

“基础资产”界定中的法律问题及其解决

徐昕¹, 黄海波², 郭翊²

(1. 厦门大学法学院, 福建厦门, 361005; 2. 上海精诚申衡律师事务所, 上海, 200120)

摘要: 在比较法研究的基础上, 结合中国相关的法律概念、规则和制度, 对2006年中国证监会发布的《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》(以下简称《通知》)中基础资产的分类、概念、特征描述部分给予了法律评析。认为《通知》规定了债权和收益权两种完全不同性质的基础资产, 却又只规定了资产买卖(转让)这一种风险隔离方式, 而这种方式在现行法律体系下无法适用于收益权的资产证券化。通过对比国外立法, 认为要真正解决收益权证券化的理论难题, 需要进一步完善信托法及相关配套法律法规。

关键词: 基础资产; 债权; 收益权

中图分类号: D912.29

文献标识码: A

文章编号: 1672-3104(2008)05-0674-05

资产证券化(Assets Securitization)是近三十年来世界金融领域最重大和发展最快的金融创新工具, 是衍生证券技术和金融工程技术相结合的产物。近年来, 中国显然加快了在本土的经济环境和法律环境下建立资产证券化这种融资方式的步伐。2003年, 中国证监会公布了《证券公司客户资产管理业务试行办法》; 2004年, 中国证监会公布了《关于推进证券业创新活动有关问题的通知》, 国务院颁布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》; 2006年, 中国证监会又颁布了《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》(征求意见稿)(以下简称“《通知》”)。这一切都表明, 资产证券化已经成为当前中国金融界最为关注的金融创新方式。

然而, 资产证券化作为一种新的融资工具, 在如何适应中国法律环境的问题上还是存在着诸多值得探讨之处。特别是作为资产证券化的基础问题, 即哪些资产可以进行证券化, 在中国现今的理论界还是缺乏明确的定义及规范。虽然《通知》首次对基础资产作了相应的分类及特征描述, 但是, 这种分类是否符合中国现行法律的相关规定, 而选择何种基础资产进行证券化又将产生什么样的法律关系与法律后果? 本文首先从比较法的视角研究各主要国家和地区对基础资产的界定, 之后围绕《通知》所作的分类及特征描述, 并结合中国的法律制度及原理来回答这些问题。

一、“基础资产”界定中的法律问题

在资产证券化的发端国美国, 法律并没有对可被证券化的基础资产做明确的列举或界定。从实践来看, 可供证券化的基础资产大致走过了“住房抵押贷款——其他贷款和应收款——金融资产——可产生稳定现金流的资产”的历程。^[1]因此, 美国证券交易委员会认为资产证券化是“创立主要由一组不连续的应收款或者其他金融资产集合产生的现金流担保的证券……”^[2]而在学理上, 学者通常也只对基础资产的范围和性质做概括性描述。例如, Joseph C. Shenker 和 Anthony J. Colletta 认为, 证券化是“销售代表对一个隔离的、能产生收入的资产或资产集合的所有者权益的股票或由这一资产担保的债券工具, ……”^[3], 而 John Deason 则认为: “证券化是将产生于资产或发起人(产生应收款的实体)所有的应收款的现金流转化成平稳的偿付流的过程”。^[4]此外, 纵观美国《统一商法典》以及各州的法律, 通常都是将可证券化的资产简单地定义为应收账款, 不论是现在的或是将来可预期的。总之, 美国通行的观点是只要可以产生预期的收入流, 该资产就可成为证券化的目标, 即构成基础资产, 而在法学性质上一般将此种应收账款视为债权, 包括现在的或是将来的债权。

收稿日期: 2007-11-12

作者简介: 徐昕(1979-), 女, 浙江兰溪人, 厦门大学法学院2007级博士研究生, 主要研究方向: 国际经济法。

与没有完整民法理论体系的英美法系不同, 大陆法系国家在从事资产证券化的理论研究及立法实践时, 更注重从法学性质上对可供证券化的资产进行定性和分类。例如在日本, 资本证券化方面的法律原则上是区分金融资产及不动产来分别制定的。在金融资产证券化方面, 主要有《抵押证券法》《抵押证券业规制法》《信托法》《信托业法》《特定债权事业规制法》等, 在不动产证券化方面, 则有《不动产特定共同事业法》《信托业法》以及《投资信托及投资法人法》。而2000年公布的《资产流动化法》(即原来的《特定目的公司特定资产流动化法》)则同时适用于金融资产证券化和不动产证券化。^[5]在我国台湾地区, 资产证券化的标的也被区分为“金融(债权)资产”和“不动产资产”两大类。^[6]台湾于2002年施行《金融资产证券化条例》(以下简称《条例》), 规定证券化资产包括: ①汽车贷款债权或其他动产担保贷款债权及其担保物权; ②房屋贷款债权或其他不动产担保贷款债权及其担保物权; ③租赁债权、信用卡债权、应收账款债权或其他金融债权; ④创始机构以前三目所定资产与信托业成立信托契约所生之受益权; ⑤其他经主管机关核定之债权。其《不动产证券化条例》于2003年颁布, 特别针对土地、建筑改良物、道路、桥梁、隧道、轨道、码头、停车场及其他具经济价值之土地定着物的证券化予以规范, 其中又细分为不动产投资信托和不动产资产信托。总之, 在日本和我国台湾地区, 可供证券化的资产包括金融资产以及不动产资产, 前者的法学本质为债权, 后者的法学本质为收益权。

在《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》出台之前, 中国有关资产证券化的法律法规并没有对基础资产作出明确规范。《通知》弥补了这一空白, 其第二条明确写道: “基础资产应当为能够产生未来现金流的可以合法转让的财产权利, 可以是单项财产权利, 也可以是多项财产权利构成的资产组合。基础资产为不动产收益权或特许经营收益权的, 收益权的买卖不得违反法律、行政法规的规定, 收益权应当有独立、真实、稳定的现金流历史记录, 未来现金流保持稳定或稳定增长趋势并能够合理预测和评估; 基础资产为债权的, 有关交易行为应当真实、合法, 预期收益金额能够基本确定。”

根据该条规定, 首先, 《通知》将可证券化的基础资产定性为财产权利, 这种定性虽然与英美法系国家一般将可证券化的基础资产定性为应收账款有所不同, 但却比较明确地说明了可证券化的基础资产实际上不是实物资产, 而是财产权利。这种理解应当是符合资产证券化的基本宗旨与原理的。

其次, 《通知》将可证券化的基础资产分为两类: 一类是收益权, 一类是债权。^①这样的分类应该说还是受了大陆法系民法理论, 尤其是受日本和我国台湾地区的相关立法实践的影响。

(一) 债权作为可供证券化的基础资产

债权作为可证券化的基础资产在各国都是比较通行的一种做法。在中国, 债是指: 按照合同的约定或者依照法律的规定, 在当事人之间产生的特定的权利和义务关系。对于债所享有的权利称为债权, 而对于债所承担的义务则称为债务。能够引起债发生的法律事实, 即债的发生依据, 通常认为有以下几种: ①合同; ②侵权行为; ③不当得利; ④无因管理; ⑤法律规定的其他方式(包括遗赠、抢救公物、抚养、拾遗、发现埋藏物等)。^[7]资产证券化要求基础资产最好为稳定的现金流, 所以对于可以作为资产证券化的债权而言, 无论是监管机构还是广大投资者都希望此种债权为一种稳定的能够依据合同产生的合同之债, 在实践中, 原始权益人也往往将其拥有的合同债权作为基础资产转让给专项计划。在中国法律项下, 债权(即依据合同产生的债权)作为一种可供证券化的基础资产, 存在以下法律支持:

第一, 债权可以转让。除了依合同的性质、当事人有约定或法律规定不得转让外, 债权人可以将合同的权利转让给第三人, 且只须通知债务人即可, 不必征得其同意。以房屋贷款债权为例, 这种原始权益人的债权是依据银行与借款人签署的《房屋(抵押)贷款合同》所产生的, 银行出于融资的考虑, 将其依据这些《房屋(抵押)贷款合同》产生的债权转让给专项计划^②, 而只需对于借款方履行通知的义务即可, 这种债权转让的效力能够同时约束三方。并且, 《房屋(抵押)贷款合同》作为一种双务合同, 专项计划在支付债权转让的对价之后, 即代替原始权益人享有其在该合同中享有的权利, 而原始权益人由于没有将其在该合同中的债务一同转让给专项计划, 则依然还要按照《房屋(抵押)贷款合同》的约定, 履行其相应的债务。所以, 债权作为基础资产转让时, 在规则上有法律可循, 在实践中体现的权利义务关系又十分明确, 具有较强的可操作性。

第二, 债权作为基础资产转让能够有效地隔离原始权益人的破产风险及其他债务诉讼风险。即使银行即原始权益人破产或者遭受到其他债务诉讼时, 通常也不会对《基础资产买卖协议》的合法性及专项计划作为债权人的合法地位产生负面的影响。理论上, 专项计划已经代替借款人履行了《房屋(抵押)贷款合同》的义务, 借款人是作为专项计划的债务人而存在, 专

项计划与借款人之间的债权关系已经通过银行的债权转让行为产生了法律认可的确定力。从而使得借款人应该偿还的贷款变更为法律所认可和保护的专项计划的应得债权,也使得这部分还款最大程度地避免与银行的自有财产发生混同,更加有利于保护广大购买资产证券化产品的投资者的权益。

(二) 收益权作为可供证券化的资产

所谓收益权,是指收取由原物产生出来的新增经济价值的权利。^[8]而新增经济价值包括由原物派生出来的果实(天然孳息),由原物产生的租金、利息等法定孳息,以及由运用原物进行生产经营活动而产生的利润等等。收益权与债权最大的区别在于:收益权是物权的一项权能。其产生的依据不是合同而是出于对物享有的所有权。而所有权作为一种自物权,不但具有绝对的排他性质,而且作为所有权人,对于其所有的物在一般情形之下应当享有占有、使用、收益、处分、排除他人干涉妨害的权利。

在中国,收益权是可以与所有权进行分离的。^[9]但是,这种操作模式与债权的转让不同。以高速公路收费权做资产证券化为例。专项计划在支付了对价之后,并不对未来因使用高速公路而付费的当事方享有债权,专项计划还是以原始权益人的债权人的身份而存在。因为收益权不是债权,在这里,它们之间的关系可以辩证地理解为:收益权是一种在未来可能形成的债权,由于这种未来的债权在收益权进行转让之时并没有形成,因此,收益权买卖协议的法律效力应当只及于专项计划和原始权益人。而依据收益权产生的理论,原始权益人是将其将来产生的收益权转让给专项计划,从理论上分析,只有先产生收益才能产生获得收益的权利,而这种收益权也是先属于原始权益人而后才被转让给专项计划的(否则,原始权益人是无权转让这种收益权的)。由此得出结论,原始权益人与专项计划针对这种还没有发生的债权签署的买卖协议,实际上很难从法理上将专项计划支付对价后取得的收益与原始权益人自身的财产隔离开来,这样,就从法律层面上损害了广大投资者的投资安全利益。

另外,若原始权益人遭受到了其他可能危及其交付使用的高速公路所有权的风险,那么专项计划所购买的收益权同样存在着相应的法律风险。收益权作为一种物权的权能,是跟物的所有权紧密联系在一起,而所有权又是一种绝对排他的权利,无论是谁,只要拥有了物的所有权,从理论上即承认其享有占有、使用、收益、处分等各项绝对的权利。如果原始权益人对高速公路的所有权发生变更,那么新所有权人完全可以依照法律享有对于上述不动产的收益权,而这恰

恰又与原始权益人已经将上述高速公路的收益权转让给专项计划的行为产生了矛盾。是新所有权人应当放弃原所有权人已经转让的这部分收益权?还是专项计划应当无条件地向新所有权人返还收益转而要求原所有权人承担不当得利的法律责任?按照中国现行的法律条文及法学理论,很显然无法对于上述争议作出一个明确合理的答复。那么,这同样给专项计划收取这部分租金的合法性带来了巨大的法律风险,也给广大投资者带来了难以确定的法律风险。

二、问题产生的原因及解决方案

(一) 问题产生的原因

不动产的收益权或特许经营的收益权作为证券化的基础资产,之所以在中国的法律项下存在很大的障碍,原因在于利用这种资产实行证券化无法真正有效地保障基础资产与原始权益人的风险隔离。而资产证券化业务的核心恰恰在于基础资产实现隔离以建立资产信用。^[10]

从国际经验来看,资产隔离主要以资产信托或资产买卖两种方式实现。^[11]信托方式下,投资者属于基础资产的受益人,享有信托受益权;买卖方式下,资产隔离主要通过“真实销售”来实现,专项计划将拥有基础资产的所有权。而中国的监管机构在前述《通知》中规定资产风险隔离的实现方式统一采取资产买卖方式,不论是针对债权还是收益权。即计划管理人代专项计划与原始权益人签订基础资产的买卖协议,用专项计划募集的资金购买基础资产,从而获得基础资产的所有权,实现基础资产与原始权益人破产风险的隔离。

纵观各国立法及实践,债权的资产证券化,无论通过买卖或信托都可以较为顺利地实现。然而,如前所述,收益权作为物权的权能的一种,通过将其转让(买卖)给专项计划来进行证券化,在法理上无法解释在产生收益权之物的所有权人变更时,专项计划和新所有权人之间的优先地位,^③亦无法解释当原始权益人破产或因其他原因丧失主体资格时,投资人的权益如何得到保护。因而在中国现行民事法律体系下,收益权证券化的风险隔离在理论上应该通过信托方式来实现,同属大陆法系的日本、我国台湾地区亦是如此行事。众所周知,信托财产具有独立性。信托成立后,信托财产的所有权不同于一般财产的所有权关系。在英美普通法系,信托财产具有二元财产所有权的特性,即受托人享有法定所有权,而受益人享有受益权,从而

使信托财产独立于委托人、受托人和受益人的其他财产。^[12]尽管大陆法系国家的法律不承认二元所有权,但在信托立法方面,均接受信托财产具有独立性这一基本法理。利用这一基本法理,收益权即可突破有关物权法的普通民事法律规范的限制顺利实现风险隔离。

但是,中国的《信托法》能否承担起支撑资产证券化破产隔离这一制度要求呢?除去真实性销售不能反映信托的原理外,现行信托制度在整体上可以支持收益权进行资产证券化。然而,2001年颁布的《信托法》在一些细节规定上仍与国际标准有很大差距。其第二条规定:“本法所称信托,是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。”其中,并没有承认受托人对信托财产享有名义上的所有权,由此可见,我国立法界仍然局限于大陆法系传统的“一物一权”观念,对新生事物缺乏足够的勇气。此外,《信托法》第七条规定:设立信托,必须有确定的信托财产,并且该信托财产必须是委托人合法所有的财产。显而易见,作为证券化的收益权,其在未来未必一定发生,或者发生的金额与预期会有出入,这样,在现行立法框架下,收益权能否信托的确存在疑虑。再者,观之《信托法》第十五条:“信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别。设立信托后,委托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产时,委托人是惟一受益人的,信托终止,信托财产作为其遗产或者清算财产;委托人不是惟一受益人的,信托存续,信托财产不作为其遗产或者清算财产;但作为共同受益人的委托人死亡或者依法解散、被依法撤销、被宣告破产时,其信托受益权作为其遗产或者清算财产。”也就是说,当委托人是惟一受益人时,信托财产并不能在委托人丧失主体资格时与其需要继承或清算的财产脱离开来,这从根本上动摇了资产证券化所要求的破产隔离制度。因此,现有的《信托法》虽然给收益权证券化提供了一个基本的制度基础,但仍不够完善。^[13]

此外,目前在中国由证券公司或商业银行采用信托方式从事资产证券化业务还存在配套法律法规方面的障碍,主要包括《公司法》《证券法》《商业银行法》《证券公司管理条例》等要求的分业经营、债券发行条件等。^[14]

综上所述,《通知》既规定了两种完全不同性质的基础资产,却又只规定了资产买卖(转让)这一种风险隔离方式,而这种方式在现行法律体系下无法适用于收益权的资产证券化,这就是问题产生的根源。进一

步说,即使《通知》规定了收益权的证券化采用信托方式,根据如上分析,由于我国《信托法》本身规定的不足以及其他法律法规的限制性规定,也存在着诸多法律障碍,这些障碍不解决,就无法利用信托开展资产证券化业务。这也是我国监管机构为什么在《通知》中摒弃信托,而统一规定资产转让(买卖)为破产隔离手段的主要原因了,这实则是一个悖论。

(二) 解决的办法

归根结底,前述有关收益权适用信托开展风险隔离只是学理上的探讨,鉴于《通知》已经明确规定资产证券化统一适用资产转让(买卖),那么是否收益权在现行中国法律制度下就根本无法开展资产证券化业务呢?

前文已叙及,实现风险隔离的方式并不是只有资产买卖和资产信托两种途径,从属参与即是另一种实现风险隔离的方式。^[15]从属参与是原始权益人与专项计划之间的一种融资协议,该融资协议要求原始权益人以特定资产对专项计划的基础资产设置担保权益。事实上,从属参与是原始权益人专项计划之间的纯粹合同关系,是担保贷款协议:专项计划与资产债务人不成合同关系,原始权益人和原始债务人的基础合同继续有效,资产亦不必从原始权益人转到专项计划。这样的方式在解决中国现行法律项下收益权证券化的困境恰到好处。

并且,我国《物权法》对此也给予了法律上的支持。《物权法》第223条规定:“债务人或者第三人有权处分的下列权利可以出质:①汇票、支票、本票;②债券、存款单;③仓单、提单;④可以转让的基金份额、股权;⑤可以转让的注册商标专用权、专利权、著作权等知识产权中的财产权;⑥应收账款;⑦法律、行政法规规定可以出质的其他财产权利。”第228条规定:“以应收账款出质的,当事人应当订立书面合同。质权自信贷征信机构办理出质登记时设立。应收账款出质后,不得转让,但经出质人与质权人协商同意的除外。出质人转让应收账款所得的价款,应当向质权人提前清偿债务或者提存。”

然而,采用担保融资方式,虽然可以避免前述收益权转让过程中出现的法律困境,而将其运用于资产证券化一般也不会发生法律上的障碍,但是这种方式有其固有的缺陷:多会被认定为抵押贷款。而且从属参与者即专项计划对原始权益人享有追索权,因此在会计上也不能作为销售处理,从而导致原始权益人资产负债率提高,没有达到资产证券化的目的之一,即通过资产证券化降低资产负债率,因此从属参与不能实现破产隔离,不能实现表外融资,它并不是真正意

义上的资产证券化,只能说是现有法律框架下解决收益权证券化的一个次级替代方式。^[16]真正要解决收益权证券化的理论难题,还有待于信托法及相关配套法律法规的进一步完善。

注释:

- ① 当然,《通知》在明确列举了债权和不动产收益权外,还作了“其他权利”的兜底规定,具体参见《通知》条文。
- ② 因本文主要是对《通知》的规作做法律评析,故相关的术语均采用《通知》中的表述,包括原始权益人、专项计划、基础资产买卖协议、计划管理人等,以下均同。
- ③ 当然这个问题在现有民事法律规定中也有一个例外规定,那就是“买卖不破租赁”。

参考文献:

- [1] 洪艳蓉. 资产证券化法律问题研究[M]. 北京: 北京大学出版社, 2004: 7.
- [2] John Henderson. Asset securitization: current techniques and emerging market applications [M]. London: Euromoney Books, 1997: 1.
- [3] Joseph C. Shenker, Anthony J. Colletta. Asset securitization: evolution, current issues and new frontiers [J]. Texas Law

- Review, 1991, (69): 1374-1375.
- [4] John Deason. Securitization: Principles, markets and terms [M]. Hongkong: Asia Law Practice Publishing Ltd., 1998: 2.
- [5] 日本资产证券化(流动化)法律评述[EB/OL]. http://www.cnshu.cn/info/zc/102208_3.shtml, 2007-11-01.
- [6] 王文宇. 台湾地区资产证券化法制与案例评析[J]. 金融法苑, 2005, (70): 82-87.
- [7] 王泽鉴. 债法原理(第二册)[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2002.
- [8] 寇志新. 民法学[M]. 西安: 陕西人民出版社, 1998: 356.
- [9] 杨立新. 物权法[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2004.
- [10] 何小锋. 资产证券化理论与案例[M]. 北京: 中国发展出版社, 2007: 16.
- [11] 王志诚. 金融资产证券化——立法原理与比较法制[M]. 台北: 五南图书出版公司, 2002: 46-48.
- [12] 邢狄. 我国资产证券化过程中的法律问题研究[D]. 天津: 天津财经大学, 2005.
- [13] 胡旭阳. 信托法与我国资产证券化融资框架的构建[J]. 财经论丛, 2002, (1): 50-52.
- [14] 张天平. 失去衡平法的信托——信托观念的扩张与我国〈信托法〉面临的机遇与挑战[D]. 北京: 中国政法大学, 2002.
- [15] 李尚公, 沈春辉. 资产证券化的法律问题研究[J]. 法学研究, 2000, (4): 31-34.
- [16] 巴曙松. 现有法律障碍下如何推进资产证券化进程[J]. 中国投资, 2004, (6): 45-48.

Problems and solutions to legal selection of Basic Assets

XU Xin¹, HUANG Haibo², GUO Yi²

- (1. School of Law, Xiamen University, Xiamen 361005, China;
2. Shang Jingcheng Shenheng Law Firm, Shanghai 200120, China)

Abstract: In 2006, China Securities Regulatory Committee issued the Notice on problems related to the Experimental Assets Securitization Business Conducted by Securities Company (hereinafter referred to as the “Notice”). It is the Notice that firstly defined and classified the Basic Assets under the business of assets securitization. Based on the analysis of such definition and classification, the authors argues that the issue of this notice, included two different kinds of basic assets, i.e. Creditor’s Rights and Rights of Receiving Proceeds, only provided one risk-remote mechanism—assets transfer. However, this mechanism is not suitable for the Rights of Receiving Proceeds to securitization under current legal system of China. Based on a comparative review, the authors conclude that, to address the theoretical puzzle as how to realize the securitization of Rights of Receiving Proceeds, it is necessary to improve and perfect the entrust law and relevant regulations and rules.

Key Words: Basic Assets; Creditor’s Rights; Rights of Receiving Proceeds

[编辑: 苏慧]