

资产证券化法律问题研究及对策建议 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\\_\\_E8\\_B5\\_84\\_E4\\_BA\\_A7\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_c122\\_483916.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/483/2021_2022__E8_B5_84_E4_BA_A7_E8_AF_81_E5_c122_483916.htm) 一、资产证券化

(ABS)的法律特征及其运作机制 资产证券化是以资产所产生和其预期现金流为支撑，在资本市场上发行证券进行融资，将资产的风险和收益进行分割与重组的过程。从资产证券化的运作过程来看，大体上可以分为三个阶段：一是组建SPV阶段。SPV是指能获得国际上权威性资信评估机构授予较高资信等级（AAA或AA级）的投资银行或其他独立法人机构，组建SPV是ABS成功运作的基本条件和关键因素。二是SPV与项目结合阶段。只要投资项目所依附的资产在未来一定时期内能带来现金收入，便可以进行ABS融资。一般而言，能够带来现金流量的收入形式包括：信用卡应收款；房地产未来租金收入；飞机、汽车等设备的未来运营收入；项目产品出口贸易收入；航空、港口及铁路的未来运费收入；收费公路及其他公用设施收费收入；税收及其他财政收入等。ABS融资一般选择未来现金流量稳定、可靠、风险较小的项目资产，这些资产本身具有很高的投资价值，但是由于各种客观条件限制无法获得权威资信评估机构授予的较高级别资信等级，因此无法通过证券化途径在资本市场筹集资金。而SPV与这类项目的结合，以合同等方式将项目资产的未来收入权利转让给SPV，转让目的在于将项目公司本身的风险隔断。SPV进行ABS融资的风险仅与项目资产未来现金收入有关而与建设项目本身风险无关，从而降低了SPV的融资风险，提高其资信级别，为国际高档证券市场融资创造了有利条

件。三是SPV发行债券阶段。SPV直接在资本市场发行债券筹资，或者通过信用担保，由其他机构组织发行债券筹资用于项目。四是SPV偿债阶段，SPV利用项目资产的现金收入清偿债券本息。

## 二、资产证券化法律问题

从资产证券化的过程来看，它几乎涵盖了所有的经济法律领域。可以毫不夸张地说，资产证券化的法律问题实际上是一项复杂的法律系统工程。法律制度和法律规范对资产证券化的产生和发展起着决定性的作用。这主要体现于：

- (1) 资产证券化的每一个环节都涉及到不同参与者的权利义务问题，这需要通过合同来维系，而合同本身的效力需要法律确认；
- (2) 资产证券化涉及多方主体，特别是还需要一个特殊目的机构（SPV）作为交易结构的中心。这些主体的在资产证券化过程中的行为都要涉及不同的法律规范；
- (3) 资产证券化内在的“真实销售”、“破产隔离”等原则要求需要法律规范予以保障。

具体来说，资产证券化涉及如下若干主要法律问题：

### 1、资产证券化运作主体方面的法律问题

资产证券化的运作主体主要是原始权益人（发起人）、原始债务人、信托机构、服务商、投资银行、财务顾问等。其中，SPV的法律问题是资产证券化法律问题的关键。SPV作为发起人与投资者之间的中介，是证券化交易结构的核心。选择哪个国家的法律规定的形式设立SPV是需要重点考虑的问题。“破产隔离”是SPV的本质要求，其给予了交易安全以最大限度的保障。实现破产隔离，一方面要限制SPV的业务范围，使SPV能与其自身引起的破产风险相隔离。另一方面，SPV要完全独立于发起人，使SPV能同与发起人相关的破产风险相隔离，使自己不受发起人破产与否的影响。设立SPV及其后运作的成本（如税收方面的

开支)也是需要考虑问题的另一个重要方面。已发生的成功案例中SPV大多设于BVI等免税岛屿,主要是考虑了当地宽松法律环境和低廉的税收成本。我国资产证券化最直接目标资产的是银行系统长期积累的不良资产,这些不良资产在形成过程中,一般设定最高额抵押以防范金融风险。由此,可能产生资产转移中所有权主体方面的法律问题。由于最高额抵押权是担保现在及将来可能发生的债权,因此银行若将该笔债权同抵押权一同转让出去作为证券化的资产池,将来假若借款人再向银行借款时,可能会发生纠纷。因为按照最高额抵押权的规定,该抵押权是担保现在及将来可能发生的债权,因此新产生的债权亦以该抵押权作担保。然而该抵押权在旧债权转让时也已随之转让出去,因此假如银行同意借款人将来再以该抵押权作为担保,会造成债权不确定的问题。此外,假如借款人在新的债权违约时,银行为确保自己的利益,势必要求执行抵押权,然而该抵押权却已随旧债权移转出去,此时会在银行、借款人与受让机构间形成纠纷。因此,为使附担保资产的债权具有确定性,对于用于证券化的抵押担保债权,应使用一般抵押权,而不可以使用最高额抵押权。

## 2、资产证券化过程中的法律问题

(1) 抵押贷款一级市场的法律问题 主要涉及资产的原始权益人与原始债务人之间的契约法律关系。该契约是支撑证券化的现金流的根据,需合法有效和规范化,以满足构建资产池的需要。

(2) 资产转移的法律问题 对于资产证券化中的基础资产(一般为财务资产或合约资产)的移转,由于其主要是债权性的资产,是以合同为基础,因而基础资产移转也就不可避免地涉及到了合同的转让问题。在资产证券化过程中,基础资产上的权利与

义务移转到SPV。在我国，这种合同权利的转让就必须征得债务人的同意，因为一般资产池中债务人数目非常之大，如要全部征得债权人的同意，其困难、成本都足以使资产证券化失败。由此看来，我国有关合同权利转让的规定也是资产证券化的一个法律障碍。

(3) 信用增级法律问题 信用增级包括内部增级和外部增级两大类，具体包括超额担保、资产储备、直接追索、第三方担保、保险公司保险等多种方式，涉及合同法、担保法、保险法等法律以及附属贷款协议、担保函、保证协议、信用证、保险单据等法律文件。

(4) 证券化产品发行与交易中的法律问题 主要包括：发行之前的证券法规对证券化产品的调整和审核，发行之后在资本市场上的流通，法律对证券的交易场所、交易规则，以及对参加市场交易主体的规定。这些规定决定着证券化产品交易的成本和需求状况。

(5) 税收法律问题 主要体现在“真实出售”资产的行为是否涉及到流转税、所得税、印花税等税种的交纳问题。各国不同的税收规定及优惠程度直接影响到资产证券化的成本和实施地的选择。

(6) 外汇管制问题 跨国的资产证券化往往要考虑外汇融资现金流的进出问题，我国法律规定在该种情况下应就此类融资是否属于外债、是否属于资本项下的外汇流入等向国家外汇管理局提请审批。

### 3、资产证券化风险防范中的法律问题

资产证券化的一个关键点就是风险的分散化，以及把风险进行组织配比以适应各供应方和投资者的需要。资产证券化的风险集中在如下四个方面：

- (1) 资产风险，主要是违约（default）风险和担保的风险；
- (2) 第三方风险，主要有管理者、信用增级方以及辅助设施提供者的风险；
- (3) 法律风险，主要有破产隔离以及信息披露方

面的不确定性；（4）现金流风险，主要是现金流的管理、维持信用水平以及偿付安排的风险。以上任何一方面的风险都可以使得资产证券化业务承担巨大的损失，甚至导致投资者的利益受到极大侵害，并进而影响整个金融市场的正常运行。在我国的现阶段环境中，对于资产证券化风险的法律防范，主要存在如下几个方面：（1）SPV的业务监管 由于SPV是业务单一的实体，不应有与发行管理资产证券无关的业务，且在经营中应该保持经营持续性，不应有破产的风险。在我国，潜在的SPV作为特殊的金融机构，尚无相应的法规来监管，而在现有法律中规定不能破产的金融机构也只有保险公司一家。如果在国内实行资产证券化，则SPV由于其特殊性，接收银行资产又发行债券，在运作上是由证券主管部门（中国证监会）还是金融主管部门（人民银行）来管理，尚需要通过法律规范加以确定。（2）资产证券化运作的规范管理 银行等金融机构和其他发起人为了达到满足法规要求（如资本金比率）和提高资产流动性等目的，可能会滥用资产证券化。而资产证券化在资产移转上所产生的真实销售和抵押融资问题上的判断困难性，又使得发起人可以利用规范上的漏洞“打擦边球”，甚至作出不符实际的账面记录。比如发起人为了提高资本金率，提高流动性，就把基础资产移转作为真实销售从自身的资产负债表上剔除，而当因基础资产转让产生损失而必须依真实销售而加以确认时，发起人则又有可能把资产的移转当作抵押融资，从而逃避了损失的确认。所以，在对资产证券化业务的监督上必须有相应的明确规定。如果在资产证券化推广的同时没有法律规范的配合，操作上的随意性将使市场监管面临极大的风险。4、资产移转与

破产隔离 资产证券化构造出的资产证券之所以能吸引投资者，其主要长处在于由“破产隔离”而产生的信用级别的提高，由于基础资产的风险与发起人的风险隔离，从而资产证券的风险也就与发起人隔离，保证了持有资产证券的投资者的收益安全性。基础资产从发起人手中移转到SPV，能否达到破产隔离的效果，仍需要有一定的技术支持。

（1）真实销售的要求 真实销售是指在资产移转过程中，卖方将资产的所有风险与收益，即资产的权利与义务均全部转让给买方，而移转之后，卖方对资产将不再享有权利也不负担义务，买方作为资产的新的所有人，将独立享有权利和承担义务。基础资产要做到真实销售，就必须独立地全部移转风险，发起人要为基础资产提供一定比例的担保，而担保率往往高于基础资产历史上的坏（呆）账率。在这种情况下，发起人其实承担了基础资产的全部实质性风险。在资产证券化过程中，资产移转是否为真实销售，在理论上很难讲清楚，但可以由法律明文规定。香港法律就对一合约资产转让判定为出售的条件作出了规定。我国现行法律中，对于合约资产（也即财务资产）的转让问题还只局限于权利转让方面，对销售与抵押的分辨问题还未有明确规定，这种情况，将有可能是实行资产证券化的一个法律障碍。

（2）破产隔离的法律与技术要求 如果当发起人将基础资产转让出去后，发起人在经营困难情况下进入破产程序，这项资产是否会被纳入到发起人的破产财产中去的问题，则是资产证券化的一个重要法律问题和 技术问题。对于资产证券化业务，破产与基础资产的关系主要表现在以下几个方面：首先，基础资产能否作为破产财产，即基础资产是否仍与发起人相连。在资产证券化的构造中

，基础资产如果以真实销售的形式从发起人手中移转到SPV手中，则无论SPV是由发起人拥有控制还是由独立第三方设立，都可以认定基础资产不归发起人所有，也就不可能成为破产财产。其次，发起人为资产证券提供的超额担保是否可以从破产财产中豁免，这是事关资产证券信用增级的问题。我国《破产法》（试行）规定，（内部信用增级）超额担保（Over-collateralization）的超额部分在发起人破产时，将被列为破产财产，从而使得资产证券的信用来源受损，破产隔离也就失去了其应有的意义。内部信用增级情况下，破产隔离难以奏效的法律后果对资产证券的影响最大。

### 5、国际化资产证券化的法律风险

从证券交易形式来看，资产证券化可以分为两大类：全部国内化和部分国际化。在新兴市场的资产证券化经济中，大部分的业务都不是全部国内化的，而是部分国际化，甚至是全部国际化。其主要类型有：国内资产海外投资者，海外资产海外投资者，海外债务海外投资者。在资产证券国际化业务中，不可避免会遇到法律冲突方面的法律风险，同样地会涉及税收、外汇等方面的风险。

### 三、资产证券化的法律对策及建议

综合如上对资产证券化相关法律问题的分析，我们主要从法律角度提出如下对策建议：

- 1、修订有关和补充法规，使资产证券化具有完善的法律基础
  - （1）建议通过制定《资产证券化法》或者在制定《金融资产管理公司特别案例》中，对资产管理公司的法律地位、性质、行为能力、证券发行、二级市场转让流通、证券化资产的破产条件、监管部门等作出规定。修订有关分业管理的规定，或至少在资产证券化业务上允许SPV既作为金融机构，又可以作为券商等进行混业经营。
  - （2）修订《公司法》和《

企业债券管理条例》，SPV可以成为债券发行主体，允许SPV以发行债券的收入来向发起人购买基础资产，从而使得资产移转能够实现，真正达到破产隔离的效果。（3）修订《合同法》及《民法通则》，明确将合同权利转让由同意主义改为通知主义，以利于降低资产证券化资产移转的交易成本。此外，由于采用通知方式（而非同意）从而使得债务人额外增加的负担和造成的损失，也须由转让人和受让人承担责任。（4）制订完善相关会计准则，规范资产销售的会计处理，尤其是带追索权的销售，并对“真实销售”作出明确的限定。修订《外汇管理条例》，给予资产证券化发起人或SPV以更大的外汇提留比例，如此则可以保证向国外投资者定期支付本息的能力，也可以使发起人能够拥有更大的资金支配权，真正实现资产证券化的利益。修订《外商投资企业所得税法》或专门对资产证券化向海外SPV支付资产利息和本金的预提税问题作出规定，免去或相应根据双边税将优惠协议免去预提税，以节约资产证券化的交易成本。（5）修订《保险法》以及相关基金管理条例，允许保险基金、养老基金等进入资产证券化的市场，鼓励投资基金向资产证券进行投资。

## 2、完善我国资产证券化法律环境

（1）大力规范发展国内中介服务 中介服务的质量和中介服务在国际上的声誉，是我国推行资产证券化的一个重要问题，在这其中，资产评估业和资信评级业是明显的薄弱环节。在完善资产评估和资信级业务的政策上，应逐步建立一定的规范框架，并建立统一的标准体系。要通过培训等多种方式培养能够从事规模化ABS法律服务的律师队伍，以及其它法律咨询服务人才。国外经验表明，律师的专业服务在ABS成功实施中具有至关



重要的作用。（2）依法扶植成立SPV和担保公司 SPV在资产证券化中的特殊重要地位，使我们认识到在国内要实行资产证券化，必须建立一个相对比较稳定的SPV，其业务主要是发行资产证券，并向发行人购买基础资产和向投资者派发证券收益。在目前，SPV主要应该考虑由资信实力雄厚的商业银行、证券商来设立，符合条件的信托投资公司也可以成为SPV的运作实体。成立资产担保公司的目的是为资产证券化提供专业担保，以增强资产证券的信用级别。担保公司可以考虑由国有大型商业银行和大型国有企业为主体设立，以保证担保的有效和信用的等级。（3）综合提高职能部门的监管能力 资产证券化作为新兴的金融工具，必然会出现很多实践和认识上的问题，应该由监管部门加以正确和积极的引导。要积极引导社会公众充分认识资产证券化的风险，并给予适当的政策优惠，以利于资产证券化在国内启动并顺利发展。

#### 四、中国资产证券化成功案例

1992年海南三亚开发建设总公司曾发行地产投资证券；1996年珠海高速公路（注册于开曼群岛）以珠海市机动车缴纳的管理费和外埠机动车缴纳的过路费为抵押发行了2亿美元的收入债券，且其信用级别（穆迪评为Baa，标准普尔评为BBB）高于珠海市政府的信用级别，这些都是在程序和操作上都相对规范和完善的资产证券化。2000年3月，中集集团与荷兰银行在深圳签署了总金额为8000万美元的应收账款证券化项目协议。在3年的协议有效期限内，中集集团将发生的8000万美元以内的应收账款全部出售给由荷兰银行管理的资产购买公司，由该公司在国际商业票据市场上多次公开发行商业票据。这是我国最新的资产证券化案例（海外资产海外投资者）。中集集团资产证券化

运作过程：1、中集首先将从各子公司受让的上亿美元的集装箱应收账款进行设计安排，结合荷兰银行提出的标准，挑选优良的应收账款组合成一个资金池，然后交给信用评级公司评级。中集委托两家国际知名的评级机构：标准普尔和穆迪，得到了A1+（标准普尔指标）和P1（穆迪指标）的分数，这是短期融资信用最高的级别（正是凭着优秀的信用级别，这笔资产才得以注入荷兰银行旗下的资产购买公司TAPCO建立的大资金池）。2、中集集团向所有客户说明ABCP融资方式的付款要求，令其应付款项在某一日付至海外SPV（特别目的公司）账户。3、中集集团仍然履行所有针对客户的义务和责任。4、SPV再将全部应收账款出售给TAPCO公司（TAPCO公司是国际票据市场上享有良好声誉的资产购买公司，其大资金池汇集的几千亿美元的资产，更是经过严格评级的优良资产）。5、TULIP公司在商业票据（CP）市场上向投资者发行商业票据，并负责向投资者支付票据的本息回报。6、TULIP公司从CP市场上获得资金贷款给TAPCO公司并付给SPV，SPV又将资金付至中集集团设于经国家外管局批准的专用账户。TAPCO将从SPV取得的应收款权益用于归还TULIP的贷款。

中集集团资产证券化运作主体 中集集团资产证券化过程中主要有下列各方参与者：原始权益人中集集团及其子公司；中国外汇管理局；发起人荷兰银行（ABN AMRO）；海外SPV（特殊目的公司）；专门服务机构TAPCO公司；商业票据发行人TULIP公司；信用评级机构标准普尔和穆迪；贝克麦肯思律师事务所（Baker & Mckenzie）、高伟绅律师行（Clifford Chance）等。

### 资产证券化法律问题研究及对策建议 一、资产证券化（ABS）的法律特征及其

运作机制 资产证券化是以资产所产生和其预期现金流为支撑，在资本市场上发行证券进行融资，将资产的风险和收益进行分割与重组的过程。从资产证券化的运作过程来看，大体上可以分为三个阶段：一是组建SPV阶段。SPV是指能获得国际上权威性资信评估机构授予较高资信等级（AAA或AA级）的投资银行或其他独立法人机构，组建SPV是ABS成功运作的基本条件和关键因素。二是SPV与项目结合阶段。只要投资项目所依附的资产在未来一定时期内能带来现金收入，便可以进行ABS融资。一般而言，能够带来现金流量的收入形式包括：信用卡应收款；房地产未来租金收入；飞机、汽车等设备的未来运营收入；项目产品出口贸易收入；航空、港口及铁路的未来运费收入；收费公路及其他公用设施收费收入；税收及其他财政收入等。ABS融资一般选择未来现金流量稳定、可靠、风险较小的项目资产，这些资产本身具有很高的投资价值，但是由于各种客观条件限制无法获得权威资信评估机构授予的较高级别资信等级，因此无法通过证券化途径在资本市场筹集资金。而SPV与这类项目的结合，以合同等方式将项目资产的未来收入权利转让给SPV，转让目的在于将项目公司本身的风险隔断。SPV进行ABS融资的风险仅与项目资产未来现金收入有关而与建设项目本身风险无关，从而降低了SPV的融资风险，提高其资信级别，为国际高档证券市场融资创造了有利条件。三是SPV发行债券阶段。SPV直接在资本市场发行债券筹资，或者通过信用担保，由其他机构组织发行债券筹资用于项目。四是SPV偿债阶段，SPV利用项目资产的现金收入清偿债券本息。

## 二、资产证券化法律问题

分析 从资产证券化的过程来看，它几乎涵盖了所有的经济

法律领域。可以毫不夸张地说，资产证券化的法律问题实际上是一项复杂的法律系统工程。法律制度和法律规范对资产证券化的产生和发展起着决定性的作用。这主要体现在：（1）资产证券化的每一个环节都涉及到不同参与者的权利义务问题，这需要通过合同来维系，而合同本身的效力需要法律确认；（2）资产证券化涉及多方主体，特别是还需要一个特殊目的机构（SPV）作为交易结构的中心。这些主体的在资产证券化过程中的行为都要涉及不同的法律规范；（3）资产证券化内在的“真实销售”、“破产隔离”等原则要求需要法律规范予以保障。具体来说，资产证券化涉及如下若干主要法律问题：1、资产证券化运作主体方面的法律问题 资产证券化的运作主体主要是原始权益人（发起人）、原始债务人、信托机构、服务商、投资银行、财务顾问等。其中，SPV的法律问题是资产证券化法律问题的关键。SPV作为发起人与投资者之间的中介，是证券化交易结构的核心。选择哪个国家的法律规定的形式设立SPV是需要重点考虑的问题。“破产隔离”是SPV的本质要求，其给予了交易安全以最大限度的保障。实现破产隔离，一方面要限制SPV的业务范围，使SPV能与其自身引起的破产风险相隔离。另一方面，SPV要完全独立于发起人，使SPV能同与发起人相关的破产风险相隔离，使自己不受发起人破产与否的影响。设立SPV及其后运作的成本（如税收方面的开支）也是需要考虑问题的另一个重要方面。已发生的成功案例中SPV大多设于BVI等免税岛屿，主要是考虑了当地宽松法律环境和低廉的税收成本。我国资产证券化最直接目标资产的是银行系统长期积累的不良资产，这些不良资产在形成过程中，一般设定最高额

抵押以防范金融风险。由此，可能产生资产转移中所有权主体方面的法律问题。由于最高额抵押权是担保现在及将来可能发生的债权，因此银行若将该笔债权同抵押权一同转让出去作为证券化的资产池，将来假若借款人再向银行借款时，可能会发生纠纷。因为按照最高额抵押权的规定，该抵押权是担保现在及将来可能发生的债权，因此新产生的债权亦以该抵押权作担保。然而该抵押权在旧债权转让时也已随之转让出去，因此假如银行同意借款人将来再以该抵押权作为担保，会造成债权不确定的问题。此外，假如借款人在新的债权违约时，银行为确保自己的利益，势必要求执行抵押权，然而该抵押权却已随旧债权移转出去，此时会在银行、借款人与受让机构间形成纠纷。因此，为使附担保资产的债权具有确定性，对于用于证券化的抵押担保债权，应使用一般抵押权，而不可以使用最高额抵押权。

## 2、资产证券化过程中的法律问题

(1) 抵押贷款一级市场的法律问题 主要涉及资产的原始权益人与原始债务人之间的契约法律关系。该契约是支撑证券化的现金流的根据，需合法有效和规范化，以满足构建资产池的需要。

(2) 资产转移的法律问题 对于资产证券化中的基础资产（一般为财务资产或合约资产）的移转，由于其主要是债权性的资产，是以合同为基础，因而基础资产移转也就不可避免地涉及到了合同的转让问题。在资产证券化过程中，基础资产上的权利与义务移转到SPV。在我国，这种合同权利的转让就必须征得债务人的同意，因为一般资产池中债务人数目非常之大，如要全部征得债权人的同意，其困难、成本都足以使资产证券化失败。由此看来，我国有关合同权利转让的规定也是资产证券化的一个法律障碍

。（3）信用增级法律问题 信用增级包括内部增级和外部增级两大类，具体包括超额担保、资产储备、直接追索、第三方担保、保险公司保险等多种方式，涉及合同法、担保法、保险法等法律以及附属贷款协议、担保函、保证协议、信用证、保险单据等法律文件。（4）证券化产品发行与交易中的法律问题 主要包括：发行之前的证券法规对证券化产品的调整和审核，发行之后的在资本市场上的流通，法律对证券的交易场所、交易规则，以及对参加市场交易主体的规定。这些规定决定着证券化产品交易的成本和需求状况。（5）税收法律问题 主要体现在“真实出售”资产的行为是否涉及到流转税、所得税、印花税等税种的交纳问题。各国不同的税收规定及优惠程度直接影响到资产证券化的成本和实施地的选择。（6）外汇管制问题 跨国的资产证券化往往要考虑外汇融资现金流的进出问题，我国法律规定在该种情况下应就此类融资是否属于外债、是否属于资本项下的外汇流入等向国家外汇管理局提请审批。

### 3、资产证券化风险防范中的法律问题

资产证券化的一个关键点就是风险的分散化，以及把风险进行组织配比以适应各供应方和投资者的需要。资产证券化的风险集中在如下四个方面：（1）资产风险，主要是违约（default）风险和担保的风险；（2）第三方风险，主要有管理者、信用增级方以及辅助设施提供者的风险；（3）法律风险，主要有破产隔离以及信息披露方面的不确定性；（4）现金流风险，主要是现金流的管理、维持信用水平以及偿付安排的风险。以上任何一方面的风险都可以使得资产证券化业务承担巨大的损失，甚至导致投资者的利益受到极大侵害，并进而影响整个金融市场的正常运行。在我国的现阶段环境

中，对于资产证券化风险的法律防范，主要存在如下几个方面：（1）SPV的业务监管 由于SPV是业务单一的实体，不应有与发行管理资产证券无关的业务，且在经营中应该保持经营持续性，不应有破产的风险。在我国，潜在的SPV作为特殊的金融机构，尚无相应的法规来监管，而在现有法律中规定不能破产的金融机构也只有保险公司一家。如果在国内实行资产证券化，则SPV由于其特殊性，接收银行资产又发行债券，在运作上是由证券主管部门（中国证监会）还是金融主管部门（人民银行）来管理，尚需要通过法律规范加以确定。（2）资产证券化运作的规范管理 银行等金融机构和其他发起人为了达到满足法规要求（如资本金比率）和提高资产流动性等目的，可能会滥用资产证券化。而资产证券化在资产移转上所产生的真实销售和抵押融资问题上的判断困难性，又使得发起人可以利用规范上的漏洞“打擦边球”，甚至作出不符实际的账面记录。比如发起人为了提高资本金率，提高流动性，就把基础资产移转作为真实销售从自身的资产负债表上剔除，而当因基础资产转让产生损失而必须依真实销售而加以确认时，发起人则又有可能把资产的移转当作抵押融资，从而逃避了损失的确认。所以，在对资产证券化业务的监督上必须有相应的明确规定。如果在资产证券化推广的同时没有法律规范的配合，操作上的随意性将使市场监管面临极大的风险。

#### 4、资产移转与破产隔离

资产证券化构造出的资产证券之所以能吸引投资者，其主要长处在于由“破产隔离”而产生的信用级别的提高，由于基础资产的风险与发起人的风险隔离，从而资产证券的风险也就与发起人隔离，保证了持有资产证券的投资者的收益安全性。基础资产

从发起人手中移转到SPV，能否达到破产隔离的效果，仍需要有一定的技术支持。（1）真实销售的要求 真实销售是指在资产移转过程中，卖方将资产的所有风险与收益，即资产的权利与义务均全部转让给买方，而移转之后，卖方对资产将不再享有权利也不负担义务，买方作为资产的新的所有人，将独立享有权利和承担义务。基础资产要做到真实销售，就必须独立地全部移转风险，发起人要为基础资产提供一定比例的担保，而担保率往往高于基础资产历史上的坏（呆）账率。在这种情况下，发起人其实承担了基础资产的全部实质性风险。在资产证券化过程中，资产移转是否为真实销售，在理论上很难讲清楚，但可以由法律明文规定。香港法律就对一合约资产转让判定为出售的条件作出了规定。我国现行法律中，对于合约资产（也即财务资产）的转让问题还只局限于权利转让方面，对销售与抵押的分辨问题还未有明确规定，这种情况，将有可能是实行资产证券化的一个法律障碍。（2）破产隔离的法律与技术要求 如果当发起人将基础资产转让出去后，发起人在经营困难情况下进入破产程序，这项资产是否会被纳入到发起人的破产财产中去的问题，则是资产证券化的一个重要法律问题和技术问题。对于资产证券化业务，破产与基础资产的关系主要表现在以下几个方面：首先，基础资产能否作为破产财产，即基础资产是否仍与发起人相连。在资产证券化的构造中，基础资产如果以真实销售的形式从发起人手中移转到SPV手中，则无论SPV是由发起人拥有控制还是由独立第三方设立，都可以认定基础资产不归发起人所有，也就不可能成为破产财产。其次，发起人为资产证券提供的超额担保是否可以从破产财产中豁免，这



是事关资产证券信用增级的问题。我国《破产法》（试行）规定，（内部信用增级）超额担保（Over - collateralization）的超额部分在发起人破产时，将被列为破产财产，从而使得资产证券的信用来源受损，破产隔离也就失去了其应有的意义。内部信用增级情况下，破产隔离难以奏效的法律后果对资产证券的影响最大。

### 5、国际化资产证券化的法律风险

从证券交易形式来看，资产证券化可以分为两大类：全部国内化和部分国际化。在新兴市场的资产证券化经济中，大部分的业务都不是全部国内化的，而是部分国际化，甚至是全部国际化。其主要类型有：国内资产海外投资者，海外资产海外投资者，海外债务海外投资者。在资产证券国际化业务中，不可避免会遇到法律冲突方面的法律风险，同样地会涉及税收、外汇等方面的风险。

### 三、资产证券化的法律对策及建议

综合如上对资产证券化相关法律问题的分析，我们主要从法律角度提出如下对策建议：

- 1、修订有关和补充法规，使资产证券化具有完善的法律基础（1）建议通过制定《资产证券化法》或者在制定《金融资产管理公司特别案例》中，对资产管理公司的法律地位、性质、行为能力、证券发行、二级市场转让流通、证券化资产的破产条件、监管部门等作出规定。修订有关分业管理的规定，或至少在资产证券化业务上允许SPV既作为金融机构，又可以作为券商等进行混业经营。（2）修订《公司法》和《企业债券管理条例》，SPV可以成为债券发行主体，允许SPV以发行债券的收入来向发起人购买基础资产，从而使得资产移转能够实现，真正达到破产隔离的效果。（3）修订《合同法》及《民法通则》，明确将合同权利转让由同意主义改为通知主义，以利于降低

资产证券化资产移转的交易成本。此外，由于采用通知方式（而非同意）从而使得债务人额外增加的负担和造成的损失，也须由转让人和受让人承担责任。（4）制订完善相关会计准则，规范资产销售的会计处理，尤其是带追索权的销售，并对“真实销售”作出明确的限定。修订《外汇管理条例》，给予资产证券化发起人或SPV以更大的外汇提留比例，如此则可以保证向国外投资者定期支付本息的能力，也可以使发起人能够拥有更大的资金支配权，真正实现资产证券化的利益。修订《外商投资企业所得税法》或专门对资产证券化向海外SPV支付资产利息和本金的预提税问题作出规定，免去或相应根据双边税将优惠协议免去预提税，以节约资产证券化的交易成本。（5）修订《保险法》以及相关基金管理条例，允许保险基金、养老基金等进入资产证券化的市场，鼓励投资基金向资产证券进行投资。

## 2、完善我国资产证券化法律环境

（1）大力规范发展国内中介服务 中介服务的质量和中介服务在国际上的声誉，是我国推行资产证券化的一个重要问题，在这其中，资产评估业和资信评级业是明显的薄弱环节。在完善资产评估和资信级业务的政策上，应逐步建立一定的规范框架，并建立统一的标准体系。要通过培训等多种方式培养能够从事规模化ABS法律服务的律师队伍，以及其它法律咨询服务人才。国外经验表明，律师的专业服务在ABS成功实施中具有至关重要的作用。（2）依法扶植成立SPV和担保公司 SPV在资产证券化中的特殊重要地位，使我们认识到在国内要实行资产证券化，必须建立一个相对比较稳定的SPV，其业务主要是发行资产证券，并向发行人购买基础资产和向投资者派发证券收益。在目前，SPV主要

应该考虑由资信实力雄厚的商业银行、证券商来设立，符合条件的信托投资公司也可以成为SPV的运作实体。成立资产担保公司的目的是为资产证券化提供专业担保，以增强资产证券的信用级别。担保公司可以考虑由国有大型商业银行和大型国有企业为主体设立，以保证担保的有效和信用的等级。

（3）综合提高职能部门的监管能力 资产证券化作为新兴的金融工具，必然会出现很多实践和认识上的问题，应该由监管部门加以正确和积极的引导。要积极引导社会公众充分认识资产证券化的风险，并给予适当的政策优惠，以利于资产证券化在国内启动并顺利发展。

#### 四、中国资产证券化成功案例

1992年海南三亚开发建设总公司曾发行地产投资证券；1996年珠海高速公路（注册于开曼群岛）以珠海市机动车缴纳的管理费和外埠机动车缴纳的过路费为抵押发行了2亿美元的收入债券，且其信用级别（穆迪评为Baa，标准普尔评为BBB）高于珠海市政府的信用级别，这些都是在程序和操作上都相对规范和完善的资产证券化。

2000年3月，中集集团与荷兰银行在深圳签署了总金额为8000万美元的应收账款证券化项目协议。在3年的协议有效期内，中集集团将发生的8000万美元以内的应收账款全部出售给由荷兰银行管理的资产购买公司，由该公司在国际商业票据市场上多次公开发行商业票据。这是我国最新的资产证券化案例（海外资产海外投资者）。

中集集团资产证券化运作过程：1、中集首先将从各子公司受让的上亿美元的集装箱应收账款进行设计安排，结合荷兰银行提出的标准，挑选优良的应收账款组合成一个资金池，然后交给信用评级公司评级。中集委托两家国际知名的评级机构：标准普尔和穆迪，得到了A1+（标准普

尔指标)和P1(穆迪指标)的分数,这是短期融资信用最高的级别(正是凭着优秀的信用级别,这笔资产才得以注入荷兰银行旗下的资产购买公司TAPCO建立的大资金池)。2、中集集团向所有客户说明ABCP融资方式的付款要求,令其应付款项在某一日付至海外SPV(特别目的公司)账户。3、中集集团仍然履行所有针对客户的义务和责任。4、SPV再将全部应收账款出售给TAPCO公司(TAPCO公司是国际票据市场上享有良好声誉的资产购买公司,其大资金池汇集的几千亿美元的资产,更是经过严格评级的优良资产)。5、TULIP公司在商业票据(CP)市场上向投资者发行商业票据,并负责向投资者支付票据的本息回报。6、TULIP公司从CP市场上获得资金贷款给TAPCO公司并付给SPV,SPV又将资金付至中集集团设于经国家外管局批准的专用账户。TAPCO将从SPV取得的应收款权益用于归还TULIP的贷款。

中集集团资产证券化运作主体 中集集团资产证券化过程中主要有列各方参与者:原始权益人中集集团及其子公司;中国外汇管理局;发起人荷兰银行(ABN AMRO);海外SPV(特殊目的公司);专门服务机构TAPCO公司;商业票据发行人TULIP公司;信用评级机构标准普尔和穆迪;贝克麦肯思律师事务所(Baker & Mckenzie)、高伟绅律师行(Clifford Chance)等。

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)