

外资投资中国不良资产 一级市场分析



美国当地时间2020年1月15日中美签署的《经济贸易协议》，将允许美国金融服务供应商申请资产管理公司许可证，该许可证将允许他们从省级许可证开始直接从中资银行获取不良贷款。如果新增全国牌照，则对美国申请者一视同仁。

按财金〔2012〕6号《金融企业不良资产批量转让管理办法》的规定，银行等金融机构批量转让不良资产，只能是持有不良资产牌照的资产管理公司（即AMC公司）购买，包括全国性AMC和省级AMC公司。我们把银行等金融机构向AMC公司批量转让不良资产的市场称为不良资产一级市场，AMC公司再向其他投资人转让不良资产的市场称为二级市场。自2015年新一轮的不良资产规模迅速增长以来，行业主流外资机构已经先后悉数回到中国市场。但由于牌照的限制，外资机构受让不良资产的渠道仅限于二级市场。此次经贸协议放开外资参与不良资产一级市场收购，外资机构将可以直接从银行等金融机构批量受让不良资产。

新的经贸协议将给外资机构带来怎样的优势和机遇？国内AMC行业的现状和特点是什么？外资投资中国不良资产市场的路径有哪些？本文将从这几个方面进行梳理、解读和分析。



一、中美《经济贸易协议》的解读

经济贸易协议第4.5条体现了我国金融市场开放政策在不良资产领域的进一步延伸，将有助于提升不良资产处置市场化水平，更有效化解潜在金融风险。自2016年末开始，随着投资限制的减少、资金进入中国途径的增多，以及各地不良资产跨境试点的成立，外资逐步加大参与我国不良资产市场的力度。相较于境内投资者，外资更倾向于较大规模收购不良资产包，以降低资金进出的时间成本，从而提高收益。目前，外资机构主要在二级市场从AMC手中收购不良资产，也有少部分通过不良债权跨境转让试点平台实现受让。

新的贸易协议使得外资可以直接参与到不良资产一级市场中，这将有效的降低外资的投资成本和缩短处置时间。不少外资机构在中国不良资产市场布局已久，与金融机构、处置服务机构、法院等市场参与者建立了良好的合作关系，加上其资金优势及专业的资产管理方式，外资机构越来越具备专业竞争力。贸易协议的签署会增加不良资产一级市场的参与者，参与者的增多一定程度上会加剧一级市场的竞争，但是也会促进市场进一步的开放和专业程度的提高，从长期来看会形成市场的良性循环。目前，有关外资在境内成立持牌AMC的细节尚未出台，外资获颁发的省级AMC牌照是否和其他内资省级AMC一样的业务范围，是否允许外资办理抵押登记、以物抵债、税收政策等问题将会非常值得关注。





不良资产形成的原因背景

中国不良资产的产生是多方面因素造成的，既有国家宏观经济政策、国民经济发展、社会信用环境、制度法律等各方面的外部原因，也有微观主体自身经营管理不善等内部原因。2000年以前，由于信贷资金的财政化、财税体制的欠缺、银行经营管理水平的不足以及银行体制的历史性原因，形成了不良资产；2000年至2010年，宏观经济形势波动以及投资膨胀形成粗放型的经济扩张模式，国内各主体风险管理水平尚不完善又受到2007年次贷危机的影响，导致不良资产供给增加；2010年以后，不良资产的产生更多源自于经济结构的调整、供给侧改革的推进，以及不良资产监管水平的不断提高，因此在这一轮不良资产化解过程中，更多的强调了对宏观经济政策的有效传导和执行。

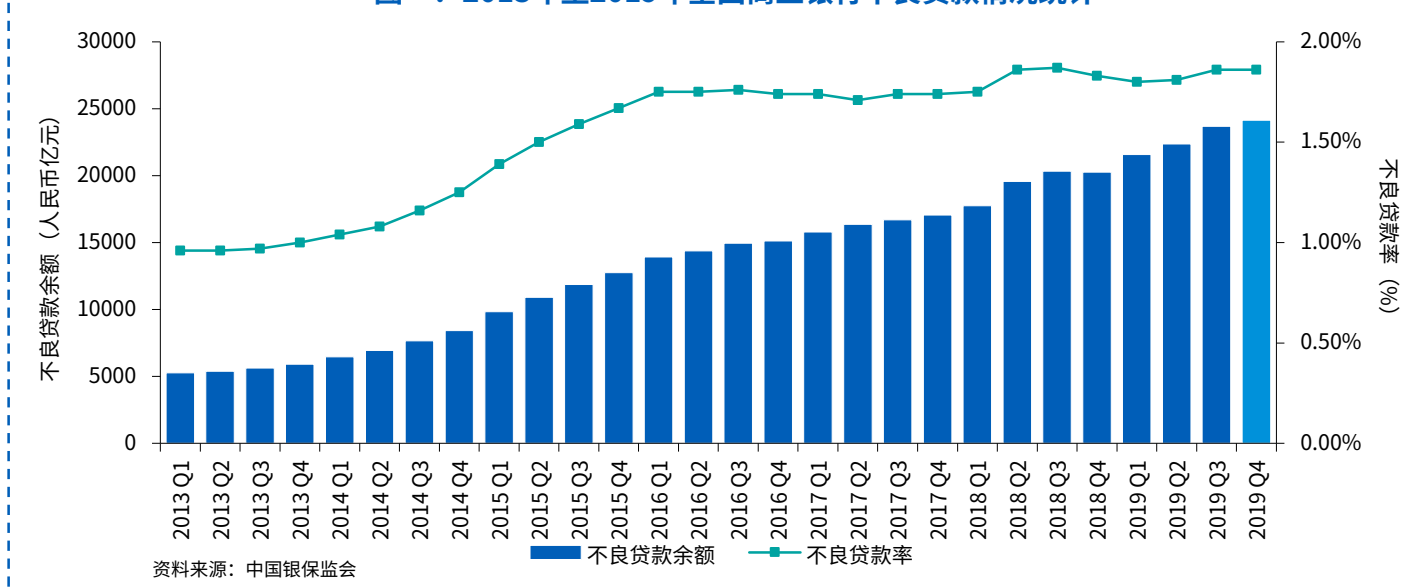
自2015年以来，我国宏观经济运行由高速增长阶段转入高质量发展的“新常态”阶段。经济增长换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期叠加”效应逐步显现，产能过剩和流动性问题凸显，同时国内同业竞争加剧，不良资产产生的原因发生了根本性的变化。

中国不良资产的现状

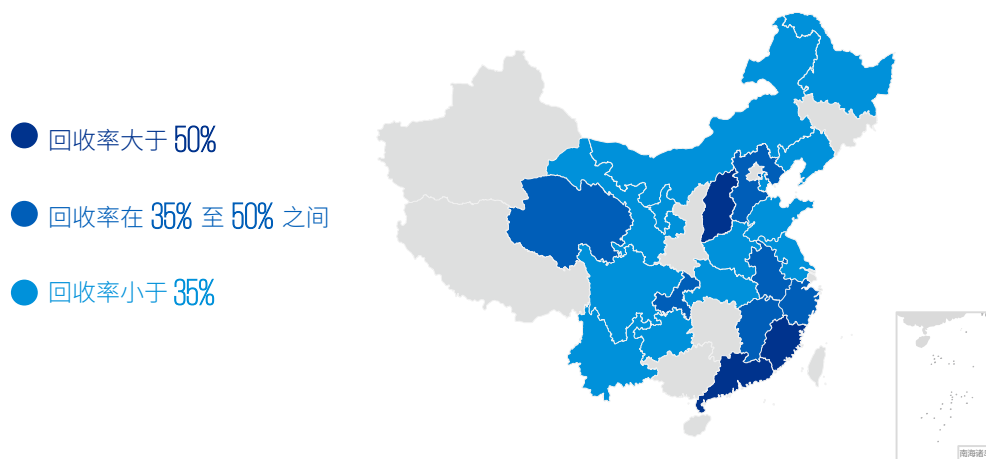
经济越发展，监管越规范，越需要严格不良资产的划分，促进不良资产的真实消化和降解，谨防金融风险的爆发。监管政策趋严是大方向，银保监会多次就不良贷款发文，包括：《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》(银保监[2019]23号)、《商业银行金融资产风险分类暂行办法》、“逾期90天以上贷款新规”等，均要求不良资产实现清洁出表，真实改善不良资产管理水平。

中国商业银行不良率由2018年末的1.83%升至2019年末的1.86%，不良贷款规模由2018年末的2.03万亿元到2019年末的2.41万亿元，增长率为18.72%（见图一）。今年新冠疫情下部分企业出现的经营和流动性困难，可能会带来未来一段时期内不良率的阶段性增长。2016年以前一级市场的主要资产供应方为全国大型商业银行，主要购买方为四大AMC。2016年以后全国股份制银行、城商行以及农商行的出包需求和规模与日俱增，50多家的省级AMC也越来越多参与到一级市场中。一级市场的平均成交价格自2013年到2017年逐渐走高达到四折以上，2017年以后又慢慢回落至三折左右的水平。从2014年到2019年，毕马威在一级市场帮助29家银行近6,000亿元不良资产进行尽调估值和投资推介工作，根据毕马威参与一级市场不良资产批量转让尽调估值的银行的平均成交数据，2019年全国各省份的不良资产成交价格较2018年又有所降低，但东南沿海地区的资产价格仍在较高价位（见图二）。伴随经济形势和结构的不断发展变化，不良资产二级市场的参与主体也迅速扩展，交易流程中的专业服务机构层出不穷，不良资产行业呈现百花齐放的蓬勃状态，专业化、细分化、丰富化是行业的发展趋势。

图一：2013年至2019年全国商业银行不良贷款情况统计



图二：2019年毕马威参与一级市场尽调估值的不良资产成交价格分析



资料来源：毕马威分析

全国性AMC及地方AMC

不良资产是一个集专业性和综合性于一体的投资领域，任何重组、并购、扩张和整合，都离不开对不良资产的处置和优化，尤其是在我国经济面临三期叠加和结构调整的此时此刻，解决好不良资产问题是前提和基础。不良资产行业在不断扩展和进步，不良资产持有人向不良资产要效益，变处置不良资产为经营不良资产成为新时代不良资产行业的迫切需求。

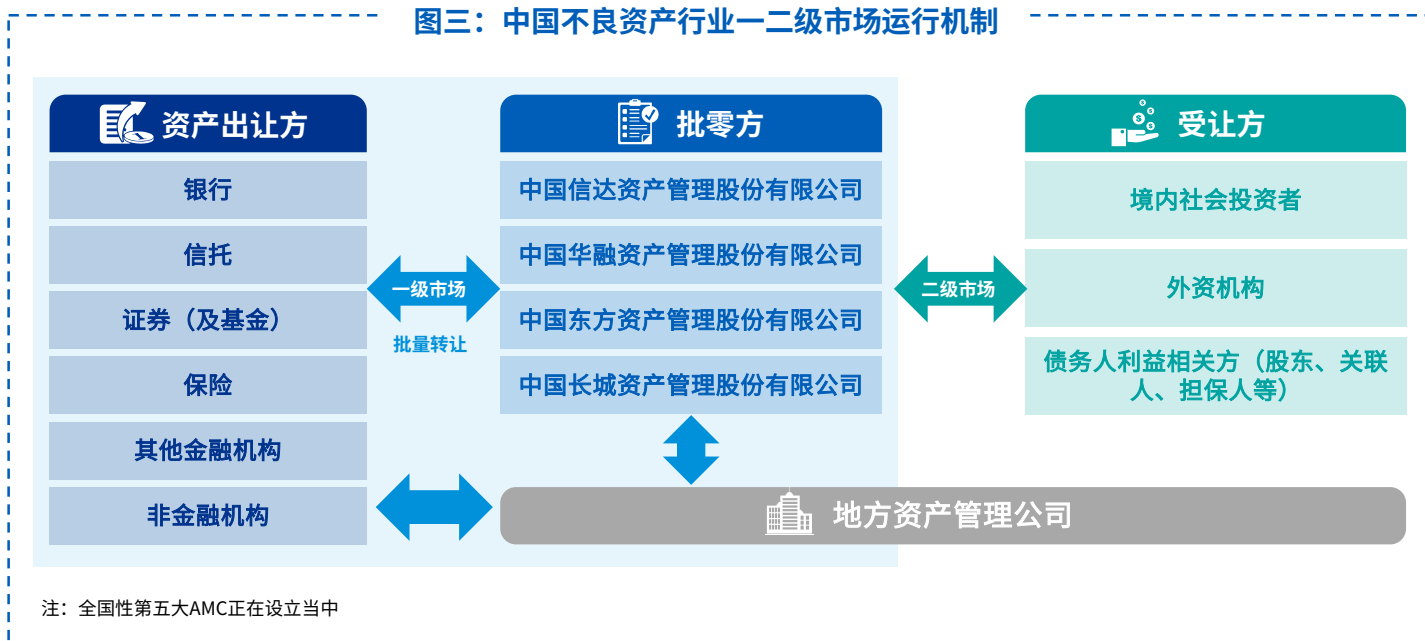
全国性AMC作为不良资产一级市场主要参与者和二级市场重要参与者与供给者，占据不良资产市场绝大部分市场份额。他们和政府、金融机构的深度合作关系、获取不良资产的能力、获取低成本资金的优势、多年积累的客户网络和品牌效应、领先的不良资产运作和处置能力、专业的人才优势都是其他机构难以比拟的，在当前不良资产管理行业竞争格局中处于主导地位。

地方AMC相对更具地缘优势，伴随着人才引进、专业能力提升、前期经验的累积，地方AMC业务逐渐呈现出个性化和多元化的发展态势。虽然不同区域的地方AMC因为股东背景、地域特点等的不同，导致业务定位、资源整合能力、经营状况有所不同，但是抱团取暖在地方AMC之间已达成共识。近年来，地方AMC在不同区域根据各自优势开展了广泛的合作。（见图三）

中国不良资产行业从1999年四大AMC成立至今，已经走过20年的发展和变迁，资产特点、业务模式和盈利水平都发生巨大变化，行业规范性和专业化水平也逐渐提高。无论是全国性AMC还是地方AMC，回归主业是当前的主旋律，需要在解决真正不良的基础上再创新和再盈利，债转股、ABS、不良资产基金等手段的运用更具时代挑战性。



图三：中国不良资产行业一二级市场运行机制



外资机构在中国境内申请AMC牌照

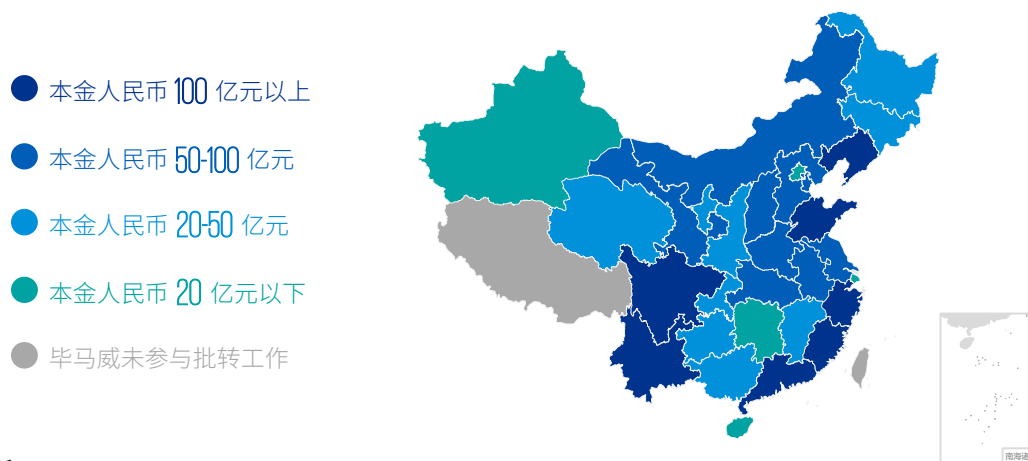
伴随着中美经贸协议的生效，外资机构在中国境内的不良资产业务将迎来一波政策红利。2020年1月3日，中国银保监会公布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》。指出要引进先进国际专业机构，吸引财富管理、不良资产处置、专业保理、消费金融、养老保险、健康保险等领域的外资金融机构进入境内市场。2020年1月15日，中美双方在美国华盛顿签署第一阶段《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》，第4.5条对“金融资产管理（不良债务）服务”作出专项约定：一是双方承认在不良债务服务领域存在互利互惠的机会，愿共同在该领域促成更多机会。二是中国应允许美国金融服务提供者从省辖范围牌照开始申请资产管理公司牌照，使其可直接从中资银行收购不良贷款。中国在授予新增的全国范围牌照时，对中美金融服务提供者一视同仁，包括对上述牌照的授予。三是美国将继续允许中国金融服务提供者参与不良贷款的收购和处置。

以我们的感受和了解，中国境内AMC行业非常欢迎外资的加入，外资也亟需寻找中国境内值得信赖的合作伙伴，外资有更具规模的资金（一般投资规模在5000万美金以上）及成熟的项目筛选标准，外资更希望和中国境内AMC站在同一个起跑线，享受与AMC平等的一级市场参与权，这一切在本次中美《经济贸易协议》签署后将逐渐变为现实。外资机构独立或者与其他投资人一起联合经营AMC，非常值得期待。不良资产方面的政策制度，例如外资AMC是否可以办理抵押登记，是否可以实现以物抵债，以及税收政策是否和内资AMC同样政策，这些关键因素的考量将决定外资AMC的含金量和运营效果。从另一个角度分析，外资机构对不良资产包及单体项目的内部收益率（IRR）考虑是其对标的资产投资与否的核心要素，而上述这些政策的落地也会直接影响外资机构的投资意向。

关于区位选择，经济总量越大、不良资产越多、经济越活跃的地区不良资产交易规模也越大。发达的东部沿海地区，江苏、浙江、广东、福建等省份地区不良资产交易规模普遍排名靠前，尤其是浙江和广东省。这和浙江、广东省制造业和批发零售业相对集中，同时中小型民营经济也较为发达有关。重工业和能源业不良资产主要集中在山西、吉林、黑龙江、内蒙、河南等省份，这些省份承担着传统大型产业转型的压力和经济供给侧改革的重任（见图四）。通常大湾区、东部沿海地区以及京津冀是外资机构投资不良资产所热衷的地区。但是每个地区的区域特点、司法环境、税收政策以及服务商水平都是截然不同的，各有各的优势和问题。因此，区域增长潜力、投资价格、股权比例和管理话语权也是外资机构选择区域时要考虑的问题。除此之外，外资机构还须对不良资产业务的投资方向做出明确定位，包括不良资产种类、底层资产类型、收益回报和处置时间要求、资产风险偏好等。

毕马威在AMC公司设立、与监管沟通、招商引资、不良税筹等方面都有丰富的经验和优势，我们欢迎与更多境内外机构进行深入的沟通与交流，协助我们的合作伙伴开拓不良资产市场的更多机遇。

图四：2014年至2019年毕马威参与一级市场尽调估值的不良资产成交地域分析



资料来源：毕马威分析



三、外资的投资方法途径和税务问题

外资的投资方式和路径

外资机构在中国不良资产市场投资相比较以往的周期来说需要具备更灵敏的嗅觉和更成熟的合作伙伴。在中国进行不良资产投资主要考虑两点：

第一是如何投出去，中美经贸协议的签订使得外资机构在一级市场直接购买不良资产成为可能，由此可以节省1%-5%的成本支出从而提高项目的IRR，这对外资机构来说是一个福音；其次是筛选项目，外资通常都有自己成熟的判断逻辑和选择标准，但是需要保证在满足公司风控措施的情况下也兼具落地性，才能避免一年看很多项目却一单也无法投出的情况。每一个不良资产项目里都会遇到一些不确定因素，而这也是不良资产行业最独特和最有趣的地方，虽然现在的法律环境和市场基础相比从前有大幅改善，但是不良资产产生的原因和结构却更为复杂，我们非常重视不良资产投资之前专业和充分尽调的必要性，毕马威在一级市场和二级市场不良资产尽调估值领域已经积累了万亿以上资产的经验，包括买方尽调和卖方尽调，我们提醒外资机构关注不良资产投资之前专业和充分的尽调工作的必要性。

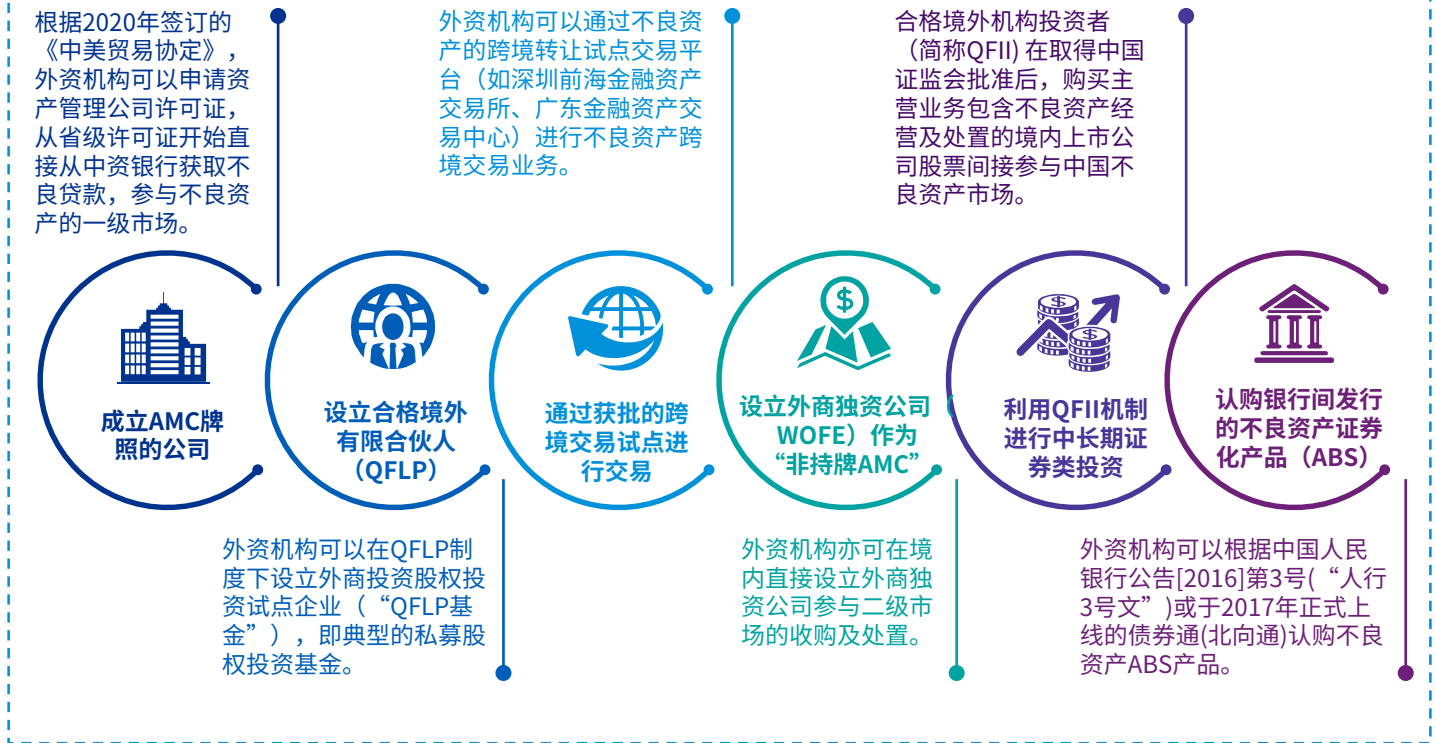
第二是如何收回来，也就是我们说的如何处置不良资产。近年来外资机构在中国境内所购买的资产包都有服务商参与的身影，一个成熟高效且具备国际视野又深谙本土处置手段的服务商深得外资机构的青睐，服务商包括律所、地方AMC、投资公司等。在不良资产处置中双方建立的良好合作关系和未来业务发展也催生了外资机构与服务商的紧密合作，毕马威可以协助外资机构选择适合并有发展潜力的服务商开展业务和股权层面的合作。

外资机构在中国投资不良资产市场可考虑的几种路径（见图五）：

- 成立AMC牌照的公司；
- 设立合格境外有限合伙人（QFLP），开展私募股权投资；
- 通过获批的跨境交易试点进行不良资产交易；
- 设立外商独资公司（WFOE）作为“非持牌AMC”；
- 利用合格境外机构投资者（QFII）机制进行中长期证券类投资；
- 认购银行间发行的不良资产证券化产品（ABS）。

具体用哪种路径，要根据外资机构情况特点、自身定位和市场现状来确定。

图五：外资机构在中国投资不良资产市场的交易路径



外资从事不良资产业务的税务问题

外资AMC在不良资产清收、不良资产转让、不良资产重组、债转股、抵押物法拍等各环节都会碰到税务难点，比如清收收益是否需作为贷款利息缴纳增值税，如何区分本金和利息部分；比如转让环节如何确认税前扣除的资产成本；如果债务人未发生破产等情形，债权债务双方自行达成债务重组安排能否获得税前扣除；以资抵债中AMC若垫付税金但无法取得以其为抬头的缴税凭证，无法税前费用扣除或者资产损失扣除如何处置；债转股业务如何确定折股股权的价值，债转股损失能否获得税前扣除；不动产法拍过程中产生的土地增值税，各地操作存在较大差异，过户登记过程中涉及的税费是否应由买受人承担？法院是否会从拍卖款中扣下税款？税务机关是否有权从拍卖款中优先扣收债务人的欠税等等。外资AMC需充分考虑税费成本及筹划空间，并关注各地法院和税务机关的态度和实践，以谋划最佳税务安排。

除获取AMC牌照参与一级市场外，外资机构也可能通过直接购买不良资产、QFLP模式等其他方式参与不良资产交易。考虑到牌照的稀缺性，未来一段时间，其他方式仍是外资机构的主要方式。选择业务模式、人员安排时，应考虑是否会导致境外投资者在境内构成常设机构并按照25%税率缴纳所得税；资产转让环节，应关注不同税务机关在缴税口径上的差异，如不良资产处置收益是否应交增值税；选择设立QFLP地点时，应考察不同地区税收政策、税务优惠及财政补贴等。（对于税务问题更加详细的分析，投资者可参阅毕马威税务团队近期发布的专题文章）

在新的政策环境下，获得AMC牌照将很有可能成为2020年外资机构的创新尝试，也是直接进入一级市场与全国性AMC和地方AMC同台竞技的良机。我们期待新的政策机遇能够让中国不良资产行业焕发出更多商机和活力，促进行业进一步的规范和蓬勃发展。



联系我们：



彭富强

华南区咨询服务主管合伙人
中国及亚太区特殊资产组主管合伙人
毕马威中国
电话：+86 (20) 3813 8802
邮箱：wilson.pang@kpmg.com



何巍烨

重组咨询服务主管合伙人
毕马威中国
电话：+86 (10) 8508 4509
邮箱：stan.he@kpmg.com



胡雪梅

特殊资产组合伙人
毕马威中国
电话：+86 (10) 8553 3654
邮箱：may.hu@kpmg.com



张旭

特殊资产组经理
毕马威中国
电话：+86 (10) 8553 3690
邮箱：benjamin.zhang@kpmg.com

kpmg.com/cn

所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2020 毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国外商独资企业，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织(“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的注册商标或商标。