

引入 SPT, 完善资产证券化交易结构

许均华, 王玉国

(中诚信托投资有限责任公司, 北京, 100013)

摘要: 资产证券化产生于 20 世纪 70 年代, 目前已成为全球范围内极受关注的一项重要金融创新, 它在稳定金融体系、提高资产效率等方面发挥着重要的作用。从其运作来看, 特殊目的机构(Special Purpose Vehicle, SPV)所具有的破产隔离功能是证券化能否成功的核心环节。在我国当前的法律和制度环境下, 以信托公司为主导实施特殊目的信托(Special Purpose Trust, SPT)成为资产证券化的最现实选择。同时, 为了促进国内资产证券化的健康发展, 实现特殊目的信托功能的顺利发挥, 仍需继续完善我国的法律、税收、监管等配套政策。

关键词: 资产证券化; 特殊目的机构; 特殊目的信托

中图分类号: D922.282

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2007)02-0155-04

资产证券化作为近 30 年来国际金融市场最重要的金融创新之一, 源于美国 20 世纪 70 年代末的住房抵押证券。之后, 证券化技术被广泛运用于汽车贷款、信用卡贷款、企业应收账款、不良债权处置等多个金融业务领域。20 世纪 80 年代以后, 资产证券化技术开始被欧洲、亚洲等国家逐步采用, 并在全球范围内蓬勃发展。随着金融市场的发展以及经济金融化、证券化步伐的加快, 越来越多的原来认为不适合证券化的资产开始进入证券化行列。用一位欧洲投资银行家的话来说:“资产证券化的范围仅受想象力限制。”但是, 尽管资产证券化产品创新不断, 但基本的交易结构并未发生改变, 特有的资产破产隔离和真实出售等制度安排依然是成功运作的根本前提。

一、SPV(Special Purpose Vehicle)是资产证券化交易结构的核心

资产证券化就是将缺乏流动性、但具有稳定可预测的现金流的资产集中起来, 进行结构性重组, 将其转变成可以在二级市场上流通的证券, 据以融通资金的过程。资产证券化区别于股票、债券等其他融资方式, 是一种资产融资而非产权融资, 其信用基础是一组特定资产, 而非原始权益人的整个资产。为了实现成功的资产证券化, 在交易结构设计中必须引入 SPV, 由原始权益人将证券化资产真实出售给独立法人实体的 SPV, 再以 SPV 为主体发行证券。如果支持证券发行的基础资产没有通过 SPV 实现真实出售, 那么该证

券就不能称之为资产支持证券, 至多只能称为资产抵押债券。从法律上讲, 资产抵押债券仍是以企业信用为基础, 这些资产在企业破产时将不可避免地被划为破产清算资产, 而且也不具有对抗第三人的效力。

SPV 可以由原始权益人设立, 也可以由第三方单独成立, 但它必须是独立的法律实体。这种独立包括两方面, 一是 SPV 作为一个法律实体, 并且必须完全独立于发起人、服务商等, 不受这些实体破产与否的影响; 二是 SPV 的业务是独立的, 而且仅限于资产证券化的范围, 不能从事其他业务, 避免额外负债, 使 SPV 自身远离破产风险。在资产证券化过程中, SPV 作为原始权益人与投资者之间的中介, 是完善风险隔离机制的关键环节, 更是整个资产证券化交易结构的核心。

二、完善 SPV 的交易结构是我国资产证券化健康发展的关键

我国资产证券化起步较晚, 最早可以追溯至 1992 年三亚市地产销售收入证券化项目。此后, 相继出现了珠海高速、中国远洋运输总公司、中集集团等公司的离岸资产证券化交易。2005 年以来, 中国人民银行联合相关部委共同制定了信贷资产证券化的一系列制度规范, 国家开发银行和中国建设银行成功推出了信贷资产证券化试点项目, 目前更多银行都在积极准备下一阶段的试点工作。同期, 一些证券公司也在积极推进企业资产证券化工作, 中金公司“联通收益计划”

收稿日期: 2007-03-08

作者简介: 许均华(1964-), 男, 湖南岳阳人, 经济学博士, 中诚信托投资有限责任公司首席经济学家, 湖南大学博士生导师, 主要研究方向: 银行信贷及证券, 公司投融资。

和广发证券“莞深高速公路计划”等项目在 2005 年下半年已经开始实施。此外银行不良资产证券化、ABCP 等新的资产证券化业务品种也在积极酝酿中。

从目前国内资产证券化的交易结构来看,要不要引入 SPV 以及 SPV 采用何种模式尚没有形成统一的意见,在现有法规和实际操作中仍存在许多模糊区域,严重威胁着资产证券化业务的发展。如在中国人民银行出台的信贷资产证券化试点法规中,明确采取了 SPT(Special Purpose Trust)的模式,引入信托公司作为资产支持证券的受托人和发行人。尽管在信托财产登记等方面仍存有瑕疵,但现有的交易结构基本能够满足资产证券化资产“真实出售”和破产隔离的要求,从而保证了资产证券化交易结构的完整性和有效性。但与之相比,一些证券公司推行的企业资产证券化中并未对 SPV 采取何种形式做明确说明。在实际运作中,由证券公司代持“合同权益”,即债权或收费权中的未来收益权,这些权益无法进行抵押登记,而且这种代持行为并未实现基础资产或权益的真实销售,也无法与原始权益人之间实现破产隔离,证券化产品交易结构存在较大缺陷和潜在风险。一旦原始权益人或发行人经营出现问题,这些已证券化资产将不可避免地被纳入破产清算资产范围,证券投资者的合法权益根本无法得到保障。因此,必须尽快明确 SPV 的构建规则,完善资产证券化交易结构,才能更好地推动我国资产证券化业务的健康发展。

三、SPT(Special Purpose Trust)模式是我国资产证券化 SPV 最现实和恰当的选择

一般来讲,建立 SPV 的形式主要有有限合伙、信托(SPT)、公司(Special Purpose Company, SPC)三种,在各国资产证券化实践中都有运用。但在资产证券化过程中究竟采用何种 SPV 形式,一般要考虑以下两个因素:一是各国法律关于法律主体的规定。SPV 尽管作为一个虚设的实体,但其运作仍要遵循相应的法律规范,并能够满足资产证券化运作的需要。二是各国法律中关于证券化税收的规定,选择低税负的 SPV 实体形式对于降低证券化运作成本,提高投资者的投资收益也极为重要。综合考察我国的法律和制度环境,我们认为,SPT 模式是我国开展资产证券化业务的最现实选择。

首先,SPT 模式在各国资产证券化实践中被广泛运用。美国在 20 世纪 70 年代早期推出的住宅抵押贷

款证券化中,就基本采用了 SPT 模式,由原贷款银行将住宅抵押贷款组合转移给信托,并以此信托发行证券给投资人。80 年代以后,为了适应资产证券化业务发展(担保住宅抵押贷款凭证等)和避免双重征税的需要,SPC 模式开始被设计应用。澳大利亚则主要通过 SPT 形式将被证券化的资产进行风险隔离。日本 2000 年以后实施的《资产流动性法》中确立了 SPC、SPT 进行资产证券化的制度。韩国在 1998 年制定的《资产证券化法案》中明确了特殊目的机构可分为三种:一是以《资产证券化法》为依据成立的证券化专营有限公司,即 SPC;二是以《信托业法》为依据成立的信托公司;三是资产证券化专业外国法人。从各国的实践来看,SPT 几乎无一例外地被作为资产证券化特殊目的机构的重要模式之一,具有很强的适应性和普遍性。

其次,SPT 模式在我国具备较为充分的法律基础。2001 年我国《信托法》颁布实施以后,信托作为一种成熟的财产转移和管理制度,能够实现法律认可下的信托财产与委托人、受托人和受益人之间的相互独立和破产隔离。因此,采用 SPT 模式开展资产证券化,证券化资产从原始权益人信托给受托人之后,受托人发起设立信托,该项资产具有独立的法律地位,委托人、受托人及受益人三者任何一方的债权人都无法主张以信托财产偿债,法院也同样不能以信托财产作为强制执行的对象,从而实现了资产证券化交易中的资产真实出售和破产隔离要求。目前的《信贷资产证券化试点管理办法》中也进一步明确了 SPT 模式的法定地位和运作规则。而对于 SPC 和有限合伙模式来讲,一则最新修订后的《公司法》和刚刚颁布的《合伙企业法》中都未涉及资产证券化 SPV 的有关内容,还有 SPC 的企业性质、组织形式、资本额限制问题也没有明确;二是由于缺乏 SPC 的明确法规,如果采用 SPC 进行资产证券化,不可避免会遇到重复征税等问题。

第三,SPT 模式已有良好的现实运作基础。从担任受托人的主体来看,信托公司作为现行法律规定下的法定受托人,有足够实力和能力承担 SPT 运作中的各项任务。近年来,在新的法规和监管政策的正确指导下,信托公司的经营管理水平、受托资产规模、社会公信力都得到了很大的提高。此外,信托公司作为一支重要的金融力量,始终高度重视资产证券化业务。如 2002 年新华信托和深圳商业银行合作开发的住房按揭贷款信托计划、2003 年中信信托与华融资产管理公司推出的不良资产处置信托、2003 年中诚信托与广发银行信贷资产转让信托计划等等,都已经具备了资

产证券化的主要特征。特别是在 2005 年国务院批准的国家开发银行和中国建设银行信贷资产证券化试点业务中, 信托公司成功地履行了项目发行人和受托人的职责, 为资产证券化业务的规范发展积累了宝贵的经验, 也起到了良好的示范作用。应该来讲, 我国信托公司已经完全有能力担当资产证券化 SPT 的重任。

四、SPT 受托机构的职责与作用

SPT 受托机构是因承诺信托而负责管理特定目的信托财产并发行资产支持证券的机构。根据《信贷资产证券化试点管理办法》的规定, 受托机构由依法设立的信托投资公司或中国银监会批准的其他机构担任。SPT 受托机构的作用是充当资产证券化交易结构中最关键的 SPV, 其职责为: 一是充当资产支持证券的发行人; 二是充当信托财产的受托人。具体来讲, 受托机构的职责包括如下方面:

1、证券发行前的准备

在证券发行前, 特殊目的信托受托机构作为发行人需要履行的职责包括: 制定资产池资产的标准; 与发起人按标准选择入池资产; 选择会计师事务所、律师事务所对资产状况进行审计和尽职调查; 同发起人达成收购资产意向; 组建资产池; 根据资产池中资产未来现金流状况, 设计交易结构, 聘请评级机构对交易结构进行内部评级; 通过信用增级, 设计可以发行的资产支持证券; 聘请评级机构对设计的资产支持证券进行评级; 确定资产支持证券发行价格; 选择贷款服务机构、资金保管机构、证券登记托管机构及其他为证券化交易提供服务的机构; 组织相关机构起草主要法律文件, 包括《信托合同》《贷款服务合同》《资金保管合同》《证券登记托管合同》《资产支持证券发行说明书》以及其他与资产支持证券发行有关的所有文件。

2、资产支持证券发行与上市

在完成发行准备工作之后, 特殊目的信托受托机构作为发行人, 需要履行如下职责: 向中国人民银行和中国银监会提交发行申请; 组建承销团; 在发行资产支持证券 5 个工作日前发布发行说明书; 设立信托; 在资产支持证券发行结束后 10 个工作日内, 向中国人民银行和中国银监会报告发行情况, 并向中国银监会报送与发起机构、信用增级机构、贷款服务机构和其他为信贷资产证券化交易提供服务的机构正式签署的相关法律文件; 在资产支持证券在全国银行间债券市场发行结束后 2 个月内, 申请在全国银行间债券市场

交易资产支持证券; 委托信用评级机构对资产支持证券进行跟踪评级; 切实履行持续信息披露职责, 及时、准确、全面地向资产支持证券持有人披露一切对资产支持证券投资价值有实质性影响的信息。

3、信托存续期间的管理

在信托存续期间, 特殊目的信托受托机构的主要职责是: 管理信托财产, 其中, 受托人通常要将管理信托财产的工作进行分解, 委托贷款服务机构负责信贷资产本息的催收和管理, 委托资金保管机构负责保管信托财产账户资金; 负责信托财产的会计核算工作; 对信托利益分配期间闲置资金进行投资; 持续披露信托财产和资产支持证券信息; 依照信托合同约定分配信托利益, 并委托登记托管机构代理兑付本息; 组织召开资产支持证券持有人大会; 组织信托终止清算; 监督和督促贷款服务机构、资金保管机构及其他中介机构恪尽职守, 履行各自的职责。

五、完善 SPT 配套制度, 促进资产证券化市场发展

资产证券化作为重要的金融创新, 对于国内金融市场发展具有极为重要的意义。从微观层面看, 资产证券化有利于分散和转移银行或企业风险, 增加资产流动性, 拓宽资金渠道, 优化资产负债结构, 同时也为金融市场提供多样化的投资工具。从宏观层面来看, 通过资产证券化可以实现风险的重新分配和转移, 有助于改变目前金融风险过多集中于银行体系的状况, 将风险由不愿意或没有能力承担的一方转移到愿意并有能力承担的一方。特别是在我国金融业全面开放的大环境下, 加快资产证券化业务发展, 不仅有利于推动这一领域相关法律制度、监管制度的变革和完善, 也有利于我国投资银行、评级、律师等中介服务体系的快速发展。尽管 SPT 模式成为了目前资产证券化 SPV 的现实可行选择, 但现有的制度环境仍然存在许多阻碍, 亟待进行完善。

第一, 明确 SPT 模式的主导地位, 统一规范资产证券化市场。目前中国人民银行和证监会分别主导推出了资产证券化的法规, 据以指导资产证券化业务的发展。监管尺度的不统一和市场行政分割不利于资产证券化市场的健康发展。此外, 在证券公司开办的资产证券化业务中, 由于国内法律并没有规定专项资产管理计划具备法律主体地位, 基础资产只是一种“准真实出售”, 存在较大的法律风险。因此建议在证券公司及其他机构推行的资产证券化业务中都必须引入

SPT, 完善交易结构。

第二, 尽快制定关于信托财产登记、过户等的实施细则。在以 SPT 模式推行资产证券化业务中, 必须完成信托财产的移转, 而相应的信托财产登记、过户等制度不可或缺。目前《信托法》中并未明确信托财产如何登记、由谁登记等问题, 信托财产登记制度的缺失也使得证券化资产的真实销售难以得到法律的保护。因此, 为了提高资产证券化业务规范运作的水平, 必须尽快制定和完善相关的信托财产登记、过户等制度。

第三, 尽快研究制定资产证券化税收政策。现有税法尚没有对信托纳税问题做出统一的规定, 相关内容散见于各单独税收法规中。为了规范资产证券化业务中的信托纳税问题, 财政部、国家税务总局出台了专门针对信贷资产证券化试点业务的税收政策, 在与现行税法保持衔接和一致的基础上, 充分考虑资产证券化业务环节多、操作复杂的特点, 税收上力求中性, 避免重复征税。这一税收政策已经在国家开发银行和建设银行信贷资产证券化试点项目中得到有效执行, 取得了较好的运作效果。因此, 在明确以 SPT 模式作为我国资产证券化交易结构的法定地位后, 为了保证资产证券化税收政策的有效性, 建议制定专门、统一的资产证券化税收政策或参照现有信贷资产证券化试

点税收政策执行。

参考文献:

- [1] 沈沛, 许均华. 信贷资产证券化—原理与操作技巧[M]. 北京: 中国金融出版社, 1998.
- [2] 成之德, 盛宇明, 何小峰. 资产证券化理论与实务全书[M]. 北京: 中国言实出版社, 2000.
- [3] 何小峰, 黄嵩. 资产证券化: 中国的模式[M]. 北京: 北京大学出版社, 2002.
- [4] 姜建清. 商业银行资产证券化—从货币市场走向资本市场[M]. 北京: 中国金融出版社, 2004.
- [5] 李勇. 关于我国不良资产证券化的初步探讨[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004.
- [6] 陈文达, 李阿乙, 等. 资产证券化理论与实务[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2004.
- [7] 陈柳钦, 周明. 信托模式—我国资产证券化发展模式的现实选择[J]. 经济前沿, 2004, (6): 50-53.
- [8] 宋林峰. 信托投资公司在资产证券化中的作用[EB/AL]. <http://www.creits.com>, 2006-12-18.
- [9] 黄毅. 资产证券化: 银行监管者的视角[J]. 中国金融家, 2006, (2): 16-17.
- [10] American Bankers Association. The Trustee's Role in Asset-backed Securities[EB/AL]. <http://www.creits.com>, 2006-12-18.

Improving asset securitization trading structure by introducing SPT

XU Junhua, WANG Yuguo

(China Credit Trust Co. LTD, Beijing 100013, China)

Abstract: Since assets securitized in the 1970's, asset securitization became the most important finance innovation globally. It played an important function in a mature and stable finance system, which helped enhance capital efficiency. From its operation model, special purpose vehicle which functions as bankruptcy insulation plays a key role and succeeded in asset securitization. In China, special purpose trust which is led by trust companies becomes most realistic choice for asset securitization. Meanwhile, we still need to improve our law, tax and inspection policies in order to promoting a healthy assets securitization, and smoothing development of special purpose trust.

Key words: asset securitization; Special Purpose Vehicle; Special Purpose Trust

[编辑: 苏慧]