

■比较法

未来应收账款证券化的比较法研究

郭玉军, 甘 勇

(武汉大学 国际法研究所, 湖北 武汉 430072)

[作者简介] 郭玉军(1964-), 女, 河北唐山人, 武汉大学国际法研究所教授, 博士生导师, 主要从事国际私法、比较法和艺术法等研究; 甘 勇(1976-), 男, 湖北公安人, 武汉大学国际法研究所博士生, 主要从事国际私法、比较法研究。

[摘 要] 未来应收账款证券化涉及许多复杂的法律问题, 是资产证券化立法不能回避的问题, 在英国和日本的法制环境下, 未来应收账款的证券化具有较大的确定性, 美国法上未来应收账款的证券化则常常因为破产法院重新定性而受到影响。我国应该借鉴上述国家的做法来进行资产证券化的立法。

[关键词] 未来应收账款; 现存应收账款; 真实买卖; 完善

[中图分类号] DF97 [文献标识码] A [文章编号] 1672-7320(2004)03-0408-06

资产证券化是起源于美国的一种新型融资方式。自 20 世纪 70 年代美国的第一例资产证券化以来, 资产证券化在日益全球化的金融市场上尤其是在历次金融危机中凸现了新型融资方式的魅力, 被认为改变了世界及美国的金融风貌。本文将通过英国、美国纽约州、日本的相关规定以及司法实践, 对以下两种情况进行讨论: 一种是对根据已经存在的合同应该支付的款项进行的转让(现存的应收账款); 一种是对根据预期将发生的合同应该支付的款项进行的转让(未来应收账款), 来说明未来应收账款的证券化问题。

一、英国法制环境下的未来应收账款证券化

(一) 应收账款的转让方法

1. 现存应收账款的转让。英国法规定的现存应收账款的转让包括制定法的转让和衡平法的转让两种。制定法上的转让很少得到使用, 因为它要求通知债务人才能使转让生效。衡平法上的转让则不需要通知就可以生效, 最为重要的是债权人应该清楚地表明他想将应收账款做不可撤销转让的意图。一项衡平的转让即使没有向债务人发出通知, 对于债权人以及债务人的无担保债权人, 根据优先权的要件以及其它在伦敦资产证券化市场所普遍被接受的观点, 也应该是有效的。

此外, 在英国, 应收账款上利益的衡平转让必须以书面的形式才可以强制执行, 这与应收账款本身的转让是不同的。还应该注意, 与通过通知进行的衡平法上的转让不同, 制定法转让中所获得惟一的好处就是在程序上受让人不需要转让人的参与就可以直接起诉债务人。因此, 在英国, 资产证券化中的资产转让都是采取衡平法上的转让^[1] (P. 433 \ 435)。

2. 未来应收账款的转让。传统上, 未来应收账款是根本不能够转让的, 因为在转让之时这一应收账

款尚未存在。但是,目前在英国,如果所谓的未来应收账款的转让具有约因的支持,这就会被视为存在转让应收账款的协议。当应收账款实际发生时,在衡平法上将视为已经转让,这种衡平转让被视为自合同缔结时起已经发生,并且根据优先权的条件和其它事项对转让人和无担保的债权人都具有对抗效力。实际上,未来应收账款的转让在英国的资产证券化中并不会产生特别的问题。

(二)真实买卖和破产清算的风险

1. 现存应收账款

在英国的资产证券化法制环境下,有关现存应收账款真实买卖发生的问题主要有两种:首先是所谓的真实买卖将被重新定性为由应收账款作为抵押的担保借款,这样的话,因此而产生的担保会因为没有进行登记而无效。其次,这种销售将因为破产法规定的破产前处分财产行为而被撤销^[2](第.175-176页)。破产前的财产处分行为最容易被撤销的依据就是以低于资产实际价值的价格处分资产的行为。

就重新定性的风险来说,根据 *Re George Inglefield, Ltd.* 一案所确立的,并由上诉法庭在 *Welsh Development Agency v. Export Finance Co., Ltd.* (下文简称 *Exfinco case*) 中加以运用的原则,法院将认定应收账款的转让构成一项买卖而不是因为承担债务而授予的一项担保或者是其它担保利益。在 *Re George Inglefield, Ltd.* 案件中 *Romer* 法官列举了三项区分买卖和担保的标准:“首先,在买卖交易中,卖方无权通过返还买方已经支付的金钱赎回买卖合同项下的财产。在按揭或财产上负担的情况下,按揭人有权通过返还按揭权人金钱赎回担保物,只要担保物没有被法院拍卖以清偿债务。其次,如果按揭权人认为担保物的变现价值不足以清偿其债务,按揭权人有权从按揭人那里获得任何不足的部分;但是在买卖合同中,买方要承担由其自己进行的随后的买卖中所遭受的任何损失。第三是如果按揭权人变现的担保物的价值超过了按揭人所负的债务,则按揭权人必须向按揭人返还任何多余的款项。但是在买卖合同中,买方所能够得到的利益都属于买方自己。”

当事人将他们之间的交易设计为买卖而得到支持的经典案例是 *Exfinco* 一案。如果当事人将他们之间的交易设计为买卖,则除非有如下情形:(1)交易在实质上是一种担保的安排而不是买卖;(2)交易的目的是肮脏的,一般情况下,交易将被法院认定为买卖。就如何判断“交易在实质上是一项买卖而不是担保”来说,如果相关文件中的一项或几项条款与买卖不相符合,那么法院将把文件的所有条款视为一个整体以决定整个交易的性质。由 *Romer* 法官在 *Re George Inglefield, Ltd.* 案中所提出来的担保的特征也不一定必然与买卖的特征不一致,也就是说,一项被构造成买卖的交易,尽管它包含所有上面所说的担保的特征,仍然可以被视为买卖。事实上,在一项交易中,其所有的特征都不应该产生使转让被视为担保的风险,即对一项被当做买卖的交易在重新定性时被视为担保交易。特别是对卖方的追索权不应该成为将交易视为担保的原因。就如何判断“交易是肮脏的”这一方面来说,法院如果发现当事人之间的文件没有明确他们买卖的意图,那么将会认为交易是肮脏的。

在实务上,只要现存应收账款证券化的文件都制作适当,在英国法上,便不会发生主要的重新定性的风险。但是,在贸易应收账款证券化的情况下,会有一个例外,有可能产生重新定性的风险。实际上,银行总是希望卖方将出售的应收账款的现金收入以一种与买卖合同规定不一致的方式来加以运用,换句话说就是还把这些现金当做是属于卖方的使用之。那么,法院将会认为在当事人之间存在着与买卖合同规定不相一致的非正式的协议,则买卖合同没有代表当事人的真实的意思表示,从而产生了所谓的重新定性的风险。还有一种风险就是法院将这项交易视为担保融资的交易,而这种交易依照公司法本来是应该进行登记的,但是在资产证券化实务中是不需要登记的。

另外一个有关真实买卖的问题是关于破产前的财产处分行为,在英国的资产证券化实践中,人们一般认为这是不会产生很大问题的。低于正常价格处分财产在资产证券化中是被作为一个整体加以看待的,而不仅仅是根据买卖文件加以判断。这容许把延迟的约因和利益获取的方法考虑在内,这些方法最终必然会导致买方接受一个价值并不会显著低于发起人所出卖的资产价值的约因。这样就不会导致交易被认定为是应该撤销的低价处分财产行为,因而也就不会带来实质性的风险^[2](第321页)。

2. 未来应收账款

原则上,上面关于现存应收账款买卖可能遭遇的风险对于未来应收账款都是适用的。也就是说,只要交易文件被视为是构成了买卖而当事人的意思反映在了文件中,风险就应该被隔离。同样的,关于破产前的低价处分资产的行为所引起的风险在未来应收账款的资产证券化中应该不会比在上面的情形中更突出,伦敦债权市场的意见反映了这一观点。

二、美国法制环境下的未来应收账款证券化

(一)纽约州法下的未来应收账款证券化的结构

典型的美国的未来应收账款的资产证券化的结构如下:(1)发起人根据纽约州的法律以麻省信托的方式创设资产证券化的特殊目的机构,然后将所有的现存应收账款和未来应收账款转让给该特殊目的机构;(2)应收账款的债务人将现金支付给以特殊目的机构名义开立的某一个境外的账户;(3)资产证券化的特殊目的机构通过发行债务证券所获得的收入来支持应收账款的购买;(4)应收账款所产生的现金流被用来支付债务证券的利息,从而摊销特殊目的机构预先支付的资产的买价。而在跨国未来应收账款证券化中,为了突破主权评级的限制,加强与发起人的当地货币信用相联系的交易信用评级,未来应收账款的证券化除了应该依如上所述的方法进行构造,同时还应该考虑下列因素:

1. 适合进行未来应收账款证券化的资产

作为未来应收账款证券化的资产一般包括典型的以美元或者以其它可兑换货币为面值的应收账款,这些应收账款的债务人必须是在主权评级为投资级别以上的国家。除非采用了某种信用增强的方法,如政治风险保险等,国内的应收账款一般不会得到利用,因为这些应收账款很容易受到这些国家的货币贬值或者征收风险的影响。

2. 特殊目的机构的类型

离岸资产证券化的特殊目的机构在未来应收账款证券化中一般都是发行债务证券。应收账款产生的现金直接付给特殊目的公司,从而绕过了发起人的母国。这样就把交易与发起人母国的政治和主权风险相隔离。某些资产证券化特殊目的机构采取的是纽约州法下的统合信托的形式,由他来发行不同等级的信托凭证。某些未来应收账款证券化采取的不是单层结构,而是采取在美国以外的国家设立一个离岸的特殊目的机构然后在美国设立一个纽约州统合信托的双层结构。在双层结构中,第一个特殊目的机构往往设在开曼群岛或者是维尔京群岛等免税地区,由发起人将应收账款转让给该特殊目的机构,然后由他将应收账款再转让给纽约州统合信托。

(二)纽约州法下的现存应收账款和未来应收账款的转让分析

信用评级机构对证券信用的评定在很大程度上取决于在未来应收账款证券化中,应收账款的转让根据所有相关的法律,包括发起人所在地的法律和特殊目的机构所在地的法律,都是有效的,并且已经完善。因为大多数未来应收账款证券化的跨国性质,有时候应该由什么法律来支配应收账款转让的完善往往是不确定的。因此,按照每一相关法域的法律,包括因为交易涉及到美国的应收账款或者涉及到美国法律的其它方面从而应该适用美国的法律时,对上述情形都应该依相关的每一法域的法律来进行完善。美国《统一商法典》的第9章规定了应收账款转让的完善规则。《统一商法典》在1998年进行了修订并于2001年7月1日生效。纽约州也通过了修订的《统一商法典》。根据原来的《统一商法典》,新兴市场国家发起人所拥有的“一般无形财产”和“债账”的完善,一般要通过在发起人拥有主要办事机构的州进行登记。如果发起人在美国没有办事机构,就要求对“债账”的债务人进行通知。修订的《统一商法典》第9章则不要求通知“债账”的债务人。如果发起人办事机构所在地的国家有相应的登记体制来注册非占有性的担保利益以确定其优先性,则应该按照该国的规定进行登记。否则,应该通过在哥伦比亚特区签发财务报告来进行登记。但即使已经按照所在国的规定进行登记,同时在哥伦比亚特区进行登记也是可行且比较慎重的做法。

(三)真实买卖在纽约州法下受到破产的挑战

在未来应收账款证券化结构中,一个关键的因素是特殊目的机构对应收账款及其产生的收入所享有的权利^[3](P.53-54)。信用评级机构一般都要求,根据应该适用的准据法的规定,资产已经合法有效地转让给了特殊目的机构,并且该转让根据准据法已经进行了完善。

在未来应收账款的证券化中,一般不应该使资产买卖受纽约州法的支配,因为根据纽约州法很难获得真实买卖的认定。根据纽约州法,发起人对特殊目的机构的现存应收账款的买卖很可能被重新定性为特殊目的机构对发起人的贷款,贷款的偿还由应收账款来加以担保。在美国真实买卖的分析因为破产、税收和会计的目的而各不相同。根据美国破产法,基于破产的目的,如果交易被视为担保交易,贷款人必须参加借款人的任何破产程序以便来强制执行收取与处分应收账款的权利。如果转让被视为买卖,买方将拥有应收账款并且能够在破产程序之外来收取和处分应收账款。但是,破产法典本身并不对何种转让构成买卖或不构成买卖加以评判。该问题是由各州的法律决定的。这种分析是一种事实上的分析,包括了对许多事实因素的综合判断,其中最为重要的是对发起人所享有的追索权的程度和性质的分析^[1 \](P.27-28)。追索权的程度越高越有可能被认定为是担保而非买卖。

在大多数的资产证券化中,有一种对发起人的典型的追索权(这种追索权可能采取的是发起人担保的方式),可以获得的追索权的程度与判例法所认为的确认一项交易是买卖时追索权所应具有的程度是不一致的。另外,未来应收账款证券化所包括的条款和要件,如高偿债覆盖率、和其它的一些意图控制发起人财务状况和持续产生应收账款的能力的条款与条件,与适用于担保交易的条款和条件是相似的。如果一个拥有适当管辖权的美国破产法院裁决某一项交易不是真实买卖,美国破产法典的自动停止条款将阻止特殊目的机构对应收账款或发起人的其它财产采取收取的行为。

另外,纽约州的破产法庭是否会承认选择另外一个法域的法律来支配发起人向纽约的特殊目的机构出售资产的有效性?对此实践上还不是很清楚。因此,为了将应收账款从美国的破产风险中隔离出来,未来应收账款证券化一般采取双层结构,包括一个美国的信托和一个美国以外的作为中介的证券化的特殊目的机构,以确保资产已经从发起人真实出售给了一个非美国的实体,从而不受美国破产法院的管辖。只要确保了第一次资产转让的真实买卖性质,从中介的特殊目的机构到纽约州的统合信托的转让以及所有其它的协议都可以受纽约州法的支配。纽约州法规定交易额在25万美元以上的交易当事人可以选择纽约州法律作为合同的准据法,不管合同是否与纽约州有任何关系。

三、日本法制环境下的未来应收账款证券化

(一)应收账款的转让

日本的冲突法规定,债务人所在地的法律支配转让对利益相关第三方的有效性。因此,日本法只有在债权人与债务人都是日本人时才能够得到适用。

作为先决问题,首先要对现在应收账款和未来应收账款在日本的含义进行分析。在日本法中,应收账款,无论是现在的还是未来的,都应该被视为一种合同权利或义务,如支付义务或者是金钱请求权。应收账款的转让从法律上来分析实际上就是合同权利的转让,应收账款的概念没有超出基于合同义务进行的支付,而不只是义务的概念。日本法下“未来应收账款”意味着未来的金钱上的请求将会发生、生效并且在未来产生。当支付应收账款时,受让人的权利不仅是对支付的一种合同权利,而是对支付数额的一种请求权,法律分析的重点也由合同权利变成了财产权利的分析。尽管没有很充分的理由将应收账款和由应收账款所产生的现金流区分开来的必要,但日本法还是将这两个概念进行了区分。这种概念的区分对理解日本资产证券化的细微的差别极为重要。例如,因为现金收入受财产法原则的支配,因此必须特别考虑发起人破产的可能性,并要采取措施确保证券化应收账款的收入足够充分。根据环境的不同,这些措施包括终止服务协议,法庭同意在当事人与破产清算人之间签订关于应收账款收入的处分协议。

日本法允许未来应收账款的转让,这种转让在转让日就被立即视为有效,而不是在应收账款的实际

产生后才生效。例如在货物的未来买卖中,对这种未来买卖产生的应收账款的转让是立即发生的,而应收账款实际上的转让在这些货物买卖最终完成时才自动产生。

直到最近,日本法院一直对可转让的未来应收账款的未来时间限制在 1 年内,因此限制了未来应收账款的资产证券化。因为任何可支付的未来应收账款都超过 1 年,这样就不得不进行一遍一遍的转让。但是,在 1999 年 1 月 29 日,日本最高法院实际上推翻了上述 1 年期限的规定,允许转让从转让日起算,在未来 8 年时间内产生的应收账款,只要这种未来应收账款转让的开始和结束期间是足够确定的^[5](P.471-480)。在上述案件中,最高法院判决外科医生以未来 8 年的医疗费收入作为该外科医生租赁医疗设备的担保是有效的。尽管这一案件是有关租赁担保的,但从日本法的角度来说,因为买卖而转让和因为担保而转让在评价转让的有效性上是没有区别的。该案被视为日本在未来应收账款证券化方面的一个重要的判例。

(二)应收账款转让的完善

完善在日本资产证券化中至关重要。完善可以分为两类:与债务人有关的完善和与第三人(特别是与破产财产的托管人)有关的完善。后一种完善对日本的资产证券化具有极端的重要性。在日本,无论是现存应收账款证券化的完善还是未来应收账款证券化的完善都是完成于资产转让之时。

根据日本民法典,完善合同权利的转让(包括应收账款),就涉及第三方的关系而言,或者要求给与适当的通知或者要求得到当事人的同意。在上述两种情形下转让人必须确保上述文件有正式确定的日期。在 1998 年以前,发出此种通知的费用是非常昂贵的,在日本,这种通知要求是资产证券化的一个巨大障碍。如果按照日本民法规定的方式进行通知,发起人就必须发出一个正式的经过确认的信件,并且需要有回执。结果包括了大量资产的证券化因为大量的邮寄费用、时间的拖延和债务人的不方便等受到阻碍。为此,1993 年日本通过的资产证券化方面的法律要求,只要在报刊上进行公开的公告就完成了对转让的完善^[6](第 210 页)。但是,当时的规定仅适用于特殊类型债权的转让。

1998 年,日本通过了完善法(又称为《债权让渡登记法》)。根据该法,公司如果要完善它转让的金钱债权只需要向日本政府的法律事务部进行电子注册即告完成。这部法律使大量的资产转让的完善只需要一次就可以完成。尽管 1993 年的法律依然有效,但是在日本现在都是依照 1998 年的法律来进行完善。

(三)真实买卖分析

在日本法中,某一项转让被视为担保交易的真实买卖分析与在普通法系国家是类似的。尽管缺乏区分买卖与担保交易的司法准则,但在日本的实践中还是存在这样的标准。这些标准包括当事人的意思,风险和利益转让,适当交易价格的支付,卖方对资产的控制程度,转让人的回购义务或者是买进期权等。但是在实践中,很少发生资产转让被认定为担保的情况。

日本有两家大公司:日本租赁公司和 LIFE 有限公司——日本最大的信贷公司,他们分别将租赁应收账款和汽车贷款进行了证券化,最近这两家公司破产,并且进入了重整程序,这两家公司的资产证券化交易的真实买卖的性质都没有受到其破产托管人的质疑。因此,在日本通过资产证券化方式来进行融资,公司转让资产的真实买卖性质受到挑战的风险较小,在这方面日本的实践比美国的实践的确定性要大,这些是日本的资产证券化比较特殊的方面。

未来应收账款的资产证券化涉及许多复杂的法律问题,如未来应收账款转让的成立与生效、未来应收账款转让的完善以及未来应收账款转让的“真实买卖”性质的认定等。为此,本文选择了三个有代表性国家的国内法律制度对上述问题进行了探讨,通过这种比较法的研究,我们发现,尽管美国是资产证券化的发源国,但由于其法律制度的特点,资产证券化的确定性往往受到质疑;而英国和日本虽然是资产证券化的后起之国,却在法制方面为资产证券化的进行提供了较大的确定性。而美国也意识到了其法律制度存在的问题,于 1998 年对统一商法典进行修正后,又准备对破产法进行修正,以建立所谓的真实买卖的“安全港”制度。

对于中国来说,尽管国内关于是否推行资产证券化的讨论正进行得如火如荼,但是对于资产证券化法律制度的健全却很少有全面的研究与设计。笔者认为未来应收账款的转让以及完善将是资产证券化法律制度设计中的一个不能回避的问题。同时,由于这个问题涉及到破产法、合同法等诸多法律部门,借鉴上述国家的做法无疑对我国的立法具有十分重要的意义。

[参 考 文 献]

- [1] ALBRECHT, Thomas W, SMITH, Sarah J. Corporate Loan Securitization: Selected Legal and Regulatory Issue [J]. Duke Journal of Comparative & International Law, 1998, (8).
- [2] 丁昌业. 英国破产法[M]. 北京: 法律出版社, 2003.
- [3] Rating Debt Issues Secured by Offshore Receivables [N]. Standard & Poor's Credit Week International Law, 1995-09-04.
- [4] SCHWARCZ, Steven L. Structuring and Legal Issues of Asset Securitization in the United States. Asset Securitization: International Financial and Legal Perspectives [M]. London: Blackwell Finance, 1991.
- [5] ONO, Masanu. Unique Aspects of Japanese Securitization Relating to the Assignment of Financial Assets [J]. Duke Journal of Comparative & International Law, 2002, (12).
- [6] 王志诚. 日本资产证券化的法制架构与启发——兼论我国金融资产证券化之立法取向[J]. 法学集刊, 2001, (5).

(责任编辑 车 英)

Comparative Study on Legal Issues of Future Receivables Securitization

GUO Yu-jun, GAN Yong

(Institute of International Law, Wuhan 430072, Hubei, China)

Biographies: GUO Yu-jun (1964-), female, Professor & Doctoral supervisor, Institute of International Law, Wuhan University, majoring in private international law; GAN Yong (1976-), male, Doctoral candidate, Institute of International Law, Wuhan University, majoring in private international law.

Abstract: The future receivables securitization involves many complicated legal issues, which is a legal issue that we must face in the legislation of securitization. In the context of England and Japan, it is of great certainty to securitize future receivables; while in the U.S.A, the recharacterization as security of the assignment of future receivables by the bankruptcy court will greatly harm the securitization structure, therefore, we should make reference to the legislations and practice of the countries mentioned above to improve our legislation of securitization.

Key words: future receivables; existing receivables; true sale; perfection