

律师新业务：以信托方式开展资产证券化 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/483/2021\\_2022\\_\\_E5\\_BE\\_8B\\_E5\\_B8\\_88\\_E6\\_96\\_B0\\_E4\\_c122\\_483150.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/483/2021_2022__E5_BE_8B_E5_B8_88_E6_96_B0_E4_c122_483150.htm) 编者按：相比传统意义上的贷款融资和股票融资，资产证券化在中国推行将是一项全新的金融创新。本文从法律角度探讨了资产证券化的实现方式，提出了在信托方式下我国实施资产证券化的法律框架和步骤，具有很强创造性和前瞻性。?? 资产证券化是一种迅速发展的金融工具，近三十年来在世界金融领域得到了长足发展。资产证券化在美国、欧洲等资本市场成熟国家得到广泛青睐，体现出它所具有的独特优势。资产证券化作为灵活、有效的金融工具，具有广泛的应用性。资产证券化能为优质资产(如高速公路资产、电厂资产、市政基础设施资产)项目开辟一条崭新的融资渠道，为不良资产处置提供一种新的操作手段。本文提出了在我国以信托方式开展资产证券化的基本模式。

一、资产证券化的概念和实质 资产证券化是发起人将能产生预期现金流的资产或将经处置后能产生现金流的资产(证券化基础资产)出售给特定的发行人，或者将该基础资产信托给特定的受托人，该资产经证券化包装后，向投资者发行有较高投资级别的、可流通的资产支持证券的过程。资产证券化的实质是处置未来一定期限的预期收入，利用资产证券化的结构融资原理，使之立即变现，取得大量现金收入。

二、以信托方式开展资产证券化的操作思路 资产证券化一般采取两种模式，“真实销售”模式和信托模式。这两种模式均需解决证券化基础资产与发起人其他资产的风险隔离问题。就构造资产证券化的风险隔离机制而言，设立特殊

目的工具（special Purpose Vehicle）是必不可少的，它是资产证券化设计最典型的妙笔，是连接投资者与发起人的中间环节。一般而言，SPV包括SPC和信托两种形式。发起人可以设立特殊目的公司(Special Purpose Company，即“SPC”)，以“真实销售”的方式，将证券化基础资产的所有权完全、真实地转让给SPC，SPC向投资者发行资产支持证券，募集的资金作为购买发起人证券化基础资产的对价。“真实销售”旨在保证在发起人破产时，出售给SPC的资产不会被列为发起人的破产财产，影响投资者的利益。委托人(发起人)也可以选择以信托方式，将证券化基础资产设定为信托财产，将信托财产的所有权转移给受托人，不论是委托人破产，还是受托人破产，均不会波及到受托人持有的信托财产。受托人也不能将其固有资产与信托财产相混同。由此可见，信托财产的独立性可以有效地实现证券化基础资产与委托人的其他资产、受托人的固有资产之间的风险隔离。目前国际上资产证券化的通行做法是采用专设SPC的方法，各国资产证券化法案往往对SPC的设立做出许多规定，使SPC成为资产证券化结构性融资的载体或管道，实现发起人与SPC之间的“真实销售”。在我国目前尚无资产证券化法案的前提下，采用设立SPC方式实施资产证券化，存在许多法律障碍，操作性不高。《中华人民共和国信托法》的颁布为中国实施资产证券化提供了契机。在中国目前的法律环境下，以信托方式实施资产证券化可能是较好的选择。信托方式也是国际上资产证券化的典型模式之一。美国早期的资产证券化，由于没有相关的资产证券化法案，为了规避同样的风险和法律障碍，也采用了信托模式，以实现资产证券化所需的资产隔离。概括

来讲，以信托方式实施资产证券化的运作思路如下：1、发起人作为信托财产的委托人，与受托人订立信托契约，将资产证券化的基础资产设定为信托财产，信托给受托人。2、受托人将信托财产的信托利益分割成优先级信托利益和次级信托利益，优先级信托利益将进一步被分割成优先级受益凭证，并由受托人或受托人委托的投资银行将优先级受益凭证以定向发行方式出售给机构投资者；委托人保留全部的次级信托利益。3、发起人作为信托财产的管理服务人，归集现金流，管理、经营、处置证券化基础资产，所获得的现金收入转入受托人指定的账户。4、信托财产产生的现金流优先分配给投资者(即优先级受益凭证的持有人)，剩余利益归次级类信托利益的所有者(即委托人)所有。5、优先级受益凭证可以背书转让或利用银行间债券市场进行流通、交易。

三、以信托方式实施资产证券化所需的主要文件

1、资产信托证券化计划 以信托方式实施资产证券化，应该创设特殊目的信托。资产信托证券化计划是受托人办理特殊目的信托业务及发行优先级受益凭证的基本文件，是规范特殊目的信托的基本架构。一般来讲，资产信托证券化计划应记载下列事项：(1)特殊目的信托契约的存续期间。(2)信托财产之种类、名称、数量及价额。(3)信托财产收益分配方法。(4)信托财产管理处分方法及管理主体。(5)受托人的职权及义务。(6)与处理特殊目的信托事务所借入款项及费用负担相关的事项。(7)信托财产的评估方法、基本假设及专家意见。(8)其它事项。

2、特殊目的信托契约 特殊目的信托契约书由委托人(项目公司)与受托人拟签订，应主要记载：(1)信托目的。(2)委托人的义务及应告知受托人的事项。(3)受托人支出费用的偿还

及损害赔偿事项。(4)受托人的报酬、计算方法、支付时期及方法。(5)信托财产的管理及处分方法。(6)信托利益的分配方法。(7)优先级受益凭证的发行方式及其转让限制。(8)受托人在处理信托事务时，关于借入款项、费用负担及闲置资金的运用方法。(9)受托人应召集受益人会议的事由。(10)其他事项。

### 3、信托财产的管理及处分方法说明书

(1) 信托财产的管理及处分方案与受益人权益息息相关。受托人可以将信托财产的管理及处分委任创始机构代为处理，但应在资产信托证券化计划中明确载明。(2)如果受托人委任创始机构或其他机构作为服务人，管理及处分信托财产，则一般应签订独立的文件。

### 4、投资说明书

受托人依据资产信托证券化计划，发行优先级受益凭证。受托人向特定人发行优先级受益凭证而不公开招募时，受托人应向买受人或应募人(即投资者)提供投资说明书，详细说明特定人之范围、投资说明书的内容、优先级受益凭证的转让限制等。

## 四、以信托方式开展资产证券化的运作分析

### 1、基础资产

资产证券化的基础资产组成资产证券化的资产池(Asset Pool)，资产池是资产证券化的重要组成部分。资产证券化对资产池的本质要求决定基础资产必须具有相对稳定的现金流。优质资产能产生稳定的现金流收入，是理想的证券化基础资产。不良资产证券化，资产池里装的内容比较复杂，有以物抵贷房地产实物资产，也有违约率可能相当高的以房地产为抵押的抵押贷款合同。合同的违约率高，是因为原合同本身就是已经违约的合同，更新后的合同违约率如何，尚无偿还记录或偿还记录时间太短，不可能作为现金流预测的客观依据。特别是在我国当前的信用环境下，基于从银行收购的不良贷款的这部分特定债务

人的信用意识与偿债能力，不可能主要依赖贷款合同或债务重组协议约定的债务偿还时间表来预计其现金流，而应主要依赖合同项下抵押物的处置变现所产生的现金流，进行资产价值的评估和现金流的预测，这样的预测更为准确、稳定和客观。与其相信贷款合同或债务重组协议不会违约，还不如相信其会违约，进而对抵押物的处置变现事先作好安排。基于以上分析，不良资产证券化的资产池应直接装入实物资产或以实物资产为支撑的贷款资产。基础资产价值评估及相关证券评级应采用清算估算法(Liquidation-Driven)，难以采用现金流估算法(Cash Flow-Driven)。利用以物抵贷房地产和便于处置的房地产抵押贷款构造资产证券化基础资产池，满足了不良资产证券化所需要的基础资产池能够产生有保障的足够稳定现金流的要求。意大利和日本不良资产证券化的基础资产选择就是采用这一模式，并取得了成功。

## 2、优先级信托利益分割及出售

为了提高信用级别，降低投资者的风险，设计受益顺序有所分别的两种类型的受益权：即优先级信托利益和次级信托利益。代表优先级信托利益的优先级受益券设计为AAA级的受益凭证，向投资者发行，并从资产池产生的现金流中，优先得到偿还；发起人持有次级信托利益，在现金流支付优先级受益凭证后得到偿还。将优先级信托利益分割为等额的份额，其目的在于方便出售。针对以信托方式实现资产证券化而言，购买优先级信托利益券的投资者与持有次级信托利益的发起人，应为信托利益的共同受益人。依照《信托法》第45条的规定：“共同受益人按照信托文件的规定享受信托利益。信托文件对信托利益的分配比例或者分配方法未作规定的，各受益人按照均等的比例享受信托利益”

。由此可见，信托利益的分配可由信托文件灵活约定，不同种类的受益人可以享受不同的信托受益权。

3、信用增级对向投资者发行的资产支持证券进行信用增级，目的是降低资产支持证券的发行成本(如降低发行利率)。信用增级主要通过第三方提供信用支持和证券化结构设计来实现。在信托结构模式下，通过证券化结构设计，委托人(发起人)持有次级信托利益，可以对优先级受益凭证起到信用增级的作用，达到保护投资者利益的目的。另外，在初步信用评级完成后，在市场调查的基础上，如有必要，可考虑由第三方对优先级受益凭证投资者的偿付提供一定比例的担保，进一步提高信用级别。

4、管理服务人按照《信托法》的规定，受托人可以按照信托协议的规定，委托他人代为处理信托事务。《信托法》第30条：“受托人应当自己处理信托事务，但信托文件另有规定或者有不得已事由的，可以委托他人代为处理。受托人依法将信托事务委托他人代理的，应当对他人处理信托事务的行为承担责任。”基于以上规定，优先级受益凭证发行后，发起人可以接受受托人的委托，担任管理服务人角色，归集现金流，对基础资产进行管理、经营。

5、发行对象考虑到公众对资产证券化的认识不是很深入，公开发行资产支持证券的时机尚不成熟，故初期发行对象为机构投资者为宜，如全国银行间债券市场的参与者，包括商业银行法人、商业银行授权分行、经营人民币业务的外资银行、中资保险公司、外资保险公司、证券公司、证券投资基金、中外合资投资公司、中外合资证券公司、农村信用社联社、进入全国银行间债券市场的集团财务公司等。

五、结论1、资产证券化突破了传统的招商引资的局限，开辟了一条崭新的融资渠

道。 2、对不良资产证券化而言，可以调动社会资金，以高度市场化的方式参与不良资产的处置、化解。 3、由于发起人(委托人)保留全部的次级信托利益，不存在任何资产、收益流失问题。 4、《信托法》的实施为中国开展资产证券化提供了有力的法律保障，可以积极地尝试、探讨以信托方式实施资产证券化。刘柏荣 | 北京市环球律师事务所 100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问

[www.100test.com](http://www.100test.com)