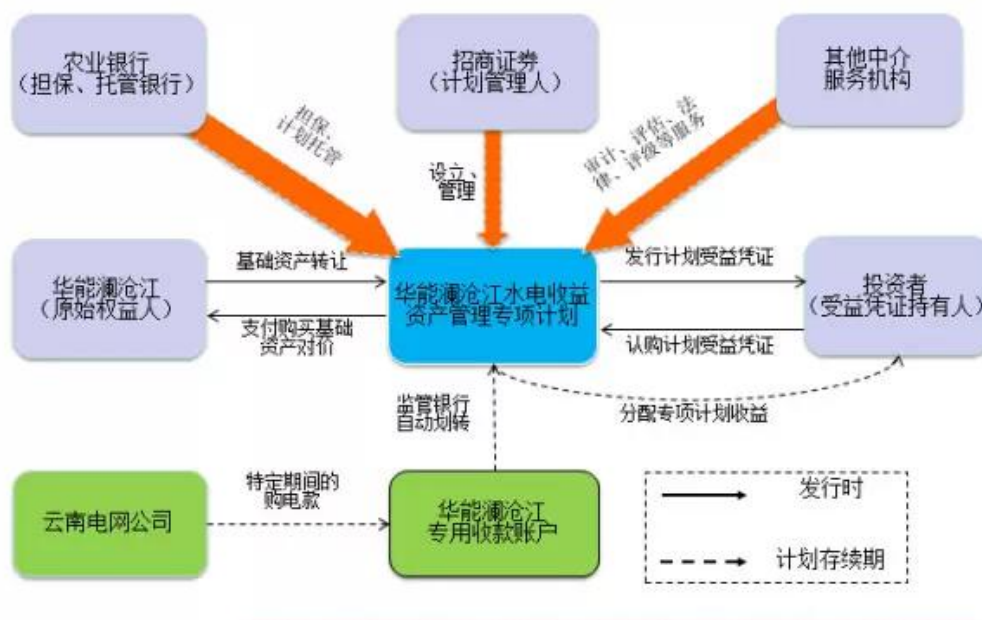


尚融讲堂

第一百二十八课

华能澜沧江水电收益资产证券化案例

华能澜沧江水电收益资产证券化案例



项目简介

2006年5月，澜电收益在深圳证券交易所成功发行。该项目以云南华能澜沧江水电有限公司拥有的专项计划成立之次日起5年内特定期间（共38个月）漫湾发电厂的水电销售作为基础资产，

发行总规模为 20 亿元的受益凭证。其中，优先级受益凭证总规模为 19.8 亿元，刺激受益凭证为 2000 万元。优先级受益凭证分为 3 年期、4 年期和 5 年期 3 个品种。其中，3 年期和 4 年期为固定利率品种、5 年期为浮动利率品种。

详细情况

一、专项计划名称

华能澜沧江水电收益专项资产管理计划。

二、专项计划目的

管理人因设立专项计划将投资者自愿投资的合法资金通过参与专项计划，形成由托管人托管的专项计划资金，并由管理人本着应有的注意和谨慎，将专项计划资金投资于购买华能澜沧江合法所有的未来五年内特定期间水电收益，为受益凭证持有人获取稳定的投资收益。

三、专项计划合法性质

1、专项计划依据我国合同法、民法通则、公司法、信托法、证券公司管理办法、试行办法而设立。

2、专项计划各当事人承诺《华能澜沧江水电收益专项资产管理计划》所约定的条款或内容，只要不违反我国法律、法规的强制性规定和禁止性规定，都对各方产生约束力，具有法律效力。任何一方不得以法律无明文规定为由拒绝履行《华能澜沧江水电收益专项资产管理计划》及相关文件所约定的义务。

3、证监会已依据试行办法出具批复（证监机构字【2006】72号），批准设立专项计划。

四、专项计划成立时间

2006年5月11日

五、受益凭证在中国证券登记结算有限公司深圳分公司登记托管时间

2006年5月12日

六、受益凭证在深圳证券交易所挂牌时间

2006年5月16日

七、专项计划存续期间

专项计划期限为五年，自专项计划成立之次日起计算，第五年的对应日即为专项计划到期日，存续期满后无特殊原因不再展期。

八、受益凭证的类别、简称及交易代码

专项计划设置的资产支持受益凭证类别分为优先级受益凭证和次级受益凭证，其中优先级受益凭证又分为三年期、四年期、五年期三个品种。各品种类别、简称及交易代码分别如下：

类别	期限	简称	挂牌交易代码
优先级	三年期	澜电 01	119002
优先级	四年期	澜电 02	119003
优先级	五年期	澜电 03	119004
次级	五年期	澜电 03	无

九、优先级受益凭证利率

三年期优先级受益凭证为固定利率品种，利率为 3.57%；

四年期优先级受益凭证为固定利率品种，利率为 3.77%；

五年期优先级受益凭证为浮动利率品种，利率确定方式为“基准利率+180BP”；

基准利率计算所用的数据为中国外汇交易中心（“同业拆借中心”）每天公布的7天回购加权利率数值，首个分配期的基准利率为2006年4月25日（批文取得日、不含当日）之前10个交易日的7天回购加权利率的算术平均值，第二至第十个分配期的基准利率为当个分配期间的起始日（不含当日）之前10个交易日的7天回购加权利率的算术平均值。

十、受益凭证的存续期限

三年期优先级受益凭证的存续期限为自2006年5月12日（专项计划成立日之次日）至2009年5月11日；

四年期优先级受益凭证的存续期限为自2006年5月12日（专项计划成立日之次日）至2010年5月11日；

五年期优先级受益凭证的存续期限为自2006年5月12日（专项计划成立

日之次日)至 2011 年 5 月 11 日。

次级受益凭证的存续期限为自 2006 年 5 月 12 日(专项计划成立日之次日)至 2011 年 5 月 11 日。

十一、受益凭证的分配方式

本专项计划各期优先级受益凭证的预期收益在计划成立之次日起每满六个月分配一次,到期一次性支付投资者持有的优先级受益凭证面值总额。

本专项计划次级受益凭证在专项计划期满时分配,在专项计划资产扣除专项计划清算费用、相关税款、管理费和托管费等专项计划费用、专项计划其他债务及全部优先级受益凭证及其预期收益后,先一次性支付次级受益凭证的面值总额,再将剩余计划资产作为次级受益凭证的预期收益予以一次性全额支付。

十二、专项计划资金规模

专项计划资金规模为贰拾亿元(RMB: 2,000,000,000)。其中:

1、优先级受益凭证资金规模总计为

拾玖亿捌仟万元（RMB:1,980,000,000），三年期、四年期、五年期优先级受益凭证的资金规模均为陆亿陆仟万元（RMB:660,000,000）；

2、次级受益凭证的资金规模为贰仟万元（RMB:20,000,000）。

十三、管理人

招商证券股份有限公司。

十四、托管人

中国农业银行。

十五、专项计划专用账户（托管账户）

托管人以专项计划名义在托管人处开立银行账户作为专项计划专用账户，户名为“华能澜沧江水电收益专项资产管理计划”。

十六、担保机构

中国农业银行。

十七、专项计划资金投资范围

专项计划资金投资于华能澜沧江自专项计划成立次日起五年内特定期间（共计三十八个月）的漫湾发电厂水电

销售收入中合计金额为贰拾肆亿元（RMB：2,400,000,000）的现金收益。

十八、专项计划资产投资范围

专项计划资产在分配前可用于投资货币市场基金和银行协定存款，但必须保证在每个权益登记日前五日变现。

十九、信用级别

大公国际综合专项计划投资水电收益的情况、交易结构安排、担保安排等因素，评估了有关风险，给予专项计划优先级受益凭证 AAA 级评级。

二十、受益凭证份数

受益凭证总共为 20,000,000 份，其中优先级受益凭证 19,800,000 份，次级受益凭证 200,000 份。

二十一、受益凭证面值、参与价格

受益凭证面值均为 100 元，每份受益凭证参与价格亦为 100 元。

二十二、专项计划推广对象

专项计划的推广对象为中华人民共和国境内具备适当的金融投资经验和风险承受能力，具有完全民事行为能力的

合格投资者（法律、法规和有关规定禁止参与者除外）。

二十三、推广机构和推广方式

（一）专项计划的推广机构为招商证券股份有限公司。

（二）推广方式以直销为主。

二十四、推广时间

2006年4月27日至2006年5月11日

二十五、受益凭证登记及转让

受益凭证在中国证券登记结算有限公司深圳分公司登记托管。

专项计划存续期内，受益凭证持有人可在深圳证券交易所大宗交易平台进行转让，招商证券提供双边报价服务。

二十六、交易结构图

二十七、受益凭证的相关约定

1、专项计划存续期内，优先级受益凭证持有人持有的优先级受益凭证不得要求管理人赎回其取得或受让的优先级受益凭证。

2、专项计划存续期内，云南华能澜

沧江水电有限公司必须持有次级受益凭证，且不得以转让、质押等方式进行处置，也不得要求管理人赎回其持有的次级受益凭证。

项目创新

该计划在信用增级方面借鉴了海外成熟市场的先进经验，同时采用了多种内外部信用增级措施，实现了重大创新。其中，固定浮动收益率与现金流分层技术都成为本案例的亮点。从原始权益人的角度看，上述两种措施提高了资本效率，降低了融资成本；从投资人的角度看，其投资会带来稳定的可预期收益，总体降低了投资风险。

另外，项目还设立了优先级和次级产品，由原始权益人认购 2000 万元次级受益凭证，在计划期满优先级产品本息全部得到偿付后才能享受计划收益，从而实现了信用提升；采用分期限设计，将优先级产品分为三期，存续期限分别为

三年、四年和五年；外部信用增级方面，由中国农业银行为澜电收益提供无条件不可撤销的连带责任担保。

律师评析

澜电收益是我国资产证券化实施项目中首支水电建设成功的案例，对当时同类型企业有着极大的指导意义，但与此同时也存在着相对的缺陷与不足。

（一）对公司的益处

一是优化融资结构。目前，在水电建设中，国内贷款和自筹资金的间接融资方式是绝对主角，而市场化的融资方式利用很少，融资成本较高。该计划拓宽了水电站项目的融资渠道，优化了发电企业的融资结构，丰富了发电企业的融资手段。

二是降低融资成本。该计划通过资产证券化平台，采用超额抵押、现金储

备、优先/次级等内部信用增级和农业银行提供不可撤销担保的外部信用增级的方式为华能澜沧江水电有限公司带来了20亿元的低成本资金，据测算，该项目与同期银行贷款相比，资产证券化融资为其节约融资成本1.9亿元左右，效益明显。

三是提高融资效率高。资产证券化只需证监会审批，审批时间仅需要2个月到半年；而企业债券发行需要向国家发改委审批额度，证监会批准，审批时间长达9个月到1年。

四是未改变资产的所有权。在目前资产证券化的模式下，发电厂出售未来一定时间的现金收益权，但实物资产所有权并没有改变，这一点对大型水电项目尤为重要。

（二）缺陷分析

一是未实现“真实销售”。在当时该项目的具体操作中，华能澜沧江水电

有限公司与招商证券之间的实质是一种信托法律关系，因此一定时期的收益权并未脱离原始权益人而进入澜电收益。由此可见，该案例中的基础资产并未实现真正意义上的“真实出售”。

二是信用增级主要依靠第三方担保。由于基础资产并未实现“真实出售”，一旦原始权益人发生破产等情况，已经证券化的收益权是否能不随原始权益人的破产而继续为投资人提供现金流缺乏法律保护。因此，在这个交易结构中，由担保机构对原始权益人提供不可撤销的连带责任担保的外部信用增级。

三是未能实现表外处理。为了减少资产转让有关的潜在税务责任，如重复征税等，发起人向第三方担保人提供反担保，以“确保”没有会计上的资产转让发生，这种安排必然是一种表内处理，无法实现基础资产的表外融资。

结 论

虽然澜电收益作为我国资产证券化早年成功的实践经验，取得了极大的成功，却也对我国如何进一步完善相关法规，清晰界定企业资产支持证券，规范发行机构，使企业资产证券化有法可依带来了巨大的挑战。由此可见，证券公司资产证券化业务由试点业务转为常规业务发展已成为现实需要。

为此，中国证监会于 2013 年 3 月 15 日正式颁布实施《证券公司资产证券化业务管理规定》。该规定不仅解决了企业资产支持证券的界定问题，特殊目的载体的形式也留下了多样性的可能，给交易结构的灵活安排留下了空间。而证券可多途径公开转让交易的规定，对企业资产证券化的全面实施也是极大的激励和鼓舞，具有巨大的积极意义。

——感谢您的阅读