

● 比较法

论我国资产证券化中特殊目的 机构的法律构建^{*}

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、比较法等研究。

[摘 要] 资产证券化作为一种新的融资方式具有复杂的交易结构, 其中, 特殊目的机构具有重要地位, 其法律问题也相应地成为资产证券化立法的重要内容。我国有关特殊目的机构的立法应遵循大胆借鉴先进国家立法与我国国情相结合、单行立法以及保护投资者利益三项原则, 采取特殊目的信托与特殊目的公司两种法律形式, 并加强特殊目的机构的内部控制。

[关键词] 资产证券化; 特殊目的机构; 特殊目的信托; 特殊目的公司

[中图分类号] DF 97 [文献标识码] A [文章编号] 1671-8828(2003)03-0261-06

一

资产证券化(Asset Securitization)是20世纪70年代从美国发展起来的一种新型融资方法。它是指金融中介机构将不具有流动性, 但具有稳定的未来现金流量的金融资产, 如应收账款等转换为可以在市场上出售、流通的证券进行融资的过程。由于金融机构的资产多为贷款如银行的住房抵押贷款, 属于金融机构创造的信用, 所以“资产证券化”又称为“信用证券化”。资产证券化制度出现的原因主要是: 金融资产的持有者拥有大量的金融资产, 无法变现, 这一方面影响资金的使用效率, 另一方面也带来很大的信用风险, 为了解决这种流动性困难及分散风险, 资产证券化制度应运而生。

资产证券化的最主要的特点是, 使资金的需求者能够不需要通过银行等金融中介机构, 就能直接从资金的供给者获得所需要的资金。资产证券化为了达到这一目的采取了复杂的交易结构: 首先, 金融资产的持有者(也就是资金的需求者后文称为发起人)将其一部分资产(拟证券化的资产)转让给一个中介机构(特殊目的机构), 使拟证券化的资产与发起人的其他资产隔离, 即使发起人发生破产也不会影响证券投资者对证券化资产的利益; 其次, 中介机构以被转让的资产为基础发行证券; 最后, 由信用增级机构和信用评级机构对资产支撑证券(Asset-backed Security ABS)进行信用增级和信用评级, 从而使资产支撑证券能够在证券市场上出售流通。从法律的角度来看, 资产证券化融资结构的核心概念是资产分割, 即把拟证券化的资产从资金的需求者的信用风险中分离出来^[1](第1页)。

从资产证券化的运作过程来看, 特殊目的机构在资产证券化中具有重要地位。其作用主要有: 第

^{*} 收稿日期: 2002-09-06
项目基金: 武汉大学青年学术骨干科研资助项目(105240357)

一,特殊目的机构通过“真实销售”的方式获得发起人的资产,使发起人的资产与发行人的资产相分离,根据破产法的规定这能够使证券发行人与发起人的破产风险相隔离。第二,特殊目的机构本身的业务状况对其发行的资产支撑证券的评级也会产生影响。第三,特殊目的机构所采取的组织形式会对资产支撑证券的形式产生影响。因此资产证券化涉及的诸多的法律问题中,特殊目的机构的法律问题具有极端的重要性,直接影响了资产证券化的成败。因此,在有证券化成文立法的国家和地区,作为资产证券化中介机构的特殊目的机构是立法的重要内容。

二

从实施资产证券化的有关国家的情况来看,解决特殊目的机构法律问题的原则主要有以下两项:

(一) 以专门立法解决特殊目的机构法律问题的原则

从美欧日以及其他各国的资产证券化的实践经验来看,资产证券化的中介机构都是通过单行立法建立起来的。在美国的资产证券化的实践中,作为特殊目的机构的主要有美国的联邦国民抵押贷款协会(Fannie Mae)、联邦住宅抵押贷款公司(Freddie Mac)及政府国民抵押贷款协会(Ginnie Mae),这三个机构都是美国分别通过 1968 年的《住宅暨都市发展法》(Housing and Urban Development Act)、1970 年的《紧急住宅融资法》(Emergency Home Finance Act)两项专门立法建立起来的。此后,资产证券化的专门立法如法国 1988 年的资产证券化法设立了 FCC 作为中介机构来接受商业公司的应账款^[2](第 2-3 页)。日本 1998 年的资产证券化法案称为《特殊目的公司法》,该法案创设了不同于一般商法上公司的一种特殊法人制度来解决资产证券化问题,后来因限制较多,不利于资产证券化的发展,又于 2000 年对该法进行了修订,并将名称改为《资产流动化法》。该法案除了对特定目的公司的相关条文进行修正,还增订了特定目的信托制度。日本的《资产流动化法》分为 5 编,共有 254 条,其中有关特定目的公司制度共 158 条,有关特定目的信托制度共 67 条,是该法的主体。此外,我国台湾地区、泰国、巴基斯坦、印度、印度尼西亚等的资产证券化立法莫不如此。从世界各国资产证券化实践来看,制定专门的资产证券化立法来规范特殊目的机构、推进资产证券化发展应该是一种成功的经验。

(二) 坚持保护投资者利益的原则

从资产证券化实践来看,要保护投资者的利益,最为关键的问题在于使证券化资产与发起人的风险相分离。但由于特殊目的机构并不必然的由发起人以外的与发起人无任何关系的人担任,在许多情况下,尽管特殊目的机构是独立的法人,由于其或者可能就是由发起人设立或者可能与发起人有某种关系,为了防止发起人利用这种关系使特殊目的机构违背投资人的利益进行业务活动,特殊目的机构的立法要对特殊目的机构的业务活动进行监控,如健全信息披露、强化机构的内部治理、加强行政机构的控制与监督以及赋予相关利益人获得司法救济的权利等^[3](第 144 页)。实际上,只有切实保护投资者的利益,才能最终真正推动资产证券化的发展。

从世界各国的资产证券化的实践来看,资产证券化的结构设计中,中介机构的法律形式有主要以下几种,即:特殊目的信托(Special Purpose Trust)、特殊目的公司(Special Purpose Corporation)、一般合伙(无限合伙)或隐名合伙(有限合伙)等。

特殊目的机构采取信托形式是指发起人以证券化基础资产设立信托,让与作为资产证券化中介机构的信托机构,以从该信托机构换取受益权证,然后再销售给投资者^[4](第 3 页)。在金融资产证券化关系中,发起人是委托人,资产证券化中介机构是受托人,投资者是受益人,而被让与的证券化基础资产自然就是信托财产。根据信托法原理,信托财产具有独立性,可隔离于发起人自有财产之外,即使发起人破产也无作为破产财产被清算之虞,因此,采信托形式可以实现破产隔离的效果,同时使投资者(受益人)享有实质性权益并承担相应风险,最终实现金融资产证券化的目的。此外,将资产证券化中介机构设计成信托形式还有税收上的好处。根据美国联邦税法上的“名义所得原则”,资产和事业发生的收益的归属主体,如仅为单纯的名义主体,并不享受该收益,则可免除课税,而由享有该收益的实质所有者作

为纳税主体。这样作为证券化基础资产名义所有人的资产证券化中介机构则可免于就该资产收益缴纳所得税,而由实际享有收益的投资者一方纳税,这样可以避免所谓的“双重纳税”问题。

特殊目的机构采取公司形式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,由其发行资产支持证券。与信托相比,采用这种形式有两个优点:一是公司拥有证券化基础资产的实质性权益,因而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,而无法律上的权利限制;二是它作为一个常设机构,可以连续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,不管这些资产是否相关,据以分别发行一组组不同的资产支持证券,在更大规模、更深层次上推行证券化,从而提高了证券化效率,降低了运作成本。当然,它也有其致命弱点,即将被课税,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,各国法律一般都规定,公司需有一定的资本金,但由于资产证券化中介机构本身就是为便于融资而特设的产物,所以一般只注入最低的法定资本金。

特殊目的机构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。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,因而也可实现避免双重纳税的目的,该形式多为不动产证券化所采用。在美国的不动产证券化所成立的不动产有限合伙最初主要是想获得税收上的好处,但1986年美国修正税法之后,有限合伙投资不动产的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,从而不能达到特殊目的机构所要求的破产隔离的目的。所以该种形式的特殊目的机构已经很少被采用。因此在资产证券化的实践中,目前广泛采用的主要是公司制和信托制^[5](第46-47页)。

特殊目的机构内部控制的主要目的是,防止发起人操纵中介机构从事与该机构的目的不相关或背离的事务,从而对投资人的利益造成损害。对特殊目的机构活动的规制主要表现在:

(一) 特殊目的公司的内部法律监控

1. 特殊目的公司的设立,一般是依据公司法的有关股份有限公司的规定为蓝本,然后根据特殊目的公司的特点加以修正,从而形成有关特殊目的公司的法律制度。首先,为了防止发起人利用对于中介机构的实质控制权操纵中介机构或对中介机构的利益造成损害,切断发起人与中介机构的联系就成了特殊目的机构立法的关键。依我国台湾地区的《金融资产证券化条例》,特殊目的公司必须由金融机构设立并且金融机构与发起人不得为关联企业。其次,为了避免特殊目的公司的设立成本过高,立法对于特殊目的公司的设立要件与程序都尽量予以简化。如规定特殊目的公司的股东为一人;其最低资本额仅为10万元。

2. 特殊目的公司的机构设置,依我国台湾地区的《金融资产证券化条例》:“特殊目的公司由金融机构组织设立,为股份有限责任公司,股东人数以一人有限,”这显然其机构设置与公司法上的股份有限公司是一致的。其机构主要有股东会、董事会、监察人。日本的《资产流动化法》还有会计监察人的设置。特殊目的公司的股东会为公司的最高意思机关。日本的《资产流动化法》对股东会的召集期间与决议方式有严格限制。此外《金融资产证券化条例》还规定了董事对公司负有善良管理人的注意义务及忠实义务。特殊目的公司设有监察人,至少为一人,至多为三人;监察人代表公司监督董事的行为,对公司负有善良管理人的注意义务。监察人还有权代表股东对董事提起诉讼。日本的《资产流动化法》还设置会计监察人,其主要的任务是:查核董事在每个会计年度终了时的资产负债表、损益表、营业报告书等。

3. 特殊目的公司的业务范围。特殊目的公司设立的主要目的就是经营资产证券化业务,所以特殊目的公司除了经营资产证券化业务及其附带业务以外,不得兼营其他业务。由于特殊目的公司的主要资产就是其从发起人处接受的资产,因此,特殊目的公司也不得将所受让的资产出质、让与、互易供担保或进行其他处分。此外特殊目的公司对其自有财产的运用也受到严格的限制。为了保护投资人的利

益,一般而言应该严格禁止特殊目的机构对外负债,但是如果公司负债是为了对投资者按资产证券化计划书配发偿还利益、本金、利息或其他收益,则经过全体董事同意,特殊目的公司可以举债。

(二)特殊目的信托的内部法律监控

特殊目的信托运用于资产证券化,是将特定的金融资产转换为受益权从而为投资者创造出投资对象。明文规定特定目的信托立法的目前主要有日本的《资产流动化法》,我国台湾地区的《金融资产证券化条例》,泰国的《资产证券化之特殊目的法人皇家法令》(Royal Enactment on the Special Purpose Juristic Person of Securitization)等。这些成文立法关于特殊目的信托的规定主要有以下几点:

1. 特殊目的信托的成立。信托契约须经主管机关核准后生效。特殊目的信托契约须载明信托的目的,还必须附上资产信托证券化计划,并载明委托人的义务及应告知受托机构的事项、受托机构支出费用的偿还及损害赔偿事项、关于信托报酬的计算方法、信托资金的运用方法等事项。

2. 特殊目的信托的业务规范。除非是为了配发利益、孳息或其他收益,不能对外借入款项,特殊目的信托中属于信托财产的闲置资金,其运用方式也必须用于法定的投资。

3. 受益人会议。为了保障投资人的利益,特殊目的信托设有受益人会议,作为代表委托人权益的机关。特殊目的信托受益人及委托人权利的行使,应经受益人会议决议或由信托监察人为之。此外受托机构为了保护受益人的权利,依特殊目的信托契约的规定,还可以选任监察人来代表受益人或委托人为诉讼上或诉讼外的行为。

三

早在 1996 年,中国就有成功的资产证券化实践^[6](第 2-3 页),但都是在国外的资本市场上发行的资产支撑证券。目前中国的资产证券化纷纷选择离岸操作,主要原因之一是规避国内法律障碍。资产证券化是一项全新的融资方式,我国现有的法律法规还未涉及此项业务,有些现存规定甚至限制此项业务。而离岸资产证券化的大部分业务流程是在国外完成的,适用资产支撑证券发行国的法律,从而可以规避国内的法律障碍。同时,国内资本市场上的资产证券化还只是处于讨论的阶段。

国内资本市场上没有资产证券化实践的最重要的原因,一方面是资本市场本身还不够成熟,另一方面是相关法律的欠缺与不完善,其中最重要的应该是关于特殊目的机构的立法。到目前为止,试点机构的有关方案还只集中在到底是进行表外融资还是表内融资的问题上,其实,真正关键的问题是如何构建特殊目的机构的有关制度。

(一)我国特殊目的机构法律构建的原则

1. 大胆借鉴先进立法和与我国实际情况相结合的原则。资产证券化作为一种技术创新,金融全球化发展的结果之一,必然包含着一些共同的特征,因此借鉴其他国家的资产证券化立法的成功经验和吸取有关国家在推进资产证券化过程中遭遇的失败的教训,对我国更好地利用资产证券化这种融资方式无疑有着重要的意义。但另一方面,资产证券化的发展还同一个国家的金融环境有着极大的关系。所以我国在进行资产证券化的立法时,既要大胆地借鉴外国先进立法的经验,又要考虑到我国的实际情况。

2. 单行立法的原则。第一,以单行立法推进本国的资产证券化是大多数国家资产证券化发展的成功经验。第二,我国过去对与市场经济有关的很多法律都采取的是单行立法的模式。第三,我国特殊目的机构的法律问题涉及到许多部门法,如民法、公司法、信托法、证券法、税法等,资产证券化法制环境的完善就意味着对这些部门法有关条款的突破,各部门法的修订无疑是一项复杂而巨大的工程,如果采用单行立法可以减少一些麻烦,而且通过特殊目的机构的单行立法,按照“特别法优于普通法”的原则,还会为法律适用带来很大的方便。

3. 坚持保护投资者利益的原则。资产证券化实现了融资者直接向投资者融资的目的,但这在客观上并没有改变投资者在资本市场上因“信息的不对称”而可能遭受的来自融资者的道德风险或违约风

险,因此一方面我国应在立法中加入对特殊目的机构的管制规范;另一方面,在信用增强的机制中,通过采取附追索权的方式来分散基础资产的风险^[7](第260页),以便最大限度地保护投资者的利益。

(二)我国特殊目的机构构建的法律形式

笔者认为,在我国,可采纳两种形式的特殊目的机构,即特殊目的信托和特殊目的公司。

1. 采取特殊目的信托的形式。在我国采取特殊目的信托会遇到以下问题:首先是受托人的资格问题。根据我国《信托法》第24条、《证券法》第6条、《商业银行法》的规定,目前我国商业银行不能投资于非银行金融业务,自然也不能成立以发行抵押支持证券为单一业务的特殊机构。因此,实行证券化的主体,除了信托投资公司以外,可以设立单独的专业受托机构。在我国缺乏专门的法律规范受托人,保障委托人及受益人权益的情况下,通过特殊目的信托的专门规定能够弥补这一方面的不足。其次是受益权的证券化。根据我国《信托法》第2条的规定可以看出,整个信托法只是就信托的传统形态予以规范,其并未对资产证券化中信托受益权证券化的形态作出任何规定和解释。因此有待法律加以明确。再次是债权可否作为信托财产。《信托法》对此无明文规定,《商业银行法》也没有规定商业银行是否可以通过发行抵押证券(债券)的形式出售贷款、筹集资金。这就使我国商业银行进行资产证券化进程受到商业银行法律制度的约束。不过,《商业银行法》关于商业银行可以经营“经中国人民银行批准的其它业务”的规定缓解了这种约束。

2. 采取特殊目的公司形式。在我国采取特殊目的公司会遇到以下问题:第一,公司设立的条件。依据我国《公司法》第19、20、23、73、75、78条的规定,公司的设立有发起人人数和资本最低限额的限制,同时还须有固定的经营场所和必要的经营条件。尤其是我国不承认一人公司的存在,因此如组建特殊目的公司必然受到公司法的限制。其次是发行主体的资格。我国对资本市场监管比较严格,发行主体公开发行证券必须符合法律规定的条件和程序,并经过有关部门的审批或核准。《公司法》对公开发行股票、债券规定了严格的条件。而特殊目的机构的净资产一般很难达到我国公司法的要求。另外,根据现行的《企业债券管理暂行条例》第2条、第20条的规定,特殊目的机构的发行收入不能购买发起人的债权。可见,在当前的法律框架下,特殊目的机构发行证券与相关法律相冲突,无法直接依据上述法律法规发行抵押证券。再次是公司发行证券的性质。特殊目的公司发行的抵押证券的种类、性质、发行和承销程序等目前尚无法律规定,也需要由法律加以确认。

(三)我国特殊目的机构的内部控制

1. 特殊目的信托的内部控制。对特殊目的信托的控制主要在于其与普通信托的差别:首先从设立上来说,特殊目的信托除了在信托契约中要载明信托的特殊目的以外,还需要附具资产证券化计划书。其次从业务规范上来说,特殊目的信托行为能力范围受到限制,一方面是受托人除非是为了受益人的利益,一般情况下不能负债;另一方面是受托人在运用信托财产中的闲置资金时,其可以投资的标的受到限制。第三从机构设置上来说,特殊目的信托设有受益人会议以及信托监察人,可以代表受益人行使权利。第四是特殊目的信托终止除了一般信托的终止事由以外,还应该有一些特别的事由,如由受益人会议决议或主管机关所规定的事由。

2. 特殊目的公司的内部控制。对特殊目的公司的控制主要在于其与公司法上公司的差别:首先从设立上来说,考虑到一方面特殊目的公司的主要业务就是接受并持有基础资产,另一方面要降低资产证券化的成本,特殊目的公司设立门槛要低于一般的公司,即其最低资本金要求应该少于一般公司的最低资本金的要求。其次从性质上说,特殊目的公司一般由发起人设立,应该是一个一人公司,这就要突破我国公司法而就一人股份有限公司作特别的规定。再次,从公司组织来说,特殊目的公司的组织结构与股份有限公司的结构类似,但为了兼顾降低运行成本和保护投资者利益,其制度设计应该加以简化。如书面投票制度的采纳,董事监事最低人数为一人等。最后就是对公司的行为能力的限制,公司除非为了对投资人履行公司证券的债务,不得借入款项;公司的流动资金,一般来说都是处分基础资产而来,其运用也应该限于风险较低的投资标的。

总之,资产证券化的核心在于能否建立起值得投资人信任的法律制度,其中的关键问题之一是克服

有关的法律障碍,尽早制定与特殊目的机构相关的法律,从而促进我国国内资产证券化的发展。

[参 考 文 献]

- [1] David G. Glennie, Eduard C. de Bouter & Randall D. Lude. Securitization[J]. Kluwer Law International, 1998.
- [2] Gilles Saint Marc & Gide Loyrette Nouel. French Securitization: New Legislation Eliminates Last Remaining Constraints [J]. The Securitization Conduit, 1998, (1).
- [3] 王志诚. 特殊目的公司与投资人之保护机制[J]. 月旦法学, 2002, (88).
- [4] 周小明. 信托制度比较法研究[M]. 北京: 法律出版社, 1996.
- [5] Philip R Wood. Title Finance Derivatives, Securitization, Set-off and Netting [M]. Sweet & Maxwell, 1993.
- [6] 何小锋, 刘永强. 资产证券化理论及其在中国实践——对中国一个早期案例的研究[J]. 经济学, 1999, (2).
- [7] 王文字. 金融资产证券化之法律架构与管制争议[J]. 法学论丛, 2002, (2).

(责任编辑 车 英)

Special Purpose Vehicle in China's Asset Securitization: Legal Framework

GUO Yu-jun, GAN Yong

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

Biographies: GUO Yu-jun (1964-), female, Doctor, Doctoral supervisor, Institute of International Law, Wuhan University, majoring in private international law, comparative law and the law of art, etc; GAN Yong (1976-), male, Doctoral candidate, Institute of International Law, Wuhan University, majoring in private international law, comparative law.

Abstract: The Special Purpose Vehicle (SPC) plays an important role in asset securitization. This article summarizes the related legislations on securitization's SPC in the developed countries and districts, then the authors provide some advice on the legislation of SPC in China's asset securitization.

Key words: asset securitization; special purpose vehicle; special purpose trust; special purpose corporation