

我国发展贷款证券化业务的若干法律思考

漆彤

(武汉大学法学院, 湖北武汉, 430072)

摘要: 结合我国金融立法的最新动态, 讨论了贷款证券化的实际运作及其法律保障机制的历史发展, 开展贷款证券化业务的法律意义与经济功能所在, 贷款证券化业务所涉及的各方权利义务关系和主要法律问题, 以及发展我国贷款证券化业务的若干建议。

关键词: 贷款证券化; 资产支持证券; 特设机构; 真实出售

中图分类号: D922.29

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2006)01-0042-05

作为资产证券化的一种, 贷款证券化是近年来国际金融市场上最为重大的金融创新之一。由于它具有改善银行资产负债比率、提高金融资产的流动性、分散和转移信贷风险等多方面的优势, 因此近年来在许多国家获得迅猛发展^①。贷款证券化在我国虽然才刚刚起步, 但其作用已受到各界的广泛关注。2005年4月21日, 中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布了《信贷资产证券化试点管理办法》(以下简称《试点办法》), 国家开发银行和中国建设银行正式获准进行信贷资产和住房抵押贷款证券化试点工作。随着《试点办法》及相关配套法规的出台, 贷款证券化业务在我国展现出十分广阔的市场发展前景。因此, 加强对贷款证券化相关法律问题的研究具有十分重要的理论和现实意义。

一、贷款证券化的概念与发展概况

贷款证券化(Loan Securitization)是指银行通过一定程序将贷款转化成可以在金融市场上出售和流通的证券并据以融通资金的市场创新业务。其程序一般是首先由银行将所持有的各种流动性较差的贷款予以组合, 形成若干资产库(Asset Spool)并出售给特设机构(Special Purpose Vehicle, 简称SPV), 然后由特设机构向投资者发行以该贷款组合为担保的证券, 这种证券通常称为“资产支持证券”(Asset-Backed Securities, 简称ABS), 发行证券所收回的资金则可作为银行新的资金来源再用于发放

其它贷款。

贷款证券化的运作流程一般包括构造证券化资产、创设特设机构并真实出售(True Sale)资产、设计交易结构并进行信用增级(Credit Enhancement)、发行资产支持证券、实施资产管理等基本步骤。其交易结构严密, 而且法律关系复杂, 广泛涉及原始债务人、原始权益人、特设机构、投资者、资信评估机构、担保机构、投资银行、服务商、信托机构等主体, 各参与方通过贷款合同、销售合同、托管合同、证券承销合同、担保合同等众多法律文件形成复杂的权利义务关系。

贷款证券化的兴起可以追溯到20世纪70年代末80年代初, 当时受国际石油危机和拉美债务危机的影响, 银行信贷资金存量普遍下降, 国际资本供求严重失衡。西方国家的商业银行纷纷采取紧缩措施, 严格控制贷款规模, 银行信贷业务的发展步入了低谷。《巴塞尔协议》出台后, 在资本与风险资产比率(即资本充足率)的约束下, 银行信贷业务继续收缩。不少拥有风险权重较大的信贷资产的银行, 将贷款出售给资产负债表上显示的信贷资产风险权重较小的银行, 以减少贷款风险, 规避法律管制。资本充足率标准对于银团贷款的流动性也提出了更高的要求。为此, 银行不仅发展了操作便利的贷款转让业务, 如为银团贷款的转让设计出可转让贷款证书(TLC)、可转让贷款参加证书(TPC)和可转让贷款文据(TLI)等新型金融工具, 而且还积极参与以信贷资产为担保的证券发行活动, 寻找信贷业务与投

资证券业务的结合点,为银行信贷资产的经营开辟新的市场。正是在这样的背景下,贷款证券化日渐流行。

在贷款证券化业务获得迅猛发展的同时,各国和国际社会均非常重视相关法律规范的立法、修改和完善工作。例如,走在欧洲贷款证券化市场前列的法国,1988年颁布了第一个资产证券化法,其后于1989年、1997年和1998年先后进行修订;作为亚洲资产证券化市场中心的香港,其货币管理局颁布《证券化指南》对贷款证券化市场予以规范;亚洲金融危机后,日本于1998年6月出台了《关于通过特定目的机构发行证券促进特定资产流动的法律》,给资产证券化奠定了组织上的法律框架;台湾“立法院”于2001年通过了《金融资产证券化法案》,允许金融机构发行债券,几乎任何资产都可以作为担保;一些新兴市场国家在资产证券化的专门立法方面也表现积极,如菲律宾于1991年通过了《资产支撑证券注册和销售规则》的专门立法。在国际层面,国际清算银行巴塞尔委员会于1992年发布《资产转让与证券化》文件,该文件从监管角度对真实出售、证券化计划管理、信用保证或流动性保证等证券化运作环节提出了一系列标准和举措,并对降低贷款证券化风险、强化银行信贷审慎管理等提出了建议,对各国的资产证券化立法与监管实践具有指导作用。

在我国,近年来在一些具体的项目融资、银行不良资产处理个案中,贷款证券化业务已经获得一定程度的运用。例如,1996年珠海高速公路有限公司发行了2亿美元债券,以所投资项目珠海大道的营运收益作为发行债券本息偿付的资金来源;1997年中国远洋运输总公司以北美航运收入为支撑,以私募形式在美国成功发行了3亿美元的浮息票据;2000年深圳中集集团又率先开展了应收账款证券化业务,其证券化的基础资产是中集集团今后3年内的应收账款,这些应收账款均来自国际知名的船运公司和租赁公司;2003年6月、2004年4月华融资产管理公司和中国工商银行先后委托信托公司发行了两笔由不良贷款作为担保资产的优先债券,融资金额均在数亿元以上。与此同时,相关的配套立法工作也取得一定进展。2001年10月1日起施行的《信托法》为我国开展贷款证券化业务奠定了有效财产转移和管理的基础。2005年年初,国务院同意由国家开发银行和中国建设银行分别进行信贷资产和住房抵押贷款证券化试点。2005年4月发布的《试点办法》是规范信贷资产证券化试点工作、提高信贷

资产流动性、保护投资人及相关当事人的合法权益的重要举措。2005年6月2日财政部发布了相应的《信贷资产证券化试点会计处理规定》(以下简称《会计处理规定》),其他与之相配套的税收、投资等多方面的政策措施也在加紧制订之中。

二、贷款证券化的意义与主要法律问题

作为将信贷经营与证券运作结合起来的一种新型融资方式,贷款证券化是对银行传统信贷业务的重大变革。其重大意义并不在于发行证券本身,而在于:

首先,它彻底改变了传统的金融中介方式,打通了传统的中介信用和市场信用之间的通道。传统融资是间接融资,需要通过银行作为媒介,而资产证券化是一种直接融资,它不仅使银行的资产业务转变为中间业务,使表内业务转化为表外业务,而且通过资产支持证券这种金融工具将资本的供求双方直接地连结在一起,从而在借贷双方之间架起更有效的融资渠道。

其次,它是对传统信用基础的革命,完成了整体信用基础向资产信用基础的转化。资产支持证券与一般意义上的股票或者企业债券的信用基础不同,前者仅以资产池内的资产为支持,而股票、企业债券或金融债券则以发行机构的整体资产为支持。因此,传统融资需要投资者考虑的是企业的整体信用和运营,而贷款证券化融资中,投资者只需要考虑证券化资产的质量即可,不需要考虑企业的经营状况。

第三,对于贷款证券化的各参与方而言,它具备多方面的经济功能。如银行可以通过贷款证券化提高资本充足率和改善资产负债管理、提高信贷资产的流动性、转移和分散信贷风险、改善商业银行的融资渠道,对于投资者而言,贷款证券化将银行缺乏流动性的资产转变为流动性强、信用风险低、收益相对稳定的证券,这为投资者开辟了新的投资空间,增强投资机会。

与此同时,贷款证券化业务也涉及一些需要迫切解决的法律问题,主要有以下几个方面:

(一) 有限追索与破产隔离机制

如前所述,贷款证券化业务是对传统信用基础的革命,它实现了融资手段的整体信用基础向资产信用基础的转化。资产支持证券持有人的可追索范

围仅限于证券化资产本身和可能采用的各种信用支持手段,而不像一般企业债券或金融债券那样是以发行主体的整体信用作为追索基础,因此,贷款证券化业务是一种典型的有限追索性的融资手段。

资产支持证券的有限追索性依靠贷款证券化业务的破产隔离机制加以实现,所谓破产隔离是指将原贷款资产所有人(商业银行)的破产风险与证券化交易隔离开来。在股票、债券等融资方式中,由于基础资产不是从企业的整体资产中“剥离”出来并真实出售给一家具有破产隔离功能的特设机构,而是与企业的其他资产“混”在一起的。如果该企业经营效益不好或破产,这些风险直接影响到股票、债券持有人的收益,甚至会血本无归。换句话说,证券持有人的风险和收益是与某个企业整体的运作风险联系在一起的。而贷款证券化则不同,由于它已经将证券化的基础资产真实出售给SPV,出售后基础资产就与发起人、SPV乃至SPV的母公司之间构筑了一道坚实的“防火墙”,即这些公司的破产不影响该证券化的资产,证券化的资产不作为这些主体的破产财产用于偿还破产主体的债务。所以,这种破产隔离机制是贷款证券化交易所特有的技术,是区别于其他融资方式的一个非常重要的方面,也是交易是否成功的主要因素之一。实现破产隔离主要取决于两个因素:在交易结构中设立SPV和证券化资产的真实出售。

(二) 特设机构SPV及其法律地位

SPV作为专为证券化目的而组建的法律意义上的独立实体,是用来隔断原始权益人和投资者的一道人为屏障,在贷款证券化中发挥着重要作用。从法律性质上来看,SPV的独立性至少包含两个方面:一方面,SPV必须完全独立于贷款证券化的其他参与方,如发起人等,使其不受这些实体破产与否的影响^②;另一方面,SPV的业务范围应当是独立的,而且仅限于资产证券化的范围,以使SPV避免因开展与发行ABS无关的业务活动而导致的负债和破产风险。为实现贷款证券化的目标,保护投资者的利益,多数国家在立法和实践中还对SPV的法律地位和经营活动做出诸如以下的一些限定:如要求SPV必须独立于其他金融机构,以避免关联交易;要求SPV的组建有一定的政府背景^③;要求SPV在经营中严格自律,不发生证券化业务以外的任何资产和负债;在对投资者付讫本息之前不能分配任何红利,不得破产,以实现破产风险的隔离;有义务定期审查有关资产状况的信息,管理和监测对投资者的分配

系统,必要时宣布证券发行违约和采取为保护投资者利益所必要的法律行动,等等。在一些国家的实践中,SPV更近乎于一个空壳公司或一项法律安排,它的注册不需要资本金或只是象征性的资本金,自身不拥有职员和场地设施,只拥有名义上的资产和权益,其实际管理委托他人进行。一般情况下,SPV的资产由发起人进行管理;而其权益则全部委托给一家独立的受托管理机构进行托管,然后发行资产支持证券。受托管理机构代表投资者持有证券的全部权益,收取证券本息并分配给投资者。

从各国的实践来看,SPV的法律组织形式主要有信托、公司、有限合伙三种。其中,以信托形式建立的SPV被称为特殊目的的信托(Special Purpose Trust,简称SPT),作为受托人的SPV是法律规定的营业受托人,通常是经核准有资格经营信托业务的银行、信托公司等。从制度功能上讲,信托型SPV是一种具有长期规划性质、富有弹性空间且能充分保障受益人的机构,因此它在各国的资产证券化实践中使用得很普遍。根据我国《试点办法》第2条规定,“在中国境内,银行业金融机构作为发起机构,将信贷资产信托给受托机构,由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券,以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动,适用本办法。”所以,我国目前所采取的贷款证券化业务也是以信托型SPV为主的。

我国规定,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(《试点办法》第16条),特定目的信托应当作为独立的会计主体,以持续经营为前提,独立核算资产证券化信贷资产的管理、运用和处分情况(《会计处理规定》第11条),从而明确了特定目的信托(SPT)作为受托人的独立法律地位以及受托财产本身的独立性。针对发起人(商业银行)与发行人(信托公司)之间可能具有的某种关联关系,《会计处理规定》第9条特别规定,“发起机构对特定目的信托具有控制权的,(证券化资产)应当将其纳入合并会计报表”,亦即由于SPT不具备必要的独立性,因此即使是已被证券化的资产也不能从发行人的负债中减去。当然,该条有关发起机构对SPT具有控制权的具体标准仍有待明确。

(三) 贷款资产的真实出售

贷款资产的真实出售是资产证券化的关键环节,也是在资产支持证券与原始权益人之间实现风险隔离的主要手段之一。“真实出售”是指在设立特

殊目的机构后,原始权益人把资产池从其资产负债表中彻底转移出来出售给SPV,即资产在出售以后原始权益人即使遭到破产清算,已出售资产也不会被列入清算财产的范围,从而保护购买资产支持证券的投资者的利益。在界定是否“真实出售”方面,各国财会法规定的标准不同,有的注重形式,有的注重实质。如美国1997年颁布的第125号财务会计标准(Financial Accounting Standards No.125)采取了实质标准,规定判断真实出售的标准是资产转移方是否成功地转移了资产控制权。除以“真实出售”形式转移资产外,一些国家的法律和判例也允许以“抵押担保”或“让与担保”形式进行资产转移。所谓抵押担保,即允许原始权益人以资产池的未来现金流作抵押(实际上是一种权利质押)向SPV融资,在原始债务人履行债务后,原始权益人再向SPV偿还借款,SPV再以此向投资者支付。让与担保的不同之处在于这种担保转移了作为担保物的资产池的所有权。比较而言,在实现SPV与原始权益人的破产隔离方面,真实出售比担保融资更为彻底,而在担保融资中,让与担保比抵押担保更为彻底。如果不符合法律对于真实出售的要求,就不能实现ABS与原始权益人的彻底隔离,这种情况下银行可能仍要为此笔贷款提供资本支持。

我国《试点办法》第2条第3款规定,受托机构“以信托财产为限向投资机构承担支付资产支持证券收益的义务”;第6条规定,受托机构“因承诺信托而取得的信贷资产是信托财产,独立于发起机构、受托机构、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的固有财产”,且各相关机构“因依法解散、被依法撤消或者被依法宣告破产等原因进行清算的,信托财产不属于其清算财产”^④。以上规定表明我国所采取的信托型SPV虽不涉及到受托资产所有权的完全出让,但对原有所有权仍采取了信托法上的破产隔离限制,因此信贷资产证券化虽不等同于信贷资产的卖断,但信贷资产的风险与收益将随信托处置而发生转移。

但是,《试点办法》第14条同时规定,在信托合同有效期内,受托机构若发现作为信托财产的信贷资产在入库起算日不符合信托合同约定的范围、种类、标准和状况,应当要求发起机构赎回或置换。这样一来,事实上也就意味着发起人对资产负有可以被追索的义务,也意味着作为信托财产的信贷资产没有真实销售,风险和收益没有全部转移。显然这

一规定不符合上述破产隔离的原则,也使信贷资产的评估机构能够规避尽职调查和合理定价的职责。

(四) 债权转让

贷款证券化的实质是发起人将若干未到期的贷款债权转让给SPV,再通过SPV发行以这些贷款未来所产生的现金流(本息收入)作为担保的资产支持证券,最终将债权转让到投资者(资产支持证券的购买人)手中,从而实现贷款风险的分散和转移。大多数国家的法律规定,债权让与的成立不以债务人的同意为条件,因此,作为贷款人,发起人让与权利一般无需获得原始借款人的同意,当然,借款人也可通过贷款协议的规定对发起人的让与权利加以排除,从而使这类贷款不会被作为贷款证券化的目标资产。同时,根据多数国家的法律规定,将债权转让事宜书面告知借款人及其他债务人(如担保人),将有助于权利让与的完善,例如对抗其他善意的后受让人,排除借款人对贷款银行继续行使抵销权等。我国《试点办法》第12条规定,发起机构“应在全国性媒体上发布公告,将通过设立特定目的信托转让信贷资产的事项,告知相关权利人”,但该条未明确公告的具体内容,如是否应列明所转让的每一笔信贷资产及其相对应的每一个原始借款人。此外,对于原始贷款债权项下的担保物权的转让,许多国家的法律规定,涉及不动产抵押物权的原始贷款债权转让,须完成特定的变更登记手续方为有效,而我国《试点办法》未涉及所转让债权的担保问题。

三、关于我国发展贷款证券化业务的若干建议

从国际上来看,贷款证券化业务的发展历史非常短暂,在我国该项业务更是刚刚起步,因此,有关制度需要在实践中逐步摸索经验并加以完善。我国目前虽然已经开始贷款证券化的试点以及配套立法工作,但总的来看该项工作仍然任重而道远,现阶段尤其应当注重法律制度层面的修改完善以及具体实施中的政策导向等两个方面的工作。

在制度完善方面,商业银行法、公司法、证券法、信托法等法律中的一些相关规则需要修订,同时应尽快出台税收、投资、产权登记等方面的配套法律法规;仅作为部门规章的《试点办法》在立法层次上偏低,其中一些规定过于原则,如有关信用增级问题仅有第34条做出原则性规定“资产支持证券可通过内

部或外部信用增级方式提升信用等级”,具体如何操作无法可依;《试点办法》中一些具体规定也需要解决与其他法律的衔接问题,如信贷资产证券化监管工作的分工与合作,资产支持证券的信息披露制度与证券法上的证券发行、交易中的信息披露制度(特别是虚假陈述、内幕交易等方面的责任制度)如何配合衔接;等等。

在具体实施以及政策导向方面,我国必须逐步为贷款证券化业务的正常运作创造和完善各种基本条件,如逐步实现信用评级机构的本地化、完善贷款服务机构以及资金保管机构相关服务、提高资产支持证券市场交易的活跃度等等;与贷款证券化相关的一些经济或法律概念(如特设机构、真实交易等)也需要人们逐步理解和接纳。例如,我国《信托法》虽然已颁布几年,但有关信托的理念仍未能深入人心。这些工作显然需要一个较长的过程。

最后需要指出的是,结合贷款证券化本身的各项经济功能,针对当前我国商业银行所面临的改善资产负债结构、提高资本充足率、分散信贷风险的紧迫形势,现阶段启动并大力发展我国商业银行的贷款证券化业务显然十分必要。但是,我们在推出一

种金融创新业务并构建具体制度的时候,也不能仅从商业银行的单一视角考虑,还应当综合衡量我国目前金融业和资本市场的现实发展状况,兼顾各方主体的权利维护(尤其是切实保护资产支持证券投资人的利益),避免该项业务单纯成为银行摆脱不良资产的工具,这样才能真正充分发挥贷款证券化这一金融创新工具的积极作用。

注释:

- ① 例如,目前美国约一半以上的住房抵押贷款、3/4以上的汽车贷款是靠发行资产支持证券提供的。
- ② 尽管一些国家规定,SPV可以由发起人参与设立,甚至SPV可以成为发起人的全资子公司,但从法律角度而言,母子公司的关系并不能抹杀子公司作为独立法律主体的资格,母公司不能滥用股东控制权。
- ③ 例如美国早期的SPV,主要就是由政府信用机构构成,包括联邦国家抵押协会(FNMA)、政府国民抵押协会(GNMA)、联邦住房贷款抵押公司(FHLMC)等。
- ④ 上述规定与我国《信托法》第15、16条规定相吻合,即信托财产与委托人和受托人的固有财产相分离。

On the development of loan securitization in China

QI Tong

(Law School, Wuhan University, Wuhan 430072, China)

Abstract: This paper articulated the substances and legal features of loan securitization and Asset-Backed Securities (ABS), explored legal issues about the bankrupt remote mechanism, the legal status of Special Purpose Vehicle, the True Sale of loan assets, and the feature of Creditor's Claim. With an analysis of the legal environment for loan securitization in China, the author put forward some proposals for policy and legislation of loan securitization in China.

Key words: loan securitization; Asset-Backed Securities; Special Purpose Vehicle; True Sale

[编辑:苏慧]