

■ 经济法

资产证券化中债权实现的法律基础

胡 鹏 翔

(暨南大学 法学院, 广东 广州 510632)

[作者简介] 胡鹏翔(1969-), 男, 湖南衡阳人, 暨南大学法学院讲师, 中国政法大学法学院博士生, 主要从事民法、商法研究。

[摘 要] 从资产证券化的机理中, 可分析出投资者债权实现的法律基础主要有三: 一是 SPV 的信用, 二是特定财产担保, 三是信用增级。

[关键词] 资产证券化; 投资者; 债权; 担保

[中图分类号] DF438.7 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2004)04-0546-05

一、资产证券化的机理分析

资产证券化是 20 世纪 90 年代发展起来的金融方式, 以其先进的技术和特有的构造, 倍受投资者的青睐。资产证券化的本质是将缺乏流动性、但能产生稳定的现金流的资产, 通过一定的结构安排, 对资产中风险与收益要素进行分离与重组, 进而转换成为在金融市场上可以出售和流通的证券之过程。资产证券化的基本运作原理就是集合可证券化的资产, 对其现金流进行重组并转递给投资者, 在该转递过程中通过资产出售、信用增级等手段来保证该转递的成功。

资产证券化的基本过程可简述为: 1. 组建一个特殊目的机构 (Special Purpose Vehicle, 下简称 SPV); 2. 原始权益人向 SPV 销售或信托转移项目资产, 其目的在于将原始权益人本身的风险和项目资产未来现金收入的风险隔断; 3. SPV 直接或请其它机构在资本市场上向投资者发行证券募集资金; 4. SPV 将项目资产的现金流入量用以清偿投资者的证券本息; 5. 担保公司提供本息担保^[1] (第 35 页)。资产证券化是依靠 SPV 名义所有的项目资产和信用担保机构的担保而达到一定的资信等级以保证证券的适销性。由于资产证券化主要是依赖于被证券化的基础资产组合及其未来现金流量这一特定项目资产, 而不是依赖于原始权益人自身资信来安排融资, 所以投资者在选择资产证券化证券时, 最关注的是特定资产组合项目在证券存续期间是否能产生足够现金流量以还本付息。

资产证券化中的主体有: 原始权益人、SPV、投资者、信用担保机构等。从法律关系上分析, 至少有以下几种法律关系: 原始权益人与 SPV 之间是一种买卖或信托关系; SPV 与投资者之间是债权债务关系, SPV 是债务人, 投资者是债权人; 担保机构与投资者之间是一种债的担保关系, 担保机构是保证人, 投资者是债权人, SPV 是被保证人。资产证券化, 除了经济盈利上计算和金融技术的处理外, 主要是围绕如何能最大地保障债权人(投资者)的利益而进行的, 以吸引投资者。在资产证券化中能吸引投资者的原因之一是, 该投资风险较小, 其权益有相当保障。从法律角度说, 在 SPV 与投资者的债权债务关系中, 投资者债权的实现具有特定的法律基础。

二、投资者债权实现的法律基础之一——SPV 的信用基础

SPV 是为资产证券化而特设的法律主体,在实践中,它可以近乎一个空壳公司,因为自身可不拥有员工和场地设施,只要求符合法律上对商事主体注册资本的最低要求(美国公司法理论上可有一元公司),只拥有名义上的资产和权益,其事务管理是委托他人完成。尽管 SPV 在操作上是一个空壳公司,但它对债权人具备相当信用能力。

首先,SPV 以自己名义从原始权益人处获得证券化的项目资产,虽然该资产并不由 SPV 实际占有、管领,但在法律上,SPV 享有所有权,拥有最终控制权。因为 SPV 从原始权益人处获得项目资产主要有两种方式:一是买卖,以买卖的方式从原始权益人处获得资产,资产的所有权由原始权益人转移至 SPV;二是信托,以信托方式从原始权益人处获得项目资产的普通法上的所有权(名义上的所有权)^[2](第 28 页)。所以,SPV 在法律上是拥有项目资产的权利人,而并非无任何资产的“空壳公司”。

其次,某一具体资产证券化的投资者的债权总额,是由 SPV 根据项目资产的总价值而发行的,债权额以项目资产为发行基础。理论上,某一资产证券化 SPV 的项目资产与收益的价值总是要大于投资者的债权价值之和,故 SPV 不是无履行能力的“空壳公司”。

再次,一般情况下,SPV 的经营范围受到相当限制,只能从事同资产证券化交易有关的业务,不得从事与此无关的业务。同时,SPV 除为履行证券化交易而确立的债务及担保义务外,不得发生其它债务,也不得为其它机构或个人提供担保。SPV 的营业范围和债务负担的限制,使 SPV 远离破产风险,从而维护了 SPV 的信用基础。

企业的信用,是企业对外债务的履行能力,它是以企业所有的财产作为基础。一般说来,拥有资产越多、规模越大,企业的信用度越高,反之,拥有资产越少、资产规模越小,企业的信用度越低。同时,企业的债务履行能力与企业的财务结构、资产构成有关,如优良资产与不良资产的比例,不良资产虽是企业资产的组成部分,但很难有效地用于履行企业债务,企业的资产虽然多,如不良资产占的比例较大,其信用度仍不高;再如企业资产的变现结构,资产有变现速度快的,亦有变现速度慢的,而企业的债务是有一定期限的,如企业债务的期限与企业可变现资产一致,则企业的债务履行能力强,如不一致,资产变现速度慢于债务的履行,则企业债务履行能力不强,企业的信用不好。所以,企业的信用度不完全只决定于企业的资产与企业的负债的比率即负债率,而企业的优良资产的比率和资产的变现状况也是企业的信用基础的重要因素。SPV 的资产的优良性和其债务与资产的变现时间的一致性,是 SPV 特有的信用基础。

三、证券投资者债权实现的法律基础之二——特定财产担保

只依靠一般的信用担保,债权的实现不具有确定性、安全性,在投资市场上,只有普通的信用担保,很难吸引投资者。同理,在资产证券化中若只有一般信用,该投资方式不会受到广大的投资者的青睐,实践中的资产证券,如此受投资者的欢迎,必定有让证券投资者认为具有安全性、可靠性的担保方式。从证券化的基本结构和操作流程的分析看,不仅在这里很难找到传统的抵押、质押等约定财产担保形式,就是法定的财产担保形式亦不存在,那么资产证券化中对投资者是否具有财产担保的功能呢?

有人认为,资产证券化“只是巧妙地运用了现存于日、德法律体系中的‘让渡担保’,类似于古罗马法中的信托质及日耳曼法中的所有质(相对在英美法中存在有法定所有权与衡平所有权)”^[1](第 98 页)。即认为资产证券化的财产担保方式就是让与担保。所谓让与担保,是为了担保,把物品的所有权转移给债权人,能过偿还债务赎回所有权的制度。“为了担保的所有权转移”是让与担保的本质。可是,实际上来说,所谓“为了担保的所有权转移”,是事后而且是作为学术分析的结果被提炼出来的,“让与担保”的

名称也只不过是学术用语,它实际是用以回赎乃至再买卖约定的抵押。B 向 A 借款,出售某物(动产或不动产)以设定抵押权,以后有钱再赎回,所以一般称作“售空抵押”或“出售抵押”,如称“售空”、“出售”的话,则不是借款关系,当事人之间不存在担保与被担保的关系。在让与担保中,如借款人在一定期限内不能赎回时,担保效果就发生了^[3](第 232 页)。其实这种担保在我国早已存在,即典当方式。在资产证券化中,无论是原始权益人与 SPV 之间还是 SPV 与证券投资者(债权人)之间都不存在让与担保关系。原始权益人向 SPV 转移了项目资产的所有权,但原始权益人与 SPV 是真实的买卖关系,是“出售”,而不是借款关系,原始权益人不需要向 SPV 偿还款项,不是“出售抵押”;SPV 与证券投资者之间是借贷关系,但它们之间并无转移项目资产,项目资产的所有权归 SPV 所有,证券投资者只是 SPV 的债权人,所以它们之间有借贷但无买卖,不符合让与担保的特征。

首先,SPV 是一独立的法律主体,SPV 的财产与其股东的财产具有相互独立性,股东不享有对 SPV 财产的直接支配权。SPV 的股东的债务不能直接以 SPV 的财产清偿,股东债务所涉及的范围,充其量是股东在 SPV 中的收益分配权。而 SPV 自身的债务则以 SPV 的财产作一般担保,即证券投资者对 SPV 的债权,在得不到清偿时,证券投资债权人可依法强制执行 SPV 的财产。当 SPV 的债务与 SPV 股东的债务同时出现时,SPV 股东的债务的清偿要让位于 SPV 的债务的清偿。这样阻隔了 SPV 股东的信用风险,在就 SPV 项目资产清偿债务的效力问题上,SPV 股东的债务与 SPV 的证券投资债务无利益冲突。也就是说,就 SPV 股东的债权而言,证券投资者的债权对 SPV 的项目资产具有排他性。

其次,原始权益人把项目资产出售给 SPV,资产所有权由原始权益人转移至 SPV,虽然该项目资产因委托尚可在原始权益人的占有、管领之下,但在法律上,它已不享有支配和控制权。所以,原始权益人的债务,不能以该项目资产作为清偿财产,其债权人不享有对该财产的强制执行的权利。就原始权益人的债权而言,证券投资者的债权对 SPV 的项目资产亦具有排他性。

再次,上文已论及,由于 SPV 的营业范围和负债受到了严格和限制,只从事与证券化有关的业务,只设立与证券化有关的债务,与证券化有关的业务主要是委托管理、委托评估、委托担保等,而与证券化有关的债务则是这些委托费用的支出,这些债务相对于证券投资债务而言可以说是微不足道,即使 SPV 破产,这类债权不构成对投资者债权的威胁。

据上分析,就 SPV 的项目资产而言,不会发生与证券投资债权竞争或冲突的其它债权,所以事实上,SPV 项目资产担保的债权是惟一的,就只有证券投资者的债权,即是说,证券投资者的债权对 SPV 的项目资产享有排他的担保权。所以,事实上资产证券化中的证券投资债权是以项目资产这一特定的财产作为担保的债权。

债务人对外债务,若以其不特定的全部财产作为担保,则为信用担保;若以特定的财产作为担保,则为法律上的财产担保。财产担保,是以债务人或第三人特定的财产所作的担保。财产担保的效力是当债务人不履行债务时,债权人能就担保物的交换价值优先受偿,也就是对特定财产的价值在债权额内享有排他的支配权,即使有其他的债权存在也是如此。财产担保所产生权利,不仅对担保当事人之间有拘束力,而且对当事人以外的第三人也有拘束力,它拘束着整个世界^[4](第 3 页),具有对抗权的效力,故称财产担保权为担保物权。因法律关系只能对知情或应当知情的人的发生拘束力,如债只拘束债的当事人,债的当事人均为知情人,要让知情权拘束整个世界,对所有的人均发生拘束力,则必须让所有的人知情或应当知情。要让所有的人知情或应当知情,在法律上的方式就是对外公示,一经公示,所有的人就被推定这应当知情。在财产担保中,公示的方式有三种:一是法律规定即为公示,如留置权、法定抵押权;二是占有交付(移转占有)公示,如动产质权;三是登记公示,如不动产抵押权、知识产权质权。民法上认为,未经公示担保财产权不仅不能对未受公示的人产生拘束力,而且该担保财产权本身不生效。动产抵押权是财产担保法的例外,有些动产不必公示其动产抵押权亦可产生,但这种抵押权仍不拘束未受公示的人,其效力不能对抗第三人。所以,若要设定财产担保以对抗第三人,必须进行公示,才能具有对世效力。

资产证券化中,证券投资债权人与 SPV 未就债权设定任何财产担保,既没有财产担保合同,亦未就

某特定的财产进行公示。事实上,SPV 要以第三人的财产向投资债权提供财产担保很不现实,若 SPV 要设立财产担保则只能以项目资产作为担保财产,项目资产的公示不能以占有交付方式,只能采用登记公示方式,而项目资产登记的成本会减少证券化的利润空间,登记程序的繁琐会阻碍证券化中的顺利进行。所以,资产证券化绕过传统财产担保的规定,通过对 SPV 的设立和规制,同样达到以项目资产作为特定财产担保的效果。

在财产担保制度中,除传统的财产担保类型和特别法规定的财产担保外,随着社会的发展,出现了变相担保制度。所谓变相担保是本来曾预定作为别的独立的制度,但因其具有内在的担保机能被用作专门的担保手段,在判例上也被确认了,将其作为新的惯例^[3](第10页)。不动产的回赎、再买卖约定、让与担保、临时登记担保等,关于动产的让与担保、所有权保留等属于变相担保。所有权保留就是以合同的形式,决定所有权的移转问题,本来是合同法的内容,但由于这种约定实际上有了担保物权的效果。从这一点看,变相担保就是本来不具有担保的法律形式,但在内容和效果上具有担保性质的法律关系。资产证券化中,证券投资债权在形式上虽不享有财产担保权的形式,但在实际上却有特定财产担保的效果,故可以说,证券投资债权对项目资产享有变相担保物权。

四、证券投资债权实现的法律基础之三——信用增级

资产证券化的信用增级是运用各种有效手段和金融工具,确保 SPV 向证券投资者按时支付投资本息。信用增级包括内部信用增级和外部信用增级两大类。

内部信用增级包括超额抵押、利差账户、优先/次级结构等方式。内部信用增级一般由证券化的项目资产所产生的部分现金流来提供,常有原始权益人的参与,如优先/次级结构是将资产化证券分为不同信用品质的档级,不同档级的偿还顺序有优先劣后之分,档级高的证券对项目资产所生的现金流有优先权,而档级低的只有在高级证券完全支付的情况下才能得到支付,而低档级的证券持有人往往是原始权益人和 SPV,一般的投资者持有高档级的证券。这样实质上由低档级证券持有人向高档级证券持有人提供了一定程度的或部分担保。另外原始权益人可采用直接追索、资产储备、购买或保留从属权利的方式进行信用增级。直接追索是 SPV 有在已购买证券化项目资产的原始债务人违约拒付时,对原始权益人追偿的权利,一般采用偿付担保或由原始权益人承担回购违约资产的方式;购买或保留从属权利是原始权益人以不可分割权利的方式出售资产组合时,保留自己一份不可分割的权利,但这种权利从属于买方 SPV 的权利,买方 SPV 对从属证券的偿付要以项目资产的原始债务人不违约为前提,这实际上产生了原始权益人向 SPV 提供担保的效果。

资产证券化中的内部信用增级,因具体的方法不同,其担保的性质亦不同。优先/次级结构方式采用的担保机理类似于日本担保法上的先取特权。所谓先取特权是法律所规定的特殊债权人,可以以债务人的一定财产得到优先偿还的法定的担保物权^[1](第77页)。如破产法规定,雇员工资可从破产财产中得到优先受偿。先取特权人享有对其他所有债权人的优先权,是一种对世优先权,具有物权性。优先/次级结构中,高档级的证券持有人就项目资产可优先低档级的证券持有人得到优先偿还,虽然这种优先权只是存在于两债权人(两种证券持有人)之间,但 SPV 只有这两债权人,事实上,高档次证券持有人的优先权具有对世优先权的性质,起到了先取特权的担保作用。然而,这种担保是约定的不是法律规定的,所以,它不能属于先取特权。同时,一般先取特权中“特殊的债权”之所以要被法律特殊保护,是基于社会公平、社会政策可债权性质的考虑,而且“特殊的债权”总是比其它普通债权要小甚至小得多,但在优先/次级债权的比例结构中,往往是优先的债权多于次级债权。所以,优先/次级结构是一种变相的先取特权担保方式。而直接追索方式的担保机理与上述方式不同,应是类似于人的担保方式,保证人是原始权益人,债权人是 SPV,被保证债权是项目资产如期获得现金流,被保证人是原始债务人。直接追索方式对证券投资债权的担保则是间接的,是通过对 SPV 的担保而实现对证券投资债权的担保。所以,资产证券化的内部信用增级采用的是变相担保以确保证券投资债权的实现。

有的内部信用增级如直接追索,是对证券投资债权的一种担保,但是一种间接的担保,因为是原始权益人对 SPV 的一种担保,而不是直接对证券投资债权人的担保。有的内部信用增级如优先/次级结构,是对证券投资债权不够完全的担保。虽然内部信用增级对证券投资债权的实现起到了一定的担保作用,对债权的担保力度尚且不够,所以,外部信用增级是证券化中最常用的人的担保方式。

外部信用增级包括第三方担保、保险公司保险、银行开具信用证等形式。在外部信用增级中,最简单的形式是专业保险公司所提供的保险,保险公司可担保投资者及时地得到利息和最终偿还本金^[5](第 127 页)。与专业保险相似,第三方担保是第三方(金融机构)保证使具有完全追索权的证券投资者的债权得以实现。外部信用增级,在法律上,主要就是采用人的担保——保证,即第三人(保险公司、金融担保公司、其它政府公司等)向证券投资人提供保证,当 SPV 不能按时偿付投资者的利息和本金时,由第三人代为偿付,这样证券投资债权得以顺利实现。

资产证券化之所以如此深受广大投资者的欢迎,除投资回报率比同类投资证券高外,主要是由于证券化债权具有相当的安全性、确定性,风险相对较小的特点。而证券化投资债权的安全、确定性是由证券化的特殊构造所决定的,证券化构造中的特设 SPV、信用增级等为证券化投资债权的实现提供了良好的法律基础。由于 SPV 的巧妙设计,让 SPV 对证券投资债权人具有较佳的信用;同时,对 SPV 的营业和负债的限制,使证券投资债权人在法律效果上,对项目资产(特定财产)享有担保物权的效果;信用增级中的内部增级主要是采用变相担保方式,对债权予以部分担保,外部信用增级,实际上是由第三人为投资债权实现设定的保证措施。所以,资产证券化中的投资债权的保障是多层次的:由良好的债务人信用到特定财产担保再到第三人的信用保证。

[参 考 文 献]

- [1] 王开国. 资产证券化论[M]. 上海:上海财经大学出版社,1999.
- [2] 周小明. 信托制度比较法研究[M]. 北京:法律出版社,1997.
- [3] [日]近江幸治. 担保物权法[M]. 北京:法律出版社,2000.
- [4] [美]F.H. 劳森, B. 拉. 财产法[M]. 北京:法律出版社,1998.
- [5] 何小锋,等. 资产证券化:中国的模式[M]. 北京:北京大学出版社,2002.

(责任编辑 车 英)

The Legal Foundation of Debt Implement in Asset Securitization

HU Peng-xiang

(Jinan University Law School, Guangzhou 510632, Guangdong, China)

Biography: HU Peng-xiang (1969-), male, Lecturer, Jinan University Law School, majoring in civil law & commercial law.

Abstract: From analysis of the structure of asset securitization, we can draw a conclusion that the legal foundation of investor credit implement has three factors: first, the credit of SPV ; second, the special asset guaranty ; third, the credit enhancement.

Key words: asset; securitization; investor; guaranty