

票据资管模式融资的风险分析及法律防范

■ 杜 凯

票据资管融资是票据融资的重要组成部分,改变了传统上中小企业间接融资成本高的难题。目前,我国票据资管融资尚处于初步发展阶段,各个环节面临的风险不尽相同。计划管理人和托管人都应遵守信义义务,积极履行合同义务以维护投资者的权益,但我国法律尚未对各方主体间的权利义务作出明确规定。票据因其信用功能和融资功能受到融资者青睐的同时,也因票据法律制度关于真实交易背景的规定而受到限制,即使以票据收益权或者应收账款作为基础资产,依然在质押合同协议及托管协议中面临着法律风险。为此,在现行资管模式下应引入第三方担保、科学合理设计票据资管合约、对各方主体提出更高的信义义务要求并完善我国风险自留制度。通过观察票据资管模式演化进程,反思我国票据法律制度关于真实交易背景限制是否合理。

[关键词] 票据转让;票据收益权转让;票据质押;自留风险;信义义务

[中图分类号] D912.28;F830.9 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1006-169X(2017)10-0058-08

DOI: 10.19622/j.cnki.cn36-1005/f.2017.10.008

基金项目:上海市法学会2017年度招标课题“票据融资创新的法律问题研究”。

杜凯,华东政法大学经济法学院硕士研究生。(上海 200042)

一、引言

票据资管模式作为金融创新产品中具有独特价值的一种,不仅可以减少企业融资成本,也有利于中介机构服务业务的发展。但是我国目前的法律规范和制度供给远不能跟上票据资管融资的发展,现行的融资模式尚有许多潜在的法律风险,对投资者权益保护造成极大的威胁,为了维护票据资管模式的健康运行、稳定金融市场安全,有必要厘清票据资管模式融资面临的具体风险,以提出积极有效的防范措施。

二、各资管模式下基础资产面临的法律风险

(一)“票据转让模式”下票据转让面临的法律风险

该模式是指原始权益人向计划管理人交付票据,计划管理人设立支持专项计划,专项计划以票据资产的面值金额为基础发行资产支持证券,向合格投资者募集资金。票据权利到期后,由委托银行收取债务人支付的款项,计划管理人以收取的款项向投资者进行利益分配。

在整个模式运作下,票据作为基础资产权利的

转让至为关键,既是票据融资专项计划设立的前提,更是资产支持证券投资者收回本金及合理回报的保障,那么,原始权益人向计划管理人交付票据的行为性质该如何界定呢?是纯粹的票据转让行为还是票据贴现行为呢?

根据《中华人民共和国票据法》第11条第1款之规定,票据必须基于真实交易关系和债权债务关系方可进行票据的签发、取得和转让。《电子汇票管理办法》第40条在肯定《票据法》第10条关于真实交易背景条件的情况下,又增加税收、继承、捐赠、股利分配等合法行为为基础。在该模式下,票据原始权益人将票据交付给运营专项计划的计划管理人,由管理人支付融资额给原始权益人,票据的转让基于票据的买卖关系而非上述法律规定真实的交易关系和债权债务关系或税收、继承、捐赠、股利分配等合法行为。因此,票据背书转让面临缺乏真实合法行为基础的法律风险。

若将此行为认定为票据贴现转让,则面临主体不适格的法律风险。根据《电子汇票业务管理办法》第42条规定,贴现是指持票人将权利背书转让

给金融机构,由金融扣除从贴现日至到期日的利息,支付一定金额给持票人的票据行为。在原始权益人与计划管理人之间转让票据没有真实交易背景的条件下,双方就票据买卖达成协议与票据贴现极为相似,但是根据《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》第20条有关规定,只有经中国人民银行批准经营贷款业务的金融机构,才能办理票据贴现业务的机构。《中国人民银行贷款通则》第21条进一步对贷款人资格作出规定,即贷款人必须经中国人民银行批准经营贷款业务,经工商行政管理部门核准登记,持有中国人民银行颁发的《金融机构法人许可证》或《金融机构营业许可证》。在计划管理人具备经营贷款业务资质的情况下,不宜认定为票据贴现行为。

综上,在“票据转让”模式下,以票据资产面额作为资产支持计划的基础资产具有不可避免的法律障碍,无论是将票据交付行为认定为票据贴现抑或认定为票据背书转让都与法律法规的强制性规定相违背,不具有现实可行性。

(二)“票据收益权转让+票据质押模式”下基础资产转让面临的法律风险

“票据收益权转让+票据质押模式”与票据转让模式的最大不同以票据项下的各种权益而非票据面额作为基础资产发行资产支持证券。我国现行法律规定并没有就资产收益权的具体内容作出规定,关于票据收益权是债权或物权概念一直颇有争议。

1. 票据收益权是物权四大权能的“收益”权能

持这种观点的学者认为(薛丽珍,2001),占有、使用、收益、处分作为所有权的四项职能,收益与收益权的称呼不同并没有对两者造成本质上差别,收益权归类为所有权的四大职能之一是目前民法教学及学术著作中的通行做法。

根据《物权法》第39条之规定,所有权人对自己的动产或不动产,依法享有占有、使用、收益和处分的权利。那么,在该种性质界定下,把票据收益权作为一种与票据相分离的独立权利进行转让并不能得到《票据法》的正面肯定,因为《票据法》第27条之规定,持票人将票据权利转让给他人或授予他人行使票据权利时,必须背书并交付汇票。票据法具有的要式性使得票据收益权的转让必须通过背书转让方式。在这种情形下,票据收益权的转让必然

同样面临着《票据法》第10条和《电子汇票业务管理办法》第40条关于票据转让具有真实交易背景的限制。

2. 票据收益权是一种约定权利

票据收益权是一种将来债权,是融资方对其特定资产享有的将来向第三人请求支付的债权。这种观点认为票据收益权信托中委托人将票据收益权交付给受托人为受益人特定利益进行管理。此时,票据收益权在成立时是一种将来债权而非现实债权。这种将来债权因无法律关系、且未发生,只有事实关系而被称为纯粹未来债权。

在实务中,由于票据收益权没有法律的明确规定,原始权益人与计划管理人通常是通过协议约定的方式来明确权利具体内容,包括债务人偿付债款的利益流入,票据被拒付后向前任追索的利益流入,票据衍生权益流入,由于权利约定的不可穷尽性,双方通常还加上兜底条款,以确保关于票据的所有权益流入均纳入票据收益权项下。票据收益权作为一项约定的权利本身并不受《票据法》的直接约束,但是该收益权的权益流入完全依赖于票据,一旦票据权利遭受到损害或丧失,则投资者很难通过该合同权利向原始受益人进行追索,不利于其权益保护。因为,认定票据收益权为一项合同权利,则完全独立于票据,这种独立虽然完美避开了《票据法》第10条关于真实交易背景的限制,却同时因为无法在票据上背书此项合同权利而置身于原始权益人再次就票据设定权利的风险之中。

(三)“应收账款转让+票据质押模式”下基础资产转让面临的法律风险

“应收账款转让+票据质押模式”之于“票据转让模式”的最大不同在于设立资产支持证券的基础资产是票据的基础资产权益流入。此种模式下面临的最大法律障碍在于一旦出票人开具票据,票据基础关系下的债权是否存在?若票据到期之后被拒付,投资者该如何救济自己的权利?

应收账款是票据法律关系的基础关系,票据法律关系与基础法律关系是一种既相互独立又有所牵连的法律关系。两者关系的独立性体现在票据法的无因性,因为票据法律关系一旦形成就与基础关系相分离,票据法律关系的有效与否不以基础关系的有效为前提。但是两者又有牵连,因为票据作为一种债权债务证券,是当事人之间债权债务关系

的一种再现,根据《支付管理办法》的规定,以票据作为结算方式必须符合相关的要式性规定。此时必须明确的是,票据法律关系受《票据法》直接约束,而作为票据基础法律的应收账款则受《合同法》直接约束,根据《合同法》第91条之规定^①,以票据作为结算方式并不是导致合同权利义务终止的法律行为之一,因此票据法律关系的成立并不能当然否定基础法律关系的继续存在。

综上,票据法律关系的成立并不当然否定应收账款债权的继续存在,除非双方当事人约定出票人签发票据时双方权利义务终止。在该模式下,票据权利与应收账款作为一种竞合权利存在,债权人可以择一行使。那么,在这种情况下,若票据到期之后被拒付,投资者该如何有效救济自己的权利呢?

若投资者以票据权利救济自己的权利,则适用于《票据法》第62条的有关规定,票据被拒付后可以向任一前手追索,票据的出票人、背书人和保证人对持票人承担连带责任。根据《票据法》第70条有关规定,债权人可追索的范围包括被拒付的汇票金额、自到期日起至提示付款人的相关利息及相关费用^②。

若投资者以应收账款作为行使权利的依据则涉及《合同法》第79条及80条之规定,债权人转让权利时只有通知债务人,该债权转让才会对债务人产生效力。债务人接收到通知后,受让人取得与债权有关的从权利,同时债务人对债权人的抗辩也得得以抗辩受让人。

从理论上讲,投资者似乎有着很大的选择

权,既可以选择票据权利也可以选择应收账款权利作为救济的权利依据,实则不然,第二种救济权利方式需要在票据流转的每一个过程通知债务人,任何一次流转环节没有通知债务人都会阻碍最终受让人权利的行使。反过来说,在票据流转的每一个环节都通知债务人加重了每一次交易的成本,不具有经济性。

三、资管模式下各方主体间协议面临的法律风险

“票据转让模式”面临着《票据法》第10条及《电子商业汇票业务管理办法》第40条就真实交易背景的法律障碍,为了规避真实交易背景这一强制性规定,“票据收益权转让+票据质押模式”抑或“应收账款转让+票据质押模式”的资管融资模式应运而生,然而演化后的模式不仅在基础资产转让上存在着法律不确定性或明确的法律障碍,与其他参与主体之间的协议同样存在或多或少的法律风险。

(一) 票据质押协议

票据质押协议是原始权益人将票据收益权或应收账款转让后,基于增强专项计划的信用级别,规避原始权益人再次就票据设置权利等目的,把票据质押给计划管理人。撇开质押票据本身的真实有效性不谈,该协议仍然面临着法律困局。就票据质押的成立及生效而言,我国《票据法》、《担保法》和《物权法》有着相对矛盾的不同规定,根据《票据法》第35条^③及《票据法司法解释》第55条^④之相关规定,以汇票进行质押时,需要出质人在汇票上进行签字并签章方能生效;根据《担保法》第76条^⑤及

①《合同法》第91条 有下列情形之一的,合同的权利义务终止:(一)债务已经按照约定履行;(二)合同解除;(三)债务相互抵销;(四)债务人依法将标的物提存;(五)债权人免除债务;(六)债权债务同归于一人;(七)法律规定或者当事人约定终止的其他情形。

②《票据法》第70条 持票人行使追索权,可以请求被追索人支付下列金额和费用:(一)被拒绝付款的汇票金额;(二)汇票金额自到期日或者提示付款日起至清偿日止,按照中国人民银行规定的利率计算的利息;(三)取得有关拒绝证明和发出通知书的费用。被追索人清偿债务时,持票人应当交出汇票和有关拒绝证明,并出具所收到利息和费用的收据。

③《票据法》第35条 背书记载“委托收款”字样的,被背书人有权代背书人行使被委托的汇票权利。但是,被背书人不得再以背书转让汇票权利。汇票可以设定质押;质押时应当以背书记载“质押”字样。被背书人依法实现其质权时,可以行使汇票权利。

④《最高人民法院关于审理票据纠纷案件若干问题的规定》第55条 依照票据法第三十五条第二款的规定,以汇票设定质押时,出质人在汇票上只记载了“质押”字样未在票据上签章的,或者出质人未在汇票、粘单上记载“质押”字样而另行签订质押合同、质押条款的,不构成票据质押。

⑤《担保法》第76条 以汇票、支票、本票、债券、存款单、仓单、提单出质的,应当在合同约定的期限内将权利凭证交付质权人。质押合同自权利凭证交付之日起生效。

《担保法司法解释》第98条^①规定,质押合同于权利凭证交付时生效。而我国《物权法》第224条则规定,票据质押当事人应当订立书面合同,质权自权利交付时设立。由此可见,《票据法》、《担保法》、《物权法》关于质押成立并生效的条件有着不同的规定,但由于我国1995年颁布《担保法》,2007年颁布《物权法》,《物权法》就《担保法》的相关规定作出了一定的修订,且《物权法》第178条规定,担保法与物权法不一致的,适用于物权法。因此,关于票据生效条件的差异集中在《票据法》及《物权法》的相关矛盾性规定。问题分析到这一步,似乎只要从严把握票据质押设立条件,原始权益人作为出质人不仅与作为质权人的计划管理人签订质权协议,并将票据交付给质权人占有就没有票据质押不成立的法律风险了。

的确如此,出质人与质权人签订质押协议并交付票据则质权成立并生效,但若质权人占有票据形成资金沉淀又会因此面临“非法集资”的法律风险。根据2010年最高人民法院通过颁布的《关于审理非法集资刑事案件具体应用若干问题的解释》第1条规定,凡是满足以下四个条件:吸收资金的形式不合法或未经批准、通过各种途径向社会公开宣传、承诺按期还本付息或给予回报、向不特定对象吸纳资金,则其行为应根据《刑法》第176条规定被认定为“非法吸收公众存款或变相吸收公众存款”,计划管理人作为质权人为了规避该风险,通常又不得不委托托管机构来管理票据,而非直接占有。

通过以上分析不难看出,质权人处于两难境地,若要规避“非法集资”的法律风险,质权人不能占有票据形成资金沉淀,此时票据质押的成效存在着不确定性。而若确保票据质押的效力,以保护投资者的合法权益,则又会使质权人面临着“非法集资”的刑事风险。

(二) 票据服务协议

票据服务协议是管理人与服务管理机构就票据的管理和服务等事宜达成协议,如资产专项计划账户的设置和监管、收回款项的划转、保证金账户的协助管理。就商业银行承担的中间业务的功能和形式可以具体划分为以下两种服务内容。

其一为代理性服务,主要是接受计划管理人的要求进行专项账户的设置和监管、保证金账户的协助管理、代收付款项等,从中收取手续费,不会影响银行资产负债表的变化。

其二为结算性服务,是就债务人与原始权益人、原始权益人与计划管理人之间有关由债权债务等关系引起的,与货币支付、投资有关的业务,该项业务的开展也不会引起商业银行资产负债表的变化。

对商业银行而言,开展此类中间性业务对其自身业务水平发展及金融创新类业务的开展均具有重要意义。既可以扩大商业银行的收入来源,推动商业银行的职能转换,也有利于保障票据融资各方的资金安全。

(三) 票据托管协议

托管协议是管理人与托管人就托管人妥善保管专项计划账户内资金,确保专项计划账户内资金独立和安全,及时通知管理人专项计划账户的重大变化,执行管理人的划款指令,并取得合理报酬的协议。通常协议会就票据的保管、验收、交割、清算、托收和信息查询等事宜作出具体规定。这种委托银行进行托管的方式虽然能有效降低管理方托收及催收压力,降低潜在道德风险和操作风险,却也因此会引发其他的风险。

首先,定向资产管理计划托管除适用《合同法》外无其他法律明确规定,商业银行为他人管理财产的行为,可以以委托、代理、信托等形式,但根据《商业银行法》的有关规定,除非法律明确规定,否则商业银行不得在境内设立信托业务,因此,即使定向资产管理计划与证券投资基金的法律结构极为相似,也不能认定为信托。托管行为法律关系的界定,意味着计划管理人只能通过事前合同约定的方式来保护投资者权益,这种力度显然小于认定为信托时的保护程度。

其次,商业银行有效履行托管行为的关键在于其独立性,但我国目前法律体系中没能对独立性问题作出充分的法律保障(李江鸿等,2012)。一方面,在我国目前定向资产管理计划实践中,托管人是由计划管理人选任的,就托管协议的约定双方也是计划管理人和商业银行,在这种运作模式下,计

^①《担保法司法解释》第98条以汇票、支票、本票出质,出质人与质权人没有背书记载“质押”字样,以票据出质对抗善意第三人的,人民法院不予支持。

划管理人可能因利益制约对托管人的独立性造成根本性影响。另一方面,计划管理人不仅具有选聘托管人的权利,还具有单方面更换托管人的权利,这种单方面解除权也是威胁托管人独立性的重要因素。在定向资产管理计划协议中通常约定,计划管理人有权因托管人在履行协议过程中的过错行为或不能胜任的行为解除托管协议,“过错”、“不能胜任”等具有强烈主观性的标准,使得托管人在履行职责过程中难以兼顾监管责任和管理人的持续聘任。

最后,托管人的一项关键职能是监督资产管理行为,但是我国法律并未对托管人就管理人的违法投资行为的监督责任作出规定,即我国现行该规定中没有就托管人承担严格责任抑或过错责任作出明确的解释。在法律规定不明确的情况下,双方的权利义务仅能通过协议提前约定,一旦出现管理人进行违法投资而托管人未能监管到位的情形,托管人很有可能通过“过错”这一主观性法律界定避免法律责任的追究,从而对投资者利益造成极大的损害。

四、票据资管融资模式面临的一般风险

(一) 市场风险

市场风险是指由于市场价格(如利率、汇率、股票价格和商品价格)的不利变动资产发生损失的风险。票据资管融资模式面临的最大市场风险来自于基础资产票据的利率风险,票面利率跟宏观调控政策联系紧密,受到信贷规模的影响。一般而言,当市场资金缺乏、流动性弱时,票据市场利率比较高,而当票据市场资金充足、流动性强时,则票据市场利率比较低。票据利率高低的变化对原始权益人是否通过票据资管模式进行融资具有重大的影响。此外,投资者的投资理念也是决定票据资管融资市场风险的重要因素,由于我国目前散户的投资理念尚不成熟,投资时过于关注专项计划的短期高回报率,而票据资管模式追求的是安全融资,这在一定程度上与投资者的理念相冲突。

(二) 信用风险

票据资管模式融资的核心在于陌生人信任,这种信任不仅体现在原始权益人与投资者之间,也体现在投资者与专项计划管理人之间、计划管理人与托管人之间。资管模式的每一个环节都体现了各参与方之间的信任。投资者基于对委托计划管理人专业水平和职业道德委托其代为管理、运作资金,计划管理人基于对托管人账户运作技术及职业

道德任命其监管账户资金运作情况,整个环节中至为关键的一步在于投资者信任债务人可以到期支付票据金额,原始权益人到期收回资金,由托管机构及时划拨至专项账户。整个资管模式的运转需要各方参与主体的信任,任何一个环节违背信义义务都会导致整个资管计划以失败告终。一旦计划管理人、托管人或融资方因为技术缺陷或其他因素给投资者造成损害,由于我国目前尚未建立健全的票据资管融资的纠纷解决机制和风险分担机制,各方主体往往会推诿责任,最终由投资者承担最后的损失,无法通过证券凭证收回投资本金及预期利益。票据资管模式本身的复杂性及投资者自身技术匮乏导致投资者难以通过诉讼程序实现自我救济,这会造成整个市场对于该融资模式的恐惧,动摇了投资者对票据融资市场的信心。

(三) 操作风险

巴塞尔委员会将操作风险定义为,由不完善或有问题的内部程序、员工、信息科技系统以及外部事件所造成损失的风险(巴曙松,2003)。中国银监会2012年发布的《商业银行资本管理办法》中第94条对操作风险的定义在遵从巴塞尔协议有关规定的基礎上进一步强调操作风险包括法律风险,但不包括策略风险和声誉风险。大和银行因没有进行合理授权,导致资金交易的前台、中台没有有效分离,导致11亿美元的损失。所罗门兄弟公司因为5年前的内部交易的不一致导致1.26亿元的损失。从全球发展趋势来看,操作风险不仅存在于金融机构,凡是涉及资金交易的流程都存在着操作风险。由于票据资管融资的复杂性、专业性及相关信息的不透明,也极有可能产生操作风险,集中在两个参与主体:一是计划管理人的操作风险,既包括由于技术缺陷没能有效执行《认购协议》中规定的相关义务,也包括违背信义义务挪用或滥用投资者资金为自己谋利,当然,计划管理人内部控制缺陷,没能对资金流动环节进行合理授权也属于操作风险。二是托管人产生的操作风险,托管人未适当履行《服务协议》中规定的设立独立账户、及时拨付保证金到资产专项账户、及时通知管理人专项账户资金变化义务的操作风险既有客观上技术限制(如伪造计划管理人身份、未经授权的访问、系统自身缺陷)也有主观上违背信义义务(如将专项计划资金与固有资金混淆、懈怠向管理人汇报专项账户的资金变

化)。

(四)无法实现“破产隔离”

根据我国目前法律规定限制,专项计划因不具主体资格而不能实现真正的破产隔离。我国专项计划的特殊目的机构尚不能采取有限合伙和公司的形式(李敏,2007)。由于分业监管的经营限制,特殊目的机构也不可能采取信托模式设立。这就导致特殊目的机构只能作为券商和基金公司的一部分,而不能获得独立的主体地位。在特殊目的机构不存在独立主体资格的情况下,该专项计划资产证券化的开展模式是通过以下方式运行的。由券商与投资者签订《认购协议》,将认购资金委托券商进行管理,券商设立专项计划发行证券,投资者持有证券凭证,同时,券商与原始权益人签订《买卖协议》购买基础资产,买卖协议中的购买人是券商而非专项计划。在这种操作模式下,券商和基金公司可能因为分业限制承担经营风险,而投资者同样面临着无法实现破产隔离的风险。

根据2014年证监会发布的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第3条^①仅对基础资产的独立性、稳定性及可特定化进行了要求,并没有对专项计划中资产池财产或财产权利的独立性作出要求,而且中国证监会发布的该[2014]年49号公告并没有就基础资产的真实出售作出规定,由此可见,资产支持专项计划并不能实现与券商或基金公司自身财产的完全隔离。一旦券商发生破产事件,即使第5条规定专项计划资产独立于各参与方的固有财产,特别强调了各参与方被依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算的,专项计划不属于其清算财产^②,依然不能有效实现破产隔离。因为中国证监会公布的规定属于部

门规范性文件,效力等级低于《破产法》就善意第三人主张破产财产的规定。同样,第7条防范破产债权债务的抵销规定也难以达到证监会试图使基础资产脱离于原始权益人整体风险的目的^③,因为,该规范性文件的法律效力较低,难以对抗《合同法》第83条和第99条债务人向债权人及债权受让人主张债权抵销权权利。由于基础资产未能认定为真实出售,一旦原始权益人发生破产事件,基础资产极有可能被人民法院根据《破产法》第30条规定认定为破产财产。

综上,专项计划根据我国目前法律规定不具备独立性,只能是券商或者基金子公司的一部分,因此,无论是《买卖协议》还是《委托协议》都只能由券商或者基金子公司代为签订。这种操作模式使得基础资产不能独立于专项计划参与各方的固有财产,即使中国证监会通过颁布部门规范性文件,试图把专项计划资产对于各方主体的整体风险维护投资者的合法权益,却因效力等级低于《合同法》和《破产法》而无法实现破产隔离。

五、对上述风险分析的法律应对

(一)目前票据资管模式的优化建议

1. 引入第三方担保公司,由原始权益人提供反担保

票据资管融资模式具有复杂性、专业性。投资者在各方参与主体出于被动的一方,其权益的实现依赖于各方主体的信用及基础资产的可靠性,为减少弱势方投资者因基础资产无法及时变现遭受损失的风险,有必要引入反担保制度使众多投资者能够享受票据优先权。具体操作方式为投资者委托计划管理人设立专项计划,计划管理人购买原始权益人的基础资产,原始权益人不仅要交付基础资

①《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第3条 本规定所称基础资产,是指符合法律法规规定,属明确,可以产生独立、可预测的现金流且可定化的财产权利或者财产。基础资产可以是单项财产权利或者财产,也可以是多项财产权利或者财产构成的资产组合。前款规定的财产权利或者财产,其交易基础应当真实,交易对价应当公允,现金流应当持续、稳定。

②《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第5条 因专项计划资产的管理、运用、处分或者其他情形取得的财产,归入专项计划资产。因处理专项计划事务所支出的费用、对第三人所负债务,以专项计划资产承担。专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产。原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人因依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算,专项计划资产不属于其清算财产。

③《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第7条 管理人管理、运用和处分专项计划资产所产生的债权,不得与原始权益人、管理人、托管人、资产支持证券投资者及其他业务参与人的固有财产产生的债务相抵销。管理人管理、运用和处分不同专项计划资产所产生的债权债务,不得相互抵销。

产,还需向计划管理人提供第三方担保公司担保基础资产的实现,担保公司可以依据《担保法》第4条的规定要求原始权益人提供反担保^①。反担保制度的引入可以规避原始权益人与计划管理人签订票据质押协议的风险、票据市场风险等,对于维护投资者权益以及整个票据资管融资市场稳定具有重要意义。

2. 科学合理设计票据资管合约

我国目前法律法规对票据资管融资的相关规定尚不完备,在各方主体间权利义务、纠纷解决机制等方面有很多法律空白,尽管证监会于2014年发布了《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》,该“新规”却因与上位法冲突而在效力上存有瑕疵。因此,关于风险的防范更多需要通过合同事前约定加以控制。首先从源头上控制风险,必须选择不与法律具有明确冲突的模式,上述三种模式中应优先考虑“票据收益权转让+票据质押模式”和“应收账款转让+票据质押模式”,因为票据转让模式与《票据法》第10条关于真实交易背景限制直接冲突。其次,在合同中约定必要的客户保护条款如各方主体情况的信息披露、风险揭示等,具体内容设计可以参考“新规”的配套文件《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》相关规定。最后,合同各方参与主体间权利与义务的设定要监管票据资管融资效率与票据资管融资市场安全,不能为了吸引投资者投资作出无法实现的回报承诺。

3. 对各方主体提出更高的信义义务要求

票据资管融资模式参与主体多,结构设计复杂,专业技术性强,对其信义义务的要求要高于一般融资模式。各方主体一方面要遵守相关法律法规规定的必要性信义义务的要求,如计划管理人将专项计划募集资金用于向原始权益人购买基础资产、接受托管人对专项计划资金拨付的监督、到期向资产支持证券持有人分配专项计划利益等。托管人设立专项计划账户、妥善保管专项计划账户内资金、及时汇报回收款日收到的任何基础资产回收款等。另一方面,各方主体需要尽到更高的信义义务,以规避信用风险、操作风险等因票据融资模式

复杂而显得更为严重的风险。计划管理人和托管人不仅要具备相应的专业能力及牌照许可,还要有合理的内部授权批准制度、专业的信息技术人员、以及强大的网络运行系统。需要建立更加透明化的信息披露、定期报告、风险告知等制度以防权利滥用,为了有效解决日后出现的纠纷,各方主体可借鉴审计业务关于保管审计报告等相关资料制度确立最低保管年限。

4. 完善风险自留制度

风险自留制度是2007年次贷危机后为缓释信息不对称导致的逆向选择和道德风险建立起来的,该制度解决道德风险问题的逻辑在于强制行为人与对方利益捆绑,承担部分风险,以强化其尽职调查等信义义务。我国自2012年首次提出风险自留规则,于2003年进行修订,该规则反映出我国当前对于控制资产证券化市场“柠檬问题”的需要。但是对比欧盟、美国等国家关于自留规则的制定,可以发现我国在自留主体、自留方式及自留比例等问题尚有诸多不足之处(宋明等,2016)。欧盟、美国等国家的风险自留制度关于自留主体的确定具有选择性,可以由发起人、证券化机构或原始贷款人中的一方或者多方自留(吕凯,2013)。但我国只能由发起人自留一定比例,并没有对证券化机构作出规定。但是在整个票据资管模式中,计划管理人作为证券化机构才是整个环节的关键,他代表投资者购买基础资产,有权任聘托管人,计划管理人尽到信义义务是整个票据资管模式风险得以控制的关键,由发起人自留一定信用风险并不能有效解决“柠檬问题”。此外,由发起人自留风险还有一个严重的弊端,即票据资管融资模式中,需要原始权益人“真实出售”基础资产给计划管理人,如果原始权益人自留部分风险则不利于“真实出售”的认定,无法使基础资产完全脱离于发起人的破产风险。在自留比例设定上,我国对于各类资产采取统一比例5%,这种不考虑融资规模、自身风险大小情况统一适用的做法不能对各方主体起到激励作用,与监管层旨在通过自留比例犯法道德风险的初衷相违背,未来我国可以借鉴欧美国家设定最低标准,并附加各种减免、豁免条款的做法以激励参与主体。

(二)由票据资管模式演化进程反思我国《票据

^①《担保法》第4条 第三人为债务人向债权人提供担保时,可以要求债务人提供反担保。反担保适用本法担保的规定。

法》第10条

在巴塞尔新资本框架协议下,本来风险意识就不断加强的商业银行将会更加谨慎发放贷款。企业通过间接融资的成本也势必水涨船高。资产证券化这一金融创新产品通过票据未来利益的流入设立专项计划,不仅减少了中小企业融资成本,带动了中介机构的服务业务发展,也让投资者多了一种高收益、低风险证券的选择。

但是纵观票据资管融资模式演化进程,从“票据转让模式”演化至“票据收益权转让+票据抵押模式”、“应收账款+票据抵押模式”,虽然规避了《票据法》第10条关于真实交易背景限制的法律风险,却带来了诸如票据收益权转让效力、票据质押协议效力不确定法律风险,这种拆分票据权益方式使整个票据资管融资模式更加复杂、更加不透明,加剧了信用风险及道德风险问题。为了规避《票据法》第10条这一与票据法无因性相违背的法律规定,原始权益人的融资成本大大增加,也导致了許多采取“票据转让模式”本没有的法律风险及一般风险。

我国学者就《票据法》第10条是否该删除或修改的讨论一直在持续。之所以引起争论是因为其就真实交易条件的限制与票据本身的无因性相违背。支持删除该条规定的学者认为,票据的无因性是指票据基础关系不能影响票据行为关系的法律效力(李伟群,2005),而《票据法》第10条将票据的真实交易作为限制票据转让效力,明显违背票据无因性且与市场经济基本原则相背离。这不仅造成《票据法》自身逻辑难以自治^①,更使票据法丧失了存在价值。支持《票据法》第10条的学者认为一味强调票据无因性不利于票据交易制度的发展和完善,票据作为一种信用支付工具必须在民事活动中遵守诚实守信原则,为了杜绝商业欺诈、投机等破坏市场秩序行为有必要在票据流转环节规定真实交易限制。要在追求经济效率的同时兼顾票据流通安全(刘宏华,2007)。

笔者认为,我国《票据法》应该坚守无因性原则,删除第10条关于真实交易背景的限制。肯定基于非真实交易基础上票据资管模式融资的合法性。但这并不是说作者认为票据流动安全不重要,而是立法要符合市场经济发展规律,票据流动安全

完全可以通过其他方式予以解决。另一方面,上海票据交易所的成立可以有效降低票据欺诈风险,解决删除《票据法》第10条的顾虑。上海票据交易所集票据交易、登记托管、清算结算、信息服务等功能于一身,可以有效提高票据交易市场透明度和交易效率,防范票据业务风险。根据电子商业汇票系统和中国票据交易系统数据,2017年1月1日至2017年6月30日,票交所电子和纸质商业汇票共达成承兑业务402.66万笔,金额6.4万亿;办理贴现业务68.61万笔,金额3.35万亿;办理转贴现业务210.64万笔,金额22.89万亿;办理质押式回购业务20.27万笔,金额3.53万亿(张末冬,2017)。随着纸质票据电子化、票据集中票据交易所流通,《票据法》第10条为了防范票据欺诈的初衷价值已然不大,在此背景下,删除《票据法》第10条关于真实交易背景的限制并不会对票据流动安全造成很大影响,而对推动市场经济发展、完善《票据法》自身逻辑体系、肯定票据资管融资下“票据转让模式”合法性具有重要意义。

[参考文献]

- [1]巴曙松.巴塞尔新资本协议框架下的操作风险衡量与资本金约束[J].经济理论与经济管理,2003,(02):17~24.
- [2]李江鸿,郑宏韬,黄旭.商业银行托管业务法律问题与法律风险[J].金融论坛,2012,(05):38~45.
- [3]李敏.证券公司专项资产管理计划的制度缺失——中国联通租赁费收益计划方案评析[J].法学杂志,2007,(03):122~124.
- [4]刘宏华.票据有因性观念的坚守与超越[J].法学杂志,2007,(03).
- [5]吕凯.信贷资产证券化风险自留新规的评析与改进[J].证券市场导报,2013,(07):4~10.
- [6]宋明,张元萍.我国信贷资产证券化风险自留监管的问题与改进——基于国际比较的视角[J].经济问题,2016,(11):48~52.
- [7]薛丽珍.浅论收益权[J].运城高等专科学校学报,2001,(02):99~100.
- [8]张末冬.上海票据交易所的九个月[N].金融时报,2017-08-29.

^①《票据法》第4条、第13条、第22条都体现了无因性,与第10条体现的有因性相矛盾。