凭证将受益回报给投资者。房企可将其物业借由 REITs 出售进行证券化融资。而 CMBS 与此次的 CMBN 一样，属于商业抵押贷款的证券化，证券化的基础资产为债务的收益权，房企保留仍然物业的所有权。

CMBS 与 CMBN 基本相似，主要区别在于 CMBN 的公募发行优势，而它们与 REITs 差别较大。首先 REITs 属于权益类融资工具，需要发起人交出项目所有权（在可设计回购），另外从目前 REITs 的发行情况来看，受土地增值税、所得税影响较大，因此前期的资产重组，交易结构也更加复杂，面临产品未来的发行成本高、难度大，周期长的问题。

类REITs、CMBS、CMBN基本特征

特征	类 REITs	CMBS	CMBN
性质	权益类投资工具	债权类投资工具	债权类投资工具
交易场所	交易所、银行间	交易所	银行间
融资机制	筹集的资金被用来购买房地产，并通过运营这些房地产获得回报	原始权益人通过抵押地产所有权获得贷款	原始权益人通过抵押地产所有权获得贷款
标的资产转让	涉及转让但通常存在回购或置换安排	不涉及转让	不涉及转让
融资成本	较低（最低 4%）	低（最低 3.3%）	低（理论上最低）
基础资产	物业所有权	抵押贷款收益权	抵押贷款收益权
可复制性	结构复杂，设计税务筹划、资产重组和到期处置，标准化和可复制性较弱	结构简单，不涉及循环购买和期间回购，标准化和可复制性强，发行准备时间短	结构简单，不涉及循环购买和期间回购，标准化和可复制性强，发行准备时间短

资料来源：CRIC整理

总结

而通过对目前市场上的 REITs、CMBS 和 CMBN 产品的发行情况对比，我们认为，房企投资物业资产证券化方式的优先级应该是“CMBN” > “CMBS” > “REITs”。主要从三方面考虑，首先从融资成本来看，CMBN 和 CMBS 的发行利率要普遍低于 REITs，同时因 CMBN 的公募性质，其流动性更强，发行利率理论上讲在三种方式里面是最低的，再加银行间协会开始对资产证券化政策的积极推动，未来对 CMBN 还会有进一步的发展。其次从可复制性方面来看，CMBN 和 CMBS 的操作难度较 REITs 小，同时我国关于商业抵押贷款的法律法规也比较完善，利于前两种产品搭建交易结构。而 REITs 因属于权益类融资，涉及到资产重组，交易结构的可复制性不强，也使得操作周期较长，因此可复制性低于 CMBN 和 CMBS。但是随着之后政策对国内 REITs 的逐步支持，其未来产生的能量也不可小觑。三是 CMBS 和 CMBN 均属于商业抵押贷款的证券化，可以借用底层资产产生的现金流进行融资，同时也可保留自家的优质物业，这点也优于 REITs。在今年各类房企融资政策的限制下，房企未来也有必要积极拓宽融资渠道，尤其是 CMBN 这类证券化方式非常值得尝试。