



资产证券化法律问题研究

陈 冰

摘 要: 资产证券化(Assets Securitization)是20世纪最重大的金融创新成果之一,作为一种有效的融资工具,它在我国的推行是必然的。目前,我国的资产证券化刚刚起步,实践经验及理论准备都十分匮乏,导致了我国资产证券化立法工作的滞后。从资产证券化的逻辑起点开始,应当确立法律上可操作的可证券化资产的法定标准,有效实现风险隔离的证券化资产的转移模式,以使该金融创新成果在我国运作具备法律上的可行性。

关键词: 资产证券化; 可证券化资产; 资产转移; SPV 设立模式

从2005年3月开始,我国银行业正式启动了信贷资产证券化试点,由此开始了我国资产证券化的实践活动。欧美各国资产证券化制度历史弥久,已经成为融资市场最为重要的工具之一。而且,由于华尔街的过度贪婪和监管当局的失当,“有毒”证券化资产也被认定是引爆本次世界性金融危机的罪魁祸首。目前,我国可以证券化的资产仅限于银行信贷资产,但资产证券化在我国是大势所趋,势在必行。任何融资技术的产生与发展都离不开相应的法律制度,资产证券化在运作过程中涉及大量的法律问题,由于资产证券化在我国尚属起步阶段,相关法律法规处于缺失状态或者很不完善,如何顺应国际金融市场发展的大势,利用资产证券化这一金融创新优秀成果为我所用,以促进我国金融市场的完善和发展,同时防范资产证券化过度和制度失当可能带来的不良后果和风险,是理论与实务界共同面临的课题。

一、可证券化资产的标准

资产的界定是资产证券化的逻辑起点,也是一定程度上决定资产证券化能否成功及资产证券化交易成本大小的关键因素。资产证券化可以理解为这样一个过程:原始权益人(发起人)将其持有的不能短期变现但可以产生稳定的可预期收益的金钱债权,作为拟证券化的基础资产,转移给专为实现证券化目的而设立的特殊目的载体 SPV (Special Purpose Vehicle, 发行人),SPV 将取得的单项或多笔基础资产进行重组和信用升级后,再以此为担保发行资产支持证券,并以该基础资产的收益作为保证支付证券的本息^①。对于何为资产证券化,有学者认为,资产证券化是指把应收账款或其他不易销售的资产转换成可以在资本市场上发行或销售的证券的过程。证券化允许投资者基本上依靠发行人应收账款的现金流的信用和预期而不是发起人自身的财政力量^②。也有学者认为,资产证券化是指股权或债权凭证的出售,该股权或债权凭证代表了一种独立的有收入流的财

^① 李公科:《论资产证券化的法学定义》,载《天府新论》,2005年11月。

^② Joseph J. Norton, Paul R. Spellman and Mitchell S. Dupler, *International Asset Securitization*, Lloyd's of London Press LTD, 1995, p. 1.

产或财产集合中所有权益或由其所担保,这种交易被架构为减少或重新分配在拥有或出借这些基本财产时的风险,以及确保这些财产更加市场化,从而比仅仅拥有这些基本财产的所有权益或债权有更多流动性^①。上述资产证券化的过程及其定义可以看出,并非所有的资产都需要而且可以证券化,需要证券化的资产是缺乏流动性、变现能力差的资产,且可证券化的资产必须能够产生稳定现金流量。究其原因,一方面,流动性很强的资产如股票,一般不需要证券化,相反是证券化资产所要转化的目标;另一方面,证券化所发行证券的投资回报是靠证券化资产所产生的现金流来支付,或者说是以证券化资产的信用作为投资收益的支付保证,如果证券化资产没有稳定现金流产生,证券化所发行的证券将是无水之源。对于哪些资产可以证券化,可证券化资产有哪些限制条件,学界提出了几种标准:

第一,六要点说。此学说根据国际上已有的和流行的证券化品种,认为证券化资产或资产池应具备以下六项基本要求:(1)能在未来产生可预测的、稳定的现金流;(2)至少持续一定时期的低违约率、低损失率的历史记录;(3)初始债务偿还均匀;(4)初始债务人有广泛的地域、人口统计分布;(5)抵押物有较高的变现价值或对于债务人的效用较高;(6)金融资产具有标准化、高质量的合同条款^②。

第二,七要点说。此观点认为,适于证券化的理想资产一般应具有如下特点:(1)可理解的信用特征;(2)明确界定的支付模式/可预测的现金流量;(3)平均偿还期至少为1年;(4)拖欠率和违约率低;(5)完全分期摊还;(6)多样化的借款者;(7)清算值高^③。

第三,八要点说。该观点根据资产证券化交易的实例,认为适合于证券化交易的金融资产应具备以下特点:(1)能在未来产生可预测的稳定的现金流;(2)现金流入的期限与条件易于把握;(3)持续一定时期的低违约率、低损失率的历史记录;(4)本息偿还分摊于整个资产存续期间;(5)金融资产的债务人有广泛的地域和人口统计分布;(6)原所有者已持有该资产一段时间,且资产达到一定的信用标准;(7)金融资产的抵押物有较高的变现价值或它对于债务人的效用很高;(8)金融资产具有标准化、高质量的合同条款^④。

第四,九要点说。该说认为,基础资产在类型、起源、文件和将来管理等方面须有统一的特征,具体为:(1)统一的资产组合;(2)应收账款要有清晰的结构;(3)良好界定的支付模型;(4)从数学和统计上可预测的现金流;(5)低违约率;(6)总体上到期日分期偿还债务;(7)多个债权人(通过多样化减少风险);(8)高的流动性;(尽管证券化的目标之一恰是提高流动性);(9)比发行的证券有更高的回报率^⑤。

上述四种学说,均是可证券化资产的理想标准,仔细分析之,并无实质区别,都是紧紧围绕“能在未来产生可预见的稳定的现金流”这一核心来展开的,且上述标准只是对可证券化资产经济特性的概括,并不具有法律上的可操作性。更重要的是,在实际操作中,并非所有证券化的资产都能完全符合上述标准。因此,根据可证券化资产的经济特性,总结概括出实际操作中的可证券化资产的法律标准,增强其法律上的可操作性就显得十分重要。

本文认为,确定可证券化资产的法律标准可以采取概括加列举的方式,原因有两个方面:一是可证券化的资产在经济及法律的层面上具有共同性,如须具有上述标准所列举的经济特性;二是在较长时期内证券化资产的种类比较稳定,如当前常见的有不动产抵押贷款债权证券化、汽车贷款证券化、租赁债权证券化、应收账款债权证券化等。据此,本文认为,可证券化资产的法律标准有二:一是拟证券化资产产生稳定现金流具有可预见性;二是拟证券化资产具有可转让性。

第一,资产证券化制度设计的核心是有效保护投资者的利益,而证券化资产的未来现金流是投资人投资回报的来源,这就要求证券化资产的未来现金流必须是可预见的。因此,证券化资产未来现金流的可预见性是可证券化资产的核心标准。另一方面,虽然支付风险可以通过信用增级等措施来加以弥补,

① Shenker & Colletta, Asset Securitization: Evolution, Current Issues and New Frontiers, 69 Tex. L. Rev. 1396, 1374~1375 (1991).

② 沈 沛:《资产证券化的国际运作》,中国金融出版社2000年,第43~45页。

③ 沈 沛:《资产证券化的国际运作》,第70页。

④ 王开国等:《资产证券化论》,上海财经大学出版社1999年,第11~12页。

⑤ 王 健:《可证券化资产标准论》,载《经济体制改革》2005年第12期。

但这只是为运作资产证券化不得已而必须采取的措施,它根本的目的还是在于弥补证券化资产未来现金流无法实现而带来的支付风险。

第二,资产证券化的主要目的在于化解证券化标的资产缺乏流动性或流动性较差的难题,以获取企业发展所需要的资金,进而解决企业的融资问题。因此,拟证券化资产未来现金流的可预见性只是为资产的证券化提供了一个可能,如果将这种可能性转化为现实性,还要求这种可预见的能在未来产生现金流的拟证券化的资产具有可转让性。否则,再理想的资产也发挥不了融资的功能。不过资产证券化运作过程中的风险尤其严重,如传导性强、波及面大、对经济影响深远等,因此,立法应该对拟证券化资产的转让交易严加规制。

第三,对于常见的证券化资产的种类,法律应当而且可以进一步列举出其可以进行证券化交易的条件。从实践来看,虽然证券化的资产范围比以前大大扩大了,但主要还是集中在不动产抵押贷款债权、汽车贷款债权、租赁债权、应收账款债权、信用卡贷款债权、中小企业放款债权等这些类型。针对这些常见的资产证券化类型,立法可以根据各类拟证券化资产的经济特性,概括出认定各类资产能够产生稳定现金流及具有可转让性的法定条件。确定可证券化资产的法定条件可以从以下四个方面考虑:(1)原始权益人的资信状况,包括其信用记录及持有拟证券化资产的时间等;(2)拟证券化资产的权属状况明确,即属于原始权益人;(3)拟证券化资产产生未来现金流具有现实条件,包括资产的历史记录良好,违约率及损失率低、相关合约文件及历史数据齐全、债务人的地域和人口分布达到一定标准;(4)资产抵押合法有效且变现价值较高。

二、资产证券化中的资产转移与风险隔离

风险隔离是指将原来拥有基础资产的原始权益人(发起人)的其他资产风险和破产风险等与资产证券化交易隔离开。风险隔离中的风险主要指但不限于破产风险,资产证券化通过破产风险隔离制度切断破产企业与证券化资产的联系,使得当企业破产时已经转移给 SPV 的资产免于列入破产财产,从而规避了破产法律对担保物权行使的障碍。由于破产企业拥有所有权和担保物权的财产都会被列入破产财产,为规避破产法律的规制,资产证券化对于资产转移一般采用设置信托或者“真实销售”的法律模式。

信托是一种起源于英美衡平法的制度设计,它的基本含义是委托人将财产权转移给受托人,受托人则为受益人的利益处分信托财产。信托的法律构造产生了两个最基本的法律观念:一是所有权和利益相分离。信托一旦有效设立,委托人转移给受托人的财产就转化为信托财产。信托财产所有权的性质极为特殊,表现为“使用权与利益的分离”。其中,受托人享有信托财产的所有权,即“法(普通法)定所有权”,但是受托人必须将管理和处分信托财产所产生的利益交付给收益人,因为收益人享有“衡平法上的所有权”;二是信托财产的独立性。因为信托财产一旦有效设立,信托财产即从委托人、受托人以及受益人的财产中分离出来,成为独立运作的财产。英美国国家资产证券化对资产转移采用信托方式的情况下,原始权益人(发起人)将拟证券化资产转移给 SPV(发起人),两者即成立了信托关系,受托人 SPV 持有、经营、治理作为证券化标的资产的债权,该证券化标的资产的所有权属于 SPV,发起人的债权人不能对该资产主张权利,从而实现了证券化资产与发起人的破产风险的隔离。

我国目前的《信托法》受大陆法系“一物一权”的影响,其关于信托的规定是:委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行治理或者处分的行为。依据此规定,受托人并不对受托财产拥有法定所有权。在资产转移后,发起人仍可能继续拥有资产所有权,证券化资产仍可能成为发起人的破产财产。因此,资产证券化的资产并没有实现隔离,投资人的利益仍会受到破产风险的重大影响。此外,在我国,作为信托标的财产应当是积极财产,包含债务的财产,不能作为信托财产。由于债权权利的实现本身就存在不确定性,具有一定的消极性,所以债权资产作为信托财产似乎不符合信托财产的要求。因此,目前我国运作资产证券化如采用信托方式转移资产,缺乏必要的法律规定,且现行相关法律制度对其也造成了一定的障碍,这将导致我国资产证券化运作采用信托方式转移资产难以发挥破产风险隔离的功能。

近年来,发达国家的资产证券化,也采取资产“真实销售”的方式。目前我国关于这方面的法律制度和会计制度尚不健全,在如何认定资产转让到底是“真实销售”还是“抵押融资”方面仍是一片空白,这也是我国开展资产证券化的制度障碍之一。在美国,判断一项证券化的资产是否为真实出售,与所有权有关的风险和收益是否真正转移给另一个法律实体,法官会根据“实体重于形式”的原则进行判断,考虑的因素有:第一,发起人的资产负债表是否已进行了资产出售的账务处理;第二,最后由独立的评级机构依照公平的市场价值而制定的转让价格;第三,转移发生后,卖方对转移资产的控制程度;第四,被转移人是否取得对该资产所生利益的所有权;第五,当事人在他们的书面陈述中所表达的意图,当事人在主观上是否将该交易认定为买卖,该资产所生的风险及利益是否转移,转让人所负担的损失风险比例越重,越有可能不被认定为真实销售^①。

据上所述,我国资产证券化运作在资产转移问题上会遇到诸多法律障碍,这些法律障碍的存在将直接导致资产转移可能无法实现资产证券化运作所必然要求的风险隔离的效果。为此,为给资产证券化在我国成功运作创造法律条件,我国《信托法》有必要作相应修改,明确资产证券化采用信托方式转移资产的行为性质,确认信托方式转移资产发生隔离破产风险的法律效力。同时,应参考国外资产证券化成功的立法经验,制定证券化资产“真实销售”的法律认定标准,提高法律上的可操作性,以防范资产证券化交易被界定为担保融资而无法实现破产隔离的风险。此外,资产证券化中资产转移涉及到《公司法》、《合同法》、《信托法》、《破产法》等一系列法律法规,在我国尚未有规范资产证券化专门立法的情况下,有关机关应尽快出台临时性的指导文件、加强相关司法解释,以解决资产证券化运作过程中的法律规定不完善与相互冲突的问题。

三、SPV(特殊目的载体)的设立模式

SPV(Special Purpose Vehicle)是为了实现资产证券化而专门设立的一种经济实体,其功能在于向资产证券化的发起人购买或以其他方式“接受”用于证券化的基础资产,并以该资产为基础发行股票或债券。在资产证券化涉及的诸多法律问题中,SPV 法律问题具有极端重要性,其直接影响到资产证券化运作的成败,因此,在资产证券化的整个运作过程中,SPV 处于核心主体地位,具体而言,其重要作用及影响在于:第一,SPV 通过“真实销售”或信托的方式获得发起人的资产,使发起人的资产与证券发行人的资产相分离,实现了证券发行人与发起人的破产风险相隔离;第二,SPV 本身的业务状况对其发行的资产支撑证券的评级会产生很大影响;第三,SPV 采用的组织形式会对资产支撑证券的形式产生重大影响。毫无疑问,SPV 最主要的功能在于把影响证券化资产的利益归属风险与原始权益人(发起人)的破产风险相隔离,因此,从理论上讲,只要能够达到隔离破产风险的目的,SPV 采用哪一种实体并不重要,原始权益人可根据具体的情况来做出选择。实践中,设立 SPV 应当考虑的因素主要有四个:一是证券化资产转移是否符合“真实出售”和风险隔离的要求;二是是否符合证券发行交易的要求;三是能否降低证券发行成本和交易费用;四是是否存在适合其成长的宏观经济政策和法律环境。综观各国资产证券化实践,SPV 的组织形式一般有信托型(SPT, Special Purpose Trust)、公司型(SPC, Special Purpose Corporation)和合伙型三种形式。

以信托方式设立 SPV,是指原始权益人将证券化资产转让给 SPV,成立信托关系,由 SPV 作为资产支撑证券的发行人发行代表对证券化资产享有权利的信托收益证书^②。在信托法律关系中,委托人为原始权益人,作为受托人的 SPV 是法律规定的营业受托人;信托财产为证券化的资产组合;受益人则为受益证书的持有人。与前述理念相一致,在这里,原始权益人将其证券化资产信托于 SPV 后,这一资产的所有权就属于 SPV,原始权益人的债权人就不能再对不属于原始权益人的资产主张权利,而 SPV 享有的所有权受到受益人“衡平法所有权”的限制,是不完整的所有权,故其债权人也不能对这一资产主

^① 许凌艳:《论金融资产证券化风险防范法律机制》,载《法学杂志》2004年第9期,第101页。

^② 何小锋等:《资产证券化:中国的模式》,北京大学出版社2002年,第220页。

张权利。由此不难看出,英美法中信托财产具有的独立性满足了证券化风险隔离的要求。

在我国目前的法律环境下,以信托模式设立 SPV 也具备一定的制度条件并具有比较优势:一方面,相较于公司和合伙形式,信托要求更少的设立和经营的规则要求^①;另一方面,由于拟证券化资产作为信托财产转移给受托人,基于信托财产的独立性,资产转让“真实销售”较其他形式的 SPV 易于实现。但同时我们必须看到,在我国现有的法律体系下,采用信托方式设立 SPV 尚存许多障碍,如,我国《信托法》第二条规定:“本法所称信托,是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受托人的利益或特定目的,进行管理或者处分的行为”;第十五条规定:“信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别。设立信托后,委托人死亡或者依法解散、依法被撤销、被宣告破产时,委托人是唯一受益人的,信托终止,信托财产作为其遗产或者清算财产;委托人不是唯一受益人的,信托存续,信托财产不作为其遗产或者清算财产;但作为共同受益人的委托人死亡或者依法解散、依法被撤销、被宣告破产时,其信托受益权作为其遗产或者清算财产”;第十六条规定“信托财产与属于受托人所有的财产相区别,不得归入受托人的固有财产或者成为固有财产的一部分”。根据该法,受托人只是对委托人的财产进行管理和处分,信托财产与发起人的财产并没有实现完全的隔离;此外,我国《信托法》和《企业破产法》对于如何将上述信托受益权归入破产财产、怎样行使该权利均未作具体规定,如果将信托财产直接纳入破产财产,就可能产生破产风险不能完全隔离的结果。这就必然产生了一个疑问,在我国现有的制度环境下,采用信托模式设立 SPV 能否真正达到拟证券化资产“真实销售”的目的,更进一步则为我国信托型 SPV 能否达到破产风险隔离的效果。另须关注的是,受托财产能否进行证券化也是一个问题。我国《信托法》只就信托的一般形态进行了规范,并未对信托财产证券化形态作出任何规定。此外,《信托投资公司管理办法》、《信托投资公司资金信托管理暂行办法》规定,信托投资公司不能签发受益凭证,不能发行债券,如此,信托型 SPV 也就无法把从发起人处购置的资产进行证券化化的处理,无法以证券的形式向社会销售,那么也就无法实现其融资变现的目的。

据上分析,在我国采用信托方式设立 SPV 存在的障碍主要体现在某些法律规定缺失及相关法律规定相互冲突或不配套。对于这些障碍,笔者认为可通过对现有法律框架进行完善加以解决。需要完善的内容有:(1)规定“真实销售”的效果。明确证券化的信托资产所有权归受托人所有,实现有效隔离“破产风险”;(2)确认信托公司发行受益凭证的法律资格。解除对信托公司不得发行证券的限制,允许其在符合资产证券化条件下发行该类证券;(3)加强对受托人(信托公司)的控制,限制其行为能力的范围,如控制其负债状况、规制其投资行为及资金运用等。

以公司形式设立 SPV 是指发起人将证券化基础资产转让给一家专门从事证券化运作的特殊目的公司(SPC),由其发行资产支撑证券。与信托相比,在我国运作资产证券化采用公司形式有两个优点:一是公司拥有证券化基础资产的实质性权益,有权对该资产产生的现金收益进行任意的分割组合,可以运用分档、剥离等技术,向投资者发行不同档次或不同支付来源的转付型证券,而法律对此并无限制;二是它作为一个常设机构,可以不断地进行证券化交易运作,可以向不同的发起人购买不同的证券化基础资产而不管这些资产是否相关,进而分别发行一组组不同的资产支持证券,从而在更大规模、更深层次上推行证券化,这样就提高了证券化的运作效率而降低了运作成本。当然,它也有其致命的缺点,即被课税,使投资者和资产证券化中介机构面临被“双重课税”的困境。实践中,解决的办法是国家给予其免税的优待或干脆将其设到开曼群岛等避税天堂。此外,在我国现行法律体系下,设立公司型 SPV 还存在诸多障碍,表现在:(1)公司型 SPV 难以构造相对完善的法人治理机构。公司型 SPV 实质是一个防范破产风险的组织机构,它不具有一般公司对应的法人机关、不拥有场地设施、只有名义上的资产和权益,近乎一个空壳公司,不完全符合《公司法》关于公司设立的要求;(2)公司型 SPV 发行资产支持证券难以达到《公司法》、《证券法》所要求的标准。以公开发行证券为例,股份公司净资产额不低于人民币 3000 万元,有限公司不低于人民币 6000 万元;累计债券余额不超过净资产的 40%;最近三年平均可分

^①洪艳蓉:《资产证券化法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年,第 62 页。

配利润足以支付公司债券一年的利息。然而,SPV 作为特设机构,它不可能有很多净资产;对发行债券总额的限制,使 SPV 无法将所持有的资产进行证券化;SPV 不直接从事生产经营,谈不上“最近三年的可分配利润”;(3)现有的财会制度给公司型 SPV 的操作带来极大不便。通常情况下 SPV 将绝大部分收益返还给投资者,自身无留利润,这样就无法执行《公司法》规定的公积金、公益金制度。因此,目前在我国采用公司形式设立 SPV 还存在许多法律障碍,我国应当进一步修改《公司法》、《证券法》等设立的高门槛,进一步修改相关财会税收制度,为我国资产证券化采用公司形式创造法律条件。

SPV 采取合伙形式是指发起人将证券化基础资产让与作为资产证券化中介机构的合伙组织,由其发行可上市流通的预托证券,投资者购买该证券而成为有限合伙人。资产证券化采用合伙型 SPV,通常是出于获得某方面优惠的考虑。在美国,由于合伙在联邦税法上被视为转付机构,不作为直接课税对象,其营业收益和损失直接由各合伙人分担,因而可以实现避免双重纳税的目的。美国资产证券化采用合伙形式多适用于不动产证券化,美国早期成立不动产有限合伙最初主要的原因是想获得税收上的好处,但 1986 年美国税法修正之后,有限合伙投资不动产在税务上的优惠被取消了,而且在合伙的法律关系里,合伙人一般要对合伙的债务承担连带责任,也就是说合伙人的财产风险和合伙组织的风险并没有完全隔离开来,从而不能达到资产证券化所要求的破产风险隔离的目的,所以采用合伙形式的 SPV 已经很少见,因此,在证券化的实践中,目前广泛采用的是公司制和信托制^①。我国新修订的《合伙企业法》创设了有限合伙制度,为有限合伙型 SPV 创造了法律上的发展空间,但合伙型 SPV 在我国现行法律制度下并不享有税收等优惠待遇,加上合伙组织本身固有的破产风险隔离功能弱的特性,结合国外实践,本文认为,我国资产证券化 SPV 亦不宜采用有限合伙形式。

四、结 语

资产证券化在我国尚属新生事物,虽然我国已经开始了资产证券化的试点工作,但主要还处于理论探讨阶段。目前国内仅有的几起资产证券化运作案例基本上都是通过绕道海外的方式实现的,如 1996 年 8 月珠海市政府在开曼群岛注册珠海高速公路公司,并成功发行了 2 亿美元的收入债券;2003 年 1 月 23 日中国信达资产管理公司取道海外,与德意志银行签署了资产证券化和分包“一揽子”协议,成为国内不良资产处置取道海外的经典案例。究其原因,很重要是方面在于目前国内仍缺乏资产证券化运作所必需的完善的法律法规,导致诸如特殊目的载体的选择和法律地位不明、“真实销售”无法界定、破产隔离无法真正实现、双重征税无法避免等多方面的问题,法律的滞后已严重阻碍了资产证券化在我国的发展。因此,在我国现阶段的具体情况下,应借鉴欧美等其他国家和地区的经验,加强对资产证券化的立法规制,同时辅之以对现行公司法、证券法、信托法、商业银行法、担保法等相关法律法规的修改,以构建起我国资产证券化的初步法律框架,并随着实践的发展不断完善。如此我们方能最大限度地利用资产证券化这一金融创新的优秀成果服务于我国的金融市场及经济体制改革,进而有力促进我国的社会主义现代化建设。

■作者简介:陈 冰,武汉大学法学院博士生,广东省高级人民法院刑四庭庭长;湖北 武汉 430072。

■责任编辑:车 英

^①Philip R wood. Title Finance Derivatives, Securitization, Setoff and Netting. Sweet & Maxwell, 1993.