

# 中国资产证券化基础法律问题简论

环球律师事务所 李文

## 目次

- 一、基本概念
- 二、担保融资
- 三、真实销售
- 四、基础资产
- 五、结 论

资产证券化是当今世界金融市场上一项应用非常广泛的金融技术。经过二十多年的发展，资产证券化的对象已经从传统的信贷资产发展到贸易应收款、未来应收款等几乎所有可以产生现金的资产。但是，中国的资产证券化事业才刚刚起步，如何促使这项事业有序稳健地发展，不仅需要完整准确理解资产证券化的基本理念和国际上的成熟做法，更需要结合我国的现实法律环境，对之进行恰当的本地化改造。本文拟对当今世界各成熟资产证券市场在处理证券化基础法律问题方面的实践做一个框架式的比较，并在此基础上提出我们理解的适合中国非金融机构企业的资产证券化基本路径。

## 一、 基本概念

本质上讲，资产证券化是一项以发行债券或其他证券的方式将能够产生现金收入的资产转化为可交易形态从而实现对该资产的融资或再融资的金融活动<sup>1</sup>。其基本框架可以简单概括为“资产所有人面向市场上的投资人发行债券或其他证券获取资金，并以其所有或所购买特定资产产生的现金流作为主要资金来源向投

---

<sup>1</sup> 参见《证券化的主要法律和监管问题》(Securitization: Key Legal and Regulatory Issues, 2004)，国际金融危机公司(IFC)全球金融市场部证券业务组。不过，在成熟资本市场上支持发行资产证券的资产几乎都是经重新打包的资产池(asset pool)，未来现金流支付义务分散给众多的债务人(义务人)。因此，有人认为那些不符合“大数原则”(现金支付义务人单一)的证券化不是真正的资产证券化。

资人支付投资收益”<sup>2</sup>。

世界金融市场上的资产证券化可以分为三个基本类型：真实销售资产证券化(true sale securitization)，虚拟资产证券化(synthetic securitization)和全体业务资产证券化(whole business securitization, WBS)。其中虚拟资产证券化的资产所有人实际上并不向证券发行人SPV转让(移)任何资产，而是将相关资产的义务人或债务人违约不支付现金的风险以信用衍生交易(credit derivatives)的方式与该SPV进行互换(swap)。虚拟资产证券化本质上是一项风险管理工具，德国银行在其本土上开展的资产证券化皆采取此类方式。至于全体业务资产证券化，实质上就是发行人SPV以发售证券所筹集资金向企业发放贷款，借款人以其全部财产作为偿还的担保。WBS要求借款人所在地法律允许将其现有以及未来拥有的全部财产抵押给SPV，而且允许借款人破产时该SPV可以充当破产管理人。此模式的证券化起源于英国，欧洲大陆也在探索利用这种方式为中小企业提供一条新的融资渠道。不过，由于我国现行担保法律制度不支持浮动担保而且缺乏相应的破产法律支持，当前在中国尚难以推行标准的WBS。

## 二、 担保融资

有时，资产证券化被笼统地称为结构融资(structured finance)。但实际上除了资产证券化外，结构融资的范畴中还包含有“结构担保融资(structured secured finance)”，又称为“结构担保贷款(structured secured loan)”。不过，对于这种资金直接来自资本市场(直接融资)而非银行等金融机构的结构担保贷款，也有人将其视为“非真实销售”的资产证券化。例如，标准普尔公司曾经在2001年发布了一项研究报告，报告称在英国(英格兰和威尔士)、开曼岛、香港、新加坡、澳大利亚、马来西亚和百慕大等国家和地区，当地法律支持“非真实销售资产证券化”。对于标准普尔公司的这种说法，当时就有市场人士认为，这种所谓的“非真实销售资产证券化”本质上就是担保贷款。在标准普尔公司发布的澳

---

<sup>2</sup>在美国证监会2005年颁布实施的专门规范资产证券(Asset-backed security)发行和信息披露的新规则(Regulation AB)中，资产证券被定义为：“以按其条款可在一定期间内转换为现金的应收款或其他金融资产组成的特定资产池的现金流(固定或循环)作为主要偿付来源的证券，附带用来保证向证券持有人支付或及时分配收入的任何权利或其他资产。但是，在金融资产为租赁的情形下，可以通过处分该租赁项下实物资产所得的现金收入将那些资产部分转换为现金。”

大利亚和欧洲资产证券化评级法律标准指南（2005 年版）这两本手册中，我们可以发现，标准普尔公司以担保贷款（secured loan）的名目专门为这种非真实销售资产证券化设定了信用评级所需要的法律标准。

从世界范围内的实践来看，结构担保贷款或者说“非真实销售”资产证券化对法律环境的要求很高，并非所有国家的法律制度都适宜开展此类融资活动。首先，结构担保贷款要求必须在法律上确保资产证券发行人或者资产证券投资者的信托受托人(indenture trustee)<sup>3</sup>能够取得对被证券化资产的第一优先权(first priority)。因此，对于已经抵押的资产以及可能产生法定优先权的资产（如，借款人破产时清算所得优先支付工人工资的资产）就难以实施结构担保贷款。其次，结构担保贷款要求资产证券发行人对证券化资产拥有“真实控制(true control)”。衡量“真实控制”的三个重要标准是，借款人破产时担保财产不计入破产财产，借款人不得主动提出破产申请，以及发行人SPV（贷款人）可以自由处分担保财产。在美国，法律规定凡是交纳了存款保证金的银行，破产时不得将已经在证券化中抵押/让与(assignment)的资产视为破产财产。因此，美国的大部分银行都可以开展非真实销售资产证券化。

但是，在中国，现行担保法律制度直接认定的担保物的范围还比较狭窄，特别是在权利质押方面制度性缺陷尤为明显。在这样一个法律环境下，如果以普通债权、所有权项下的收益权以及其他能够产生未来应收款（未来现金流）的资产作为担保财产发起结构担保贷款，资产证券投资人将面临担保无效（担保法律效力不确定）的巨大法律风险。此外，就我们所知，《中华人民共和国破产法（草案）》第 71 条第 1 款明确规定“在重整期间，对债务人特定财产享有的担保权和法律规定的优先权暂停行使。但是，担保权或者优先权的标的物有损坏或者价值明显减少的可能，足以危害担保权人或优先权人权利，权利人请求恢复行使担保权或者优先权的，人民法院应当批准。”<sup>4</sup>因此，**我们认为，我国现行金融法律制度并非英国式的债权人保护型法律制度，中国现存法律环境不支持国际上标准**

<sup>3</sup> 国际资本市场上发行证券类金融产品普遍要求以信托的方式委托一家金融机构代表投资人持有相关担保权利，该机构被称为信托受托人(indenture trustee)。

<sup>4</sup> 根据我们向全国人大法律工作委员会负责人士的了解，该草案（二次审议稿）的内容将不再做大的修改，新的破产法将于 2006 年年底颁布实施。

## 的结构担保融资（非真实销售资产证券化）。

### 三、 真实销售

迄今为止，资产证券化交易主要在三个不同的层次上存在着“真实销售”问题<sup>5</sup>。第一个层次是法律上的“真实销售”，所要解决的是“破产隔离”问题。第二个层次是会计上的“真实销售”，所要解决的是证券化资产“出表”问题。第三个层次是监管层次上的“真实销售”，主要针对一些须符合特别监管要求的公司，如银行、保险公司等，所要解决的是“风险的真实销售”问题。以银行信贷资产证券化为例，假设一笔信贷资产证券化交易在实现了法律上“真实销售”和会计出表处理后，该资产项下的风险是否可以同时剥离而不再需要为该风险计提相应的资本准备？对于这个问题，世界各国的做法不尽相同。按照巴塞尔协议的相关制度，信贷资产证券化后，银行需要计提的资本准备甚至可能比证券化之前高出许多。

上述三个层次的“真实销售”，对资产证券投资人具有实质意义的是法律层次上的“真实销售”。法律上的“真实销售”起源于美国，期望实现的法律效果是“破产隔离”——保护证券投资人免受资产证券化发起人破产的影响，保证投资人能够如期足额地收到投资收益。根据美国破产法（the Bankruptcy Code）第362(a)节(Section 362(a))的规定，破产申请的备案（filing）将自动停止(stay)债权人行使其在担保物上的权利。根据第363节(Section 363)的规定，在一些情形下破产法院允许债务人使用已设立了担保的财产，甚至还允许在这些财产上为新的债务设立担保（Section 364）。根据第542节(Section 542)的规定，破产债务人可以通过法院要求债权人返还已经为债权人占有的担保物。因此，为了避免资产证券化的投资人利益遭受发起人破产的不利影响，美国的资产证券化交易普遍以“真实销售”的方式实施，以期实现“破产隔离”<sup>6</sup>。但是，在美国没有任何一部法律专门就“真实销售”的法律标准做出具体规定。实践中主要是通过律师和信用评级公司来解决这个问题。经过几十年的探索，美国的信用评级机构已经总

<sup>5</sup> 其实，在税收上也存在“真实销售”的问题。

<sup>6</sup> 不过，真实销售只是实现破产隔离的一个必要条件，二者之间并非对等关系。根据美国法律，如果要实现破产隔离，除了“真实销售”外，证券化的交易结构还必须保证在法律上不得将购买证券化资产的SPV与发起人进行合并。

结出一系列判断“真实销售”的法律标准，并要求律师按照这些标准结合具体交易做出相应的判断<sup>7</sup>。我国的破产法律制度也将存在与上述美国破产法基本类似的规定<sup>8</sup>，因此，我们认为，除非日后正式颁布实施的破产法与现有草案相比出现有利于债权人的重大变化，否则中国的资产证券化应当效仿美国做法，实行“真实销售”。不过，考虑到中国的法律传统和法律文化，在“真实销售”法律标准的设定上不宜任由实践自行探索，而是应当借鉴国际上的成熟做法以法律（法律、法规或行政规章，甚至是规范性文件）的形式做出明确规定。

如何实现法律上的“真实销售”，对于传统的发起人已经履行了全部相关法律义务的资产，如银行贷款，在法律上比较容易做到真实销售，各国标准基本一致。但是，对于那些尚需要资产所有人进一步履行相关法律义务的资产如何实现“真实销售”<sup>9</sup>，世界各国的态度和实践做法不尽相同。下文拟以“未来应收款 (future receivables)”为例，就此问题做一简洁剖析。

“未来应收款”可细分为三类：其一，已经签署但尚未履行的合同所形成的应收款，即合同已经生效，但是债权人（收取现金之人）尚未向债务人提供合同约定的服务或产品（Executory Contracts）。如，当事人已经签署当时尚未交付货物的买卖合同。至于未支付的应收款（unbilled receivables）则是指合同的债权人已经履行完毕所有与收取款项相关的义务，只待债务人履行支付义务，该应收款不是未来应收款。其二，预期未来可能签署的合同所形成的应收款。虽然合同尚不存在，但是就发起人的日常经营而言其发生却是必然的、可预期的，所以被称为“未来的无合同应收款”。其三，现金收据（cash receipt）。这是一项收取钱款的权利（a right to payment），权利人有权要求债务人/义务人在到期日支付款项。此类应收款的支付与合同的履行几乎同时发生，当事人之间不需要直接签署正式的书面合同。高速公路收费、电影院或剧院的收入可归入此类。因此，这一类未来应收款被人视为真正的称为“未来现金流（future cash flow）”。

<sup>7</sup> 譬如，标准普尔公司在2004年公布了其最新版本的美国证券化法律标准---Legal Criteria for U.S. Structured Finance Transactions(April 2004)

<sup>8</sup> 参见破产法草案第30条,第54条,第64条,第71条,第90条,第113条,第115条。

<sup>9</sup> 在这类资产中最为典型的是Executory Contracts。该类合同项下的债权人将其债权转让（出售）给SPV后还需要继续向合同的债务人（支付现金的人）提供服务或履行义务。债权人不履行或不适当履行义务皆可导致债权的落空或难以实现。

未来应收款的真实销售在法律上存在两个不同层次的问题：第一，合法性问题(eligibility)，即未来现金流是否可以合法买卖未来应收款；第二，可执行性(enforceability)，即未来应收款或未来现金流是否会成为破产财产。对此问题，世界各国法律普遍针对不同类型的未来应收款区别对待。但总体来说，对于已经签署但有待进一步履行的合同，各主要资产证券市场国家的法律皆允许可以合法买卖，且对于收取现金一方当事人（资产所有人）已经履行完毕相应义务部分的资产（合同债权）不作为破产财产对待。在设计资产证券化交易结构以及对相关资产证券进行信用评级时，所要考虑的主要因素是合同当事人，包括收取现金一方和支付现金一方），在正常经营过程中以及进入破产程序以后拒绝履行合同义务的风险(rejection)。而对于真正意义上的“未来现金流”，各国做法则不仅一致。

在意大利，按照 2001 年 4 月 4 日颁布的部长令，只要相关应收款项能够充分确认(sufficiently identified)或可确认(identifiable)，作为资产证券发行人的SPV就可以购买合同应收款和未来的无合同应收款。但是，SPV是否可以购买“未来现金流”，意大利法律规定得不够清楚。但是，就强制执行问题而言，根据意大利最高法院确立的一个基本原则，只有当未来应收款（未来现金流）最终形成时才开始成为卖方的财产。也就是说，在未来应收款（未来现金流）成为卖方的资产之前无法有效转让给买方。因此，如果卖方破产，根据意大利破产法的一般原则，届时实现的未来现金流将被视为破产财产。在美国，对于航空公司机票收入这样的未来现金流，既可以按照真实销售的方式进行资产证券化，也可以以非真实销售方式进行操作。在澳大利亚，对于未来现金流，市场上则普遍习惯于以非真实销售的方式施以资产证券化<sup>10</sup>。我国现行法律尚不存在就未来应收款（特别是未来现金流）是否可买卖以及是否可以强制执行的规定。但是，《破产法（草案）》第 28 条规定“破产案件受理时属于债务人的全部财产，以及破产案件受理后至破产程序终结前债务人取得的财产，为债务人财产。”因此，如何理解“破产案件受理后至破产程序终结前债务人取得的财产”这段话的含义，对于中国的企业资产证券化就显得颇具意义。

---

<sup>10</sup> 例如，在澳大利亚，CMBS（Commercial mortgaged-backed securitization）以及未来现金流资产证券化就是按照担保贷款的结构实施的。

可以肯定地说，当前我国金融资产储备及其结构与欧美发达市场相比显然有其本土特征。资产所有人已经履行完毕所有相关义务的金融资产在数量上难以支撑起一个相当规模的资产证券市场，中国企业能够提供的证券化资产更多的还是具有“未来应收款”特征的各类资产。因此，在现行法律环境不支持结构担保贷款（非真实销售资产证券化）的情形下，如果不允许对此类资产实施真实销售的资产证券化，中国的企业资产证券化市场将可能面临无米之炊的窘境。因此，我们认为，相关政府主管机构应当考虑如何结合我国当前的政策和法律环境，为未来应收款的真实销售奠定一个比较坚实的法律基础。根据对中国司法实践的了解和认识，我们认为，政府主管部门可以在制定企业资产证券化相关法律规则时直接规定：只要支付了合理充分的对价，可以合理预期或确认的未来应收款买卖合同合法有效。

此外，在当前的法律环境下，如果允许信托投资公司参与企业资产证券化且证券化交易结构安排合理的条件下，未来应收款的真实销售问题应该可以得到比较好的解决。譬如，资产所有人以自益信托的方式将未来应收款信托给信托投资公司并取得信托公司交付的信托受益凭证，然后将该受益凭证在证券公司的协助下出售给投资人，最后证券公司作为管理人归集未来现金流，支付投资人收益。

#### 四、 基础资产

虽然资产证券化发起人支付投资人收益的主要资金是特定资产在未来产生的现金流，但该现金流是否就是资产证券化的“基础资产”？从法律上看，对于现金这样一项特殊财产，世界各国法律普遍遵循“占有即为所有”的法律原则。因此，在资产证券化交易开始实施之际发起人尚未实际占有相关现金是不可能合法转让或销售的。所以，我们理解，资产证券化的基础资产应当是产生现金流的特定资产（包括与该特定资产相关的担保权利和其他相关权利），而不是该资产在资产证券发行结束后所产生的现金流。不过，有必要说明的是：对于期限比较长的资产证券而言，基础资产项下现金流无疑是主要的支付资金来源。但是，对于短期资产证券，如ABCP（270天或365天），基础资产的未来现金流在支付方面的作用显然是有限的。相反，基础资产的市场价值以及流动性支持协议或信用

增级安排中可以使用的资金才是支付投资人收益的根本保障。在一些ABCP计划中，投资人甚至会要求发起人提供 100% 的不可撤消担保。

世界范围内资产证券化的主流基础资产是金融资产(Financial assets)<sup>11</sup>。在美国的金融市场上，金融资产包含“应收款(receivables)、贷款(loans)、特许使用费(royalties)、租赁款(lease payments)、现在或将来获取收入的权利 (rights to income)、任何其他形式的退款或付款，以及与其相关联的担保物、保证和其他形式的支持”。以美国市场上的汽车贷款为例，在此类资产的证券化交易结构中，支持证券发行的资产是贷款合同、作为担保物的汽车以及相关保险单。对于这些资产，无论其是有形的还是无形的，都可以在法律层面上将其抽象为资产所有人依法拥有该项资产并合法收取未来现金流的合同权利（债权）、财产权（所有权、采矿权）、知识产权（专利权、商标权、商业特许权）、具有财产权性质的政府特许收费权（高速公路收费权、污水处理收费权）以及其他具有经济价值的收款权（如，纳税人的请求退税权）。

在前述诸项法律权利当中，债权类基础资产是最典型的证券化基础资产，其销售或转让也最为简便。而所有权，如房地产的所有权，则因所有权人变更程序繁杂而且可能引发税收以及所有人法律责任承担等法律问题，实践中多采用信托或担保方式解决，不将实物财产直接转移到资产证券发行人名下。资产证券发行人享有的权利的是与基础资产部分相关的该所有权项下的收益权（以合同方式转让/出售）或受益权（以信托方式转让/出售）。

至于知识产权和政府特需收费权，因该等权利转让可能存在一定程度的法律限制，实践中不要求必须将权利人（所有人）变更为资产证券发行人，而是以信托或合同的方式将该等权利项下收取未来现金流的权利转让/出售给资产证券发行人。同时，知识产权或特许收费权质押给资产证券投资人的信托受托人（Indenture Trustee）或者资产证券发行人。例如，在中国，城市污水处理收费权是一项政府赋予特定企业的特许权利，其法律属性决定了该权利不可能转让给被

---

<sup>11</sup> 理论上金融资产以外的资产也可以进行证券化。如将电厂放入一个SPV，由该机构发行债务证券。或者设立一家拥有电厂实体并由该实体发行股权或债务证券为整体业务筹集资金。

授权企业以外的第三人。若要对该权利进行证券化操作，所能够做的就是将该权利项下的收益权转让给资产证券发行人，同时将该项权利以及与行使该权利所不可或缺的财产质押/抵押给资产证券投资人或其受托人（代理人）。

最后，对于像航空公司营业收入这样的未来现金流，虽然可以从法律上将其定性为一项收款权<sup>12</sup>。但是，对于这样一项权利，在英美法系的法律环境下比较容易理解，在大陆法系的背景下却难以解释清楚。因此，在一些大陆法系国家（如日本）就此类基础资产进行证券化时，通常的做法是通过结构化的方式构造一份信托收据（信托收益凭证），然后以此法律文件为基础资产实施资产证券化。其实，在设计资产证券化交易结构是，基础资产的结构化改造是一项经常使用的金融技术。只不过，因法律、税收以及金融观念等方面因素的制约，在当前中国其运用空间比较有限。

## 结 论

就我国法律传统以及现行法律和金融环境而言，我们认为，比较适合信贷机构以外的其他中国企业的资产证券化道路应当是真实销售式的资产证券化。为了能够实现比较理想的“破产隔离”效果，政府主管机关应当通过立法的形式设定一些真实销售的法律标准。同时，也还应当借鉴国际市场上成熟的交易模式，充分调动起包括证券公司在内的各类金融机构的参与积极性，将中国资产证券市场最终发展成大家期望中的亚洲最大的资产证券市场。

李 文

(鲁汶)

Tel: 010-65973232-149

Email: [liwen@globallawoffice.com.cn](mailto:liwen@globallawoffice.com.cn)

2006 年 4 月 18 日

---

<sup>12</sup> 如果以旅客使用信用卡购买机票而形成的应收款作为基础资产，此界定不适用。