

# 欧洲资产担保债券与中国资产证券化： 改革、比较与借鉴

王乐兵

(对外经济贸易大学法学院 北京 100029)

**内容提要:**资产担保债券是一种兼顾融资效率、金融安全的优秀融资机制,有效地克服了结构型资产证券化存在的道德风险、逆向选择、损害普通债权人利益等现象,其特别法立法框架适应我国当前及未来一段时期证券化行业发展的实践,其担保池登记与法定的破产隔离可以有效地实现对债券持有人的权益保护,提高融资效率和法律的确定性。我国应当构建统一的证券化立法框架,对基础资产的类型、估值、登记、破产隔离、担保资产池受托人的义务等做出统一规定,实现证券化市场的健康稳定发展。

**关键词:**立法型资产证券化 结构型资产证券化 法定破产隔离 基础资产类型法定 法定估值机制

DOI:10.16092/j.cnki.1001-618x.2017.10.012

当今世界范围内,主要存在两种资产证券化模式:一是以欧洲资产担保债券为代表的立法型资产证券化(Legislative Covered Bond Regime)通过专门立法规范证券化产品的发行和交易;二是以美国为代表的结构型资产证券化(Structured Covered Bond Regime),主要通过合同和相关商事法律构造交易。<sup>①</sup>这两种模式在基础资产、交易结构、法律框架等方面存在根本差异。我国资产证券化的法律构造深受结构型资产证券化模式的影响,交易构造上多采用“真实出售”“破产隔离”“证券分级”等技术。然而,从市场发展历程及具体制度设计来看,我

国资产证券化市场并非自发形成的市场,而是立法推动型市场,其创设和发展受监管部门影响颇深。虽然我国并无关于资产证券化的统一立法,但中国人民银行、银监会、证监会、保监会等监管机构颁布的各项规范性文件共同塑造了我国的资产证券化市场。2013年以来,资产证券化备案制推动了我国证券化市场迅速发展。然而,市场的快速扩张却为金融系统稳定带来了潜在隐患,“大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划”等违约事件已非个例。更重要的是,我国资产证券化的法律制度设计仍然存在诸多缺陷,不利于系统性风险控

**作者简介:**王乐兵(1984—),男,汉族,山东滨州人,对外经济贸易大学法学院讲师。

<sup>①</sup> See Steven L. Schwarcz, *The Conundrum of Covered Bonds*, *The Business Lawyer*, Vol. 66, May 2011, p569. 实际上,欧洲同时具有立法型资产证券化和结构性资产证券化两种模式:法国、德国、意大利、丹麦、芬兰、荷兰、挪威、西班牙、瑞典等国均有资产担保债券立法;荷兰、法国、英国虽已有资产担保债券立法,但主要从事结构型资产证券化。

制和市场稳定。与美国相反,欧洲资产担保债券在“欧洲主权债务危机”期间却成为缓解债务危机的有力工具,欧洲央行开展的资产担保债券购买计划为金融市场提供了有力的流动性支持,维护了欧洲金融市场稳定。作为拥有超过250年历史的融资工具,欧洲资产担保债券对我国资产证券化市场的发展具有极强的借鉴意义。本文试从其产生的历史背景、发展演变过程、金融危机前后的表现及其法律制度设计等方面进行研究,结合我国证券化市场发展实践,提出完善我国资产证券化市场的制度设计的理论方案。

### 一、“危机时代”与资产担保债券

所谓“资产担保债券”,是指由银行或其他适格金融机构所发行的、以可转让的适格基础资产构成的资产池为担保的一种长期债务工具。纵观欧洲资产担保债券的发展史,其产生、发展均与欧洲历史上几次重大经济危机密切相关,并发挥了重要的历史作用。

#### (一) 资产担保债券的产生

资产担保债券的根源最早可以追溯到“七年战争”后普鲁士为恢复经济所做的经济改革。<sup>②</sup>1756年到1763年间的“七年战争”使普鲁士经济遭受重创,产生了普遍的信贷短缺、利率飞涨,即使最安全的抵押贷款利率也已达到10%。当时唯一有价值的是封建贵族所有的土地,因此,如何利用土地获取信贷以恢复经济成为当时的腓特烈二世(Frederick II)面临的一大挑战。根据一位柏林商人的建议,腓特烈二世于1767年创设了一个强制性的、具有公法性质的贵族土地所有人协会“Landschaften”,成员为拥有不动产的农业贵族、教会等,其发行以土地为担保、具有完全追索权的债券,协会成员有权向协会申请贷款。全省所有贵族均为该协会成

员,并对协会所发行债券本息的偿付承担连带责任。此举有效地缓解了信贷供给不足,并降低了贷款利率,从最初的5.25%降低到1834年的3.5%。<sup>③</sup>

在德国南部,政府和私人抵押银行扮演着与信贷协会同样的角色,并在德国发展史上发挥了重要作用。其一,抵押银行的兴起为农奴解放提供了资金支持,南德地区的政府银行通过发行债券(利率为4%或4.5%),向农民提供购买土地所需的资金,以缴纳封建地租和宗教什一税而赎回土地,进而推动了德国的农奴解放和封建主义的消亡。其二,政府抵押银行也为19世纪末普鲁士在波兰的殖民活动提供长期的资金支持,向新农场发放了大量贷款。其三,德国南部的私营抵押银行通过发行以政府贷款或不动产年金为担保的债券,向不同的借款人提供资金。

对于德国在经济、工业和政治上迅速崛起的原因,尽管学界有很多争论,但信贷协会和抵押银行业挽救了德国经济,为德国的崛起提供了强大的资金支持,为大规模的城市建设提供了廉价的资本,提升了德国农业的基础设施和生产水平,加速了德国由传统的封建奴役制国家向现代工业国家的历史转变。

#### (二) 资产担保债券在欧洲的发展与欧洲“主权债务危机”

1. 资产担保债券在欧洲的重新崛起与扩张。普鲁士发明“资产担保债券”之后,迅速得到了欧洲其他国家的青睐,德国和丹麦<sup>④</sup>是欧洲两个率先启用资产担保债券的国家,也是当前两个最主要的资产担保债券发行国。<sup>⑤</sup>20世纪中叶,随着银行间市场的发展以及随之而来的充足的资金支持,资产担保债券在很多欧洲国家失去了市场地位,某些中东欧国家甚至取消

<sup>②</sup> See 2016 ECBC European Covered Bond Fact Book, p132.

<sup>③</sup> See D.M.Frederiksen, Mortgage Banking in Germany, Quarterly Journal of Economics, Vol. 9, No. 1 (1894), p47.

<sup>④</sup> 丹麦资产担保债券市场的建立颇具戏剧性,1795年哥本哈根大火将整座城市化为灰烬,需要大量资金进行重建,资产担保债券由此诞生。此后二百多年中,丹麦抵押信贷市场经历了几次严重的政治经济危机,包括19世纪初丹麦王国的破产,但丹麦资产担保债券无一违约,原因就在于丹麦的资产担保债券立法框架给予了投资者强有力的保护。

<sup>⑤</sup> 根据2016年的统计,德国资产担保债券余额以3,844亿欧元名列第一,其后分别为丹麦3,831亿欧元、法国3,230亿欧元、西班牙2,808亿欧元。See 2016 ECBC European Covered Bond Fact Book, p553.

了资产担保债券,因为私人银行业和资本市场工具与其信奉的共产主义理论相冲突。20世纪最后10年,随着两德统一以及欧元的问世,情况发生了变化:德国在1995年创设了标准化大额资产担保债券,以满足投资者的流动性要求并为公共部门提供资金支持;同时中东欧国家在上世纪90年代末期重新引入了资产担保债券,以发放住房贷款、重建私人住房市场。欧元的问世以及低利率环境催生了欧洲的借贷泡沫,西欧银行业因此重新激活了资产担保债券市场以创造充满竞争力的资本市场工具。这些因素共同促成了欧洲资产担保债券市场的迅速扩张,其2003年市场余额约为1.5万亿欧元,到2013年则达至顶峰的2.8万亿欧元,<sup>⑥</sup>“欧洲主权债务危机”更进一步强化了资产担保债券市场的扩张。

资产担保债券市场在欧洲迅速扩张的另外一个原因在于其所受到的优惠监管待遇,主要包括“银行复兴与清算指令”使其免于受到银行救助规则的影响,“流动性覆盖率指令”将其列为高流动性资产,“资本要求规章”赋予资产担保债券以较低的风险权重等。根据“UCITS”指令第22条(4)的规定,其允许投资基金和保险公司投资单个发行人所发行的、满足特定条件的资产担保债券的比例可分别达到其资产的25%和40%,而非5%。资产担保债券之所以受到优惠监管待遇,原因在于其在央行货币政策传导机制中扮演着重要角色,央行可通过担保债券回购为本国银行业提供长期资金以及短期的应急资金。

## 2. “欧洲主权债务危机”与资产担保债券。

在金融危机期间,资产担保债券是监管者的新宠,而证券化则是金融危机的罪魁祸首。全球金融危机爆发后,资产担保债券展现出了极强的韧性,为住房抵押贷款和公共部门债务提供了可信赖的低成本长期融资,比ABS和MBS的市场表现要好很多。其韧性主要根植于其核心的安全性特征,严格的法律和监管框架、资产隔离以及维持担保物质量的动态的资产池,均有效地保护、维持了债券持有人的市场信心。资产担保债券在金融危机期间的的作用主要体现在如下两个方面:其一,担保债券市场在危机期间仍然保持开放,其在2010~2012年间的发行规模分别为6,110亿欧元、6,970亿欧元、7,070亿欧元,为欧洲银行业提供了可靠的融资来源,增加了向私人 and 公共部门的贷款投放。其二,在市场缺乏信心、缺乏私人部门资金支持的情况下,欧洲央行发起的三个担保债券购买项目<sup>⑦</sup>极大地增强了欧洲金融市场的信心,为欧洲银行业提供了稳定的资金支持。

资产担保债券是欧洲金融传统的核心,且其作为长期融资工具的角色已经被全球所认可。即使当前金融市场动荡,资产担保债券仍能够继续为欧洲金融市场提供流动性支持,而且代表着高收益的证券投资,成为国债的有力竞争者。在欧盟之外,美国、<sup>⑧</sup>澳大利亚、巴西、加拿大、智利、印度、日本、墨西哥、新加坡、韩国等国家都在研究制定关于资产担保债券的法律。虽然当前欧洲政治经济环境仍然复杂多变,但资产担保债券一直被认为将继续作为有效的危机管理工具,为欧洲提供长期稳定的融资。<sup>⑨</sup>

<sup>⑥</sup> See 2016 ECBC European Covered Bond Fact Book, p131.

<sup>⑦</sup> 欧洲央行分别在2009年7月至2010年6月和2011年11月至2012年12月,实施了第600亿欧元和400欧元的资产担保债券购买计划,旨在直接应对欧洲主权债务危机的影响。2014年9月4日,欧洲央行宣布启动为期两年的第三次资产担保债券购买计划,月购买额度为800亿欧元。2015年12月,第三次资产担保债券购买计划被置于一个更加宏大的资产购买计划之中,包括主权债务、国际机构债务和超国家机构债务、公司债券等,旨在通过支持银行向实体经济提供信贷而强化其货币政策传导机制的作用。See 2016 ECBC European Covered Bond Fact Book, p41.

<sup>⑧</sup> 美国国会议员 Scott Garrett (R-NJ)、Paul E. Kanjorski 和 Spencer Bachus 在2010年起草了美国资产担保债券法(H.R. 5823),并提交国会审议;之后,该法案在2011年由参议院进行了第二次审议,see S.1835—United States Covered Bond Act 11—12th Congress (2011—2012), available at <https://www.congress.gov/bill/112th-congress/senate-bill/1835/text>, last visited: 2015.08.08. 但这一模式是否能够被美国所采纳仍有很大的不确定性。

<sup>⑨</sup> See 2016 ECBC European Covered Bond Fact Book, p21.

## 二、资产担保债券的法律构造

虽然资产担保债券的实质是从传统的债务人信用向资产信用转移,即将债务人名下能够带来未来稳定现金流的资产构造为融资主体,发行债券或权益凭证进行融资。然而,由于法律传统、市场发育程度以及政治经济环境等因素的影响,欧洲大陆资产债券与英美国家的结构型资产证券化模式存在根本差异。

### (一) 立法型证券化与结构型证券化

欧洲资产担保债券最鲜明的特征在于其法定性,即其从本质上体现为一种由立法者理性构建的资产证券化模式,受特别立法的调整和规范,故又被称为立法型证券化。以《德国抵押银行法》为例,其详细规定了发行主体及其资质要求、基础资产类型、资产池登记、管理,以及信息披露、风险管理措施等内容。目前欧盟银行业监管局正在着力推动欧盟各国构建统一的资产担保债券法律框架,以推动构建欧盟统一的资产担保债券市场,主要内容包括:双重追索机制、资产池的隔离以及破产远离、担保资产池的登记、担保资产的估值以及贷款价值比、覆盖原则以及超额担保、资产担保债券的监控、监管人的角色、投资者报告等。立法型资产担保债券框架的优势非常明显,投资者的法律权利具有高度确定性,明确了资产池的法律地位以及投资者的各项权利,尤其是资产担保债券的资产池完全隔离于破产财产,为债券持有人提供了确定的法律保护;发起人无需再进行复杂的合同构造以规避破产程序。

然而,因为受到法律的严格监管,立法型担保债券在某些方面显得不够灵活,在某种程度上限制了资产担保债券市场的扩张。如当前欧洲资产担保债券的基础资产类型有限,且资产担保债券可发债额度也因基础资产类型的不同而实行不同比例的限制,如以住房抵押贷款在德国仅能发行其价值60%的担保债券。不过另一个角度看,对资产类型、基础资产估值以及发债额度的限制,实质上是在控制证券化交易的风险,尤其是来自基础资产质量以及借贷杠杆

的风险,避免不负责任的借贷以及经营杠杆的扩大,且欧洲立法者颇有预见性地将上述义务施加给以银行为代表的发债主体,要求其确保资产池的净现值必须能够覆盖债券的本息余额,<sup>⑩</sup>使其制度激励控制基础资产的质量,从根本上化解了证券化交易系统性风险的根源。

相比于立法型资产担保债券,结构型资产证券化的交易构造主要取决于管辖地的合同法、担保法、破产法等规范所有交易活动的一般法,此即结构型资产证券化的一般法律框架(General-law Based Legal Framework)。结构型资产证券化的核心特征由合同规定,作为交易基础的“真实出售”与“破产隔离”完全取决于该国担保法与破产法的相关规定。以美国资产证券化的制度实践为例,虽然该国资产证券化从业者遵守了“真实出售”和“破产隔离”的交易结构,但发起人向特殊目的机构转让资产的行为在“美国统一商法典第九编”(以下简称Article 9)“实质重于形式”的立法原则下,很可能被认定为担保交易而非真实出售,<sup>⑪</sup>进而无法实现破产隔离。此外,资产证券化的“破产隔离”并没有获得《美国破产法典》的承认,这将直接影响资产信用评级和证券收益。由此可见,结构型资产证券化的法律确定性很低、法律成本较高。在很多时候,法院迫于资产证券化行业“大而不能倒”的压力,被迫放弃对资产池的破产管辖。但投资者对“大而不能倒”的预期,致使证券化市场投机盛行、风险迅速积聚,最终导致了金融危机爆发。

### (二) 资产担保债券的法律构造

欧洲资产担保债券的交易结构受到各国专门的资产担保债券立法的严密规范。本文试以《德国抵押银行法》规定的“潘德格雷夫债券”为例,并结合欧盟层面的相关规则,对资产担保债券的基本法律框架进行分析。

1. 发起人为受严格监管的金融机构或信贷机构。资产担保债券对发行人有严格的门槛准入和持续监管要求。从历史上看,德国、丹麦、法国、波兰等国将发行主体仅仅限于专门的信

<sup>⑩</sup> See art.4, German Pfandbrief Act.

<sup>⑪</sup> 参见王乐兵《金融创新中的隐性担保——兼论金融危机的私法根源》载《法学评论》2016年第5期。

贷机构,其必须获得金融监管机构的从业许可和发行债券的许可、满足法律规定的条件、接受一系列的业务监管,<sup>②</sup>从而保障资产安全和交易透明。但发行人范围亦随着时代要求的不同而逐渐扩张,旨在适应为不同行业和领域提供融资支持的需求。进入20世纪以后,为了向住房、商业不动产、政府提供融资,普通商业银行和政府机构(或者其建立的专门的抵押银行)被允许作为资产担保债券发行人。

发起人除了在信用、流动性、利率和其他风险的管理等方面受到严格的金融监管,立法还对发起人关于资产池的义务进行特殊监管,旨在保护债券持有人的利益,其监管职责包括:可以任命或同意担保资产池的监管人,对担保资产池的特殊监控;担保资产池监控人对资产池进行定期审计;对担保资产池的持续管理和维护以确保在信贷机构破产时仍能对债券持有人进行及时偿付等。

2.基础资产的类型、估值方式以及发债额度法定。《德国抵押银行法》对资产担保债券的基础资产类型、估值标准以及发债额度均有严格规定,采取了相对保守的态度,旨在排除风险过高的资产、防止资产泡沫和投机、控制基础资产信用风险,从而防范债券违约、保护投资者。

在基础资产类型方面,如前所述,资产担保证券最早起源于不动产抵押贷款,而后逐渐扩展至公共债务贷款、船舶和航空器抵押贷款及其他适格资产。<sup>③</sup>德国资产担保债券法将基础资产限定为位于德国、欧盟成员国、欧盟经济区缔约国以及美国、日本、瑞士和加拿大等国的不动产、政府公共债务、船舶、航空器抵押贷款;而意大利、丹麦等国则将其扩张至住房、商业不动产、公共债务,为社会文化和教育目的而建造的不动产、工业设施、集体能源供应设施等提供的贷款。此外,其基础资产亦可扩展至债券和其他类似的金融工具,以及用于对冲利率与货币风险的衍生合约。与之相反,结构型资产证券

化的资产类型丰富多样,法律对其不做限制,完全由发起人根据市场情况设定一定的条件或标准。

在基础资产类型法定的基础上,欧盟及其成员国规定了担保资产的最低质量标准、基础资产的估值标准及方法。比如《德国抵押银行法》分别规定了对房屋抵押贷款、船舶和航空器的价值评估方法,房屋的估值必须考虑到其长期的可持续性、正常的区位市场状况以及可能的其他用途,以谨慎评估其未来的市场价值,评估必须按照公认的评估方法以透明的方式确定其市场价值,特别是必须要剔除其投机性因素;对船舶和航空器的估值则必须考虑其未来的出售价值、财产的长期永久特征、市场状况以及潜在的其他用途。抵押物价值以净现值(必须考虑最不利的情况)而非其市价估值,此举剔除了资产价格泡沫对债券安全的影响。

在估值方式法定的基础上,欧盟各国对基于基础资产所发行的债券数额进行了限制,并针对不同类型的资产设定了不同的借贷限制(Lending Limit),如德国规定基于房屋、船舶、航空器抵押贷款发行的资产担保债券数额不得超过其价值的60%,对于公共债务,则可以发行其价值100%的资产担保债券;而丹麦则对不动产进行了详细的划分,分别设置了不同的借贷比例,如住房抵押贷款的发债比例可达其价值的80%,农业设施的贷款价值比则被限于70%以下,商业不动产和第二套住房则被限制在60%以下。<sup>④</sup>

3.担保资产池法定独立,债券持有人享有法定的优先于信贷机构的受偿权。与结构型资产证券化的“发起—转移”模式不同,资产担保债券奉行“发起—持有”的交易模式,将资产池保留在发行人的资产负债表上。同时,为了确保资产池的独立性、免受发起人破产程序的影响,其确立了法定的破产隔离制度,即:虽然担保池的基础资产仍在发起人的资产负债表上,但发起人破产时其不构成破产财产的一部分,

<sup>②</sup> See art.2(1), German Pfandbrief Act.

<sup>③</sup> 德国资产担保债券法将资产担保债券的基础资产仅仅限于上述四类, See art.1(1), Pfandbrief Act (PfandBG).

<sup>④</sup> See s25(lending limit), Consolidated Act No. 582 of 8th July 1999.

投资者的权利不受破产程序的影响。<sup>⑮</sup>同时,为了确保基础资产独立于发起人的个人资产,《德国抵押银行法》设计了担保资产池的登记机制,<sup>⑯</sup>以确保其可以被清楚识别、隔离并被专门用于担保债券履行。法定的破产隔离辅以担保资产池的登记,有效地将基础资产隔离于发行者的破产财产,从而保护债券投资者。

4. 信贷机构负有确保资产池质量的义务,投资者对其享有完全追索权。资产担保债券主要体现为资产信用,因此,发起人必须确保资产池价值始终等于或高于担保债券价值,从而确保一定水平的超额担保。《德国抵押银行法》第4条规定,资产担保债券的发行必须有相对应的资产池作为基础,资产池必须在任何时候能够覆盖债券的净现值(net present value),包括债券本息,并且经登记的担保池的资产的净现值必须超过担保债券余额净现值的2%。同时,为了强化对投资者的保护,欧盟各国通常赋予投资者对发起人的完全追索权,即当担保池基础资产价值不足以偿付投资者所持债券本息时,其有权向发起人进行追偿。对信贷机构的完全追索权是结构型证券化与担保债券的关键区别,完全追索权为发行机构创设了一项无条件的、不受限制的偿还债务的义务;而在结构型证券化中,发起机构通常不被要求替换违约资产,其损失将由证券投资者承担,而非发起机构。

综上,欧洲资产担保债券的立法框架体现了强烈的国家干预色彩,但这种干预并非是盲目的、无原则的,而是基于欧洲资产担保债券市场200多年的发展经验做出的理性制度建构,通过规定发行主体及其资质、基础资产类型及其估值、发债比例、基础资产池的法律地位等,有效地防范了结构型证券化模式下无法克服的

道德风险,双重追索使投资者摆脱了对复杂数学模型的依赖,<sup>⑰</sup>从根本上断绝了结构型证券化系统性风险的来源,奠定了资产担保债券市场200多年健康稳定发展的制度基础,实现了立法者理性与市场效率的有机结合。

三、经济“新常态”背景下资产证券化的法律构造:来自Covered Bond的启示

目前,我国已经形成了四大类资产证券化产品和市场,包括保监会的项目资产支持计划、银行间市场交易商协会的资产支持票据、证监会监管下的券商资管专项资产证券化以及中国人民银行与银监会监管条件下的信贷资产证券化。自2013年实行备案制以来,资产证券化市场发展迅猛,2016年信贷ABS发行规模达到4,000亿元,企业ABS发行规模达到4,630亿元。<sup>⑱</sup>然而证券化市场的问题也非常明显,如交易结构和模式在不同市场差异较大、交易构造缺乏法律依据、基础资产类型多样缺乏规范、缺乏对证券化引发系统性风险的制度构建等,我国资产证券化市场法治化的任务仍然繁重。

(一) 中国资产证券化法律框架:立法型还是结构型

与美国结构型资产证券化不同,我国资产证券化法律框架的建立主要源自监管者的推动,中国人民银行、银监会、证监会和保监会发布的一系列规章和业务指引,初步构建了我国资产证券化法律的基本框架,对发行人范围、基础资产类型及其法律地位、适格投资者、资产支持证券的转让、信息披露、监管权限等进行了规定,并在交易结构设计上着重强调了基础资产的“真实出售”与“破产隔离”,从这一点来看,我国资产证券化的交易结构设计方面广泛参考了美国结构型资产证券化的法律模式。然而监

<sup>⑮</sup> See art.30, German German Pfandbrief Act.

<sup>⑯</sup> See art.5, German Pfandbrief Act. 该条规定,用于担保的资产必须在登记机构由发行担保债券的银行进行登记;如果作为担保的资产被清偿,负责登记的当事人必须毫不延迟地将相应的替代资产注入抵押登记;对于担保资产池,其登记必须准确记录作为担保的资产的范围以及顺位,在有疑问的情况下,作为担保的部分享有优先权。

<sup>⑰</sup> 结构型资产证券化赖以依赖的数学评级方式具有严重缺陷,其历史数据存在错误,或者根本不存在,某些高杠杆的资产支持证券也很难进行估价。See Steven L. Schwarcz, Protecting Financial Markets, Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown, 93 MINN. L. REV. 373 (2008), pp387~388.

<sup>⑱</sup> 参见冯光华等《中国资产证券化市场发展报告(2017)》中国金融出版社2017年版,第11~41页。

管机构颁布的上述规章对证券化交易的一系列规定,恰恰表明我国的资产证券化属于立法型证券化而非结构型证券化,并融合了结构型资产证券化的交易特征。

虽然监管部门的规章确立了证券化交易的基本法律框架,但我国资产证券化发展的最大挑战却也来自极度分散的部门规章,因为监管机构根据其监管对象而分别制定了针对不同基础资产的证券化交易法律框架,人为地形成了条块分割的证券化市场,缺乏监管合作。然而,由于资产证券化是一项横跨银行、信托、证券和保险业的金融工具,打通了传统的信贷市场与资本市场的联系,既加快了混业经营的形成,又在混业经营环境下获得蓬勃发展,<sup>⑩</sup>导致传统的分业监管在资产证券化监管上凸显困境。法定的资产证券化有助于构建统一的监管框架,彻底改变当前证券化市场的割据局面。因此,应当建立统一的资产证券化法律框架,进而构建统一的监管机制或监管合作机制。

## (二) 法定资产证券化改革实践

如前所述,虽然我国资产证券化法律制度受美国结构型证券化模式的影响深刻,但却在根本上深受政策制定者理性建构的影响。然而这种理性构建在很多方面仍然不够完善,因此,应当充分借鉴欧洲资产担保债券法律框架的成熟经验,以立法理性实现融资效率与金融市场稳定的协调。

1. 发行人行业准入。在资产证券化从业资格方面,我国现行规章实行必要的门槛准入,并且原则上由监管机构对自己监管范围内的行业准入做出规定。当前,资产证券化发起人的范围已经从传统的“银行业金融机构”、具备客户资产管理业务资格的证券公司以及基金管理公司子公司,被逐渐扩张至小贷公司、融资租赁公司、民营互联网金融公司、商业保理公司、城投公司、产业类公司等,这也成为企业ABS市场规模在2016年超越信贷ABS市场规模的重要原因,体现出浓厚的监管竞争色彩。此外,一些非金融机构也被允许开展证券化业务,比如作为事业单位的上海公积金管理中心于2015年

12月发行了第一笔总额为69.6亿元的RMBS。

然而遍览现行各项监管规章,我国对证券化发起机构的准入限制缺乏具体明确的门槛,多为模糊宽泛的原则性规定,如“具有良好的公司治理、风险管理体系和内部控制”“对开办信贷资产证券化业务具有合理的目标定位和明确的战略规划,并且符合其总体经营目标和发展战略”“最近三年内没有重大违法、违规行为,没有从事信贷资产证券化业务的不良记录”等,缺乏对行业准入的具体可操作性规定,尤其是从业机构的核心资本数额、持续营业要求、风险管理程序和工具等,未来应当进一步细化。同时,应当从统一监管的角度思考行业准入监管,对资产证券化从业者设立统一的准入条件,避免监管竞争和监管套利。

2. 基础资产的类型、估值以及发债额度法定。对于基础资产的类型,我国金融监管者采取了比较审慎的态度,既没有像美国法一样对其没有任何限制,也没有像欧洲国家一样对其基础资产的范围进行严格的界定。

在基础资产类型方面,国家鼓励金融机构选择符合条件的各类资产作为基础资产开展信贷资产证券化。在信贷ABS方面,其基础资产涵盖了对公贷款、住房抵押贷款、信用卡贷款、消费性贷款、公积金贷款、不良贷款以及租赁收益权等。企业ABS的基础资产类型更加丰富多样,只要是权属明确,可以产生独立、可预测的现金流的可特定化的财产权利或者财产,即可成为企业ABS的基础资产。实践中,其主要包括债权和收益权两大类:前者主要包括企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权、股东分红权等,后者包括基于基础设施、商业物业等不动产而产生的收益权。同时,中国证券投资基金业协会通过负面清单的方式,列举了不能进行资产证券化的基础资产种类,主要是现金流不稳定的各类不动产和政府融资平台债务。然而,某些基础资产虽然具有财产价值,但无法在法律上特定化、类型化,从而具备可转让性,如高速公路收费权以及商铺租赁收费权、股权中的利润分配请求权、信托受益权等,其权利属

<sup>⑩</sup> 参见洪艳蓉《中国资产证券化的制度竞争与协调》,载《证券市场导报》2006年第9期。

性在民法上极富争议,从而导致很多在法律上无法转让的财产却作为信托财产开展资产证券化交易。故有学者不无担忧地指出,“法律上不具有可转让性的财产作为信托财产来实施资产证券化的,不产生信托的财产法上的效力,即不产生信托财产独立性和破产隔离的效力,对投资人的保护大大减弱”。<sup>①</sup>

不同监管机构监管下的证券化市场基础资产的范围,实质上与其所监管的市场规模息息相关,放宽对基础资产类型的限制与监管机构在市场发展初期的“跑马圈地”策略不无关系。更重要的是,现行监管规章缺乏对基础资产价值评估以及借贷限额的规定,全部由当事人通过合同来确定,在约束发起人维护基础资产质量方面仅仅规定了发起机构的赎回或置换义务。<sup>②</sup> 监管者目前的应对策略是通过信用评级和强化基础资产信息披露,如银行间交易协会颁布的关于个人汽车贷款、住房抵押贷款、棚户区改造项目贷款、个人消费贷款的信息披露指引。<sup>③</sup> 然而不管是信用评级还是信息披露,都不能从根本上抑制基础资产估价虚高和相关的道德风险问题,难免重蹈美国“次贷危机”的覆辙。因此,未来应当完善基础资产估价机制,<sup>④</sup> 规定不同的资产类型的发债比例和额度,从根源上严控资产泡沫和道德风险,维护金融稳定。

3. 基础资产的独立法律地位。源于基础资产的多样性,为了确保各类基础资产的独立性,我国证券化市场设计出了不同的交易构造。一是信贷资产证券化中的信托模式;二是企业资产证券化和保险资产证券化中的“资产管理计

划”模式或曰“准信托”模式。

在信贷资产证券化中,资产池的独立地位主要通过“真实出售”和信托财产的独立性确保资产池的“破产隔离”地位。虽然信托制度根深蒂固的“信托财产独立”理念正好契合了“破产隔离”的需要,《信托法》也明确了信托财产的独立性,但我国信托制度并非直接的财产所有权的移转或处分,而是“财产委托”,信托财产的转移登记的缺失导致在证券化交易中根本无法实现基础资产所有的转移或曰“真实出售”,进而无法实现“破产隔离”的交易目的,所谓“破产隔离”不过是市场参与者自导自演的一场幻象。<sup>⑤</sup> 而在证券公司企业ABS和保险ABS中,其受制于不能开展信托业务,无法使用信托作为其业务载体,故其通过颁布专门的规章确立了“专项资产管理计划”<sup>⑥</sup>和“资产支持计划业务”的独立地位,其独立性来源于规章的直接规定,而非充满歧义的信托制度。

虽然信托财产登记制度发展的滞后影响了信托作为资产证券化载体在“真实出售”和“破产隔离”方面的有效性,<sup>⑦</sup>但我国既有的法律框架并非没有为资产证券化的发展提供坚实的制度保障。从基础资产的性质分析,其本质实为各类金钱债权,我国《物权法》规定的“应收账款”的概念,可以在最大程度上涵盖普通企业应收账款、不动产收费权、贷款债权、提供医疗、教育、旅游等服务产生的债权、城市和农村基础设施收益权所产生的债权、以及当下市场上存在的各类“信托受益权”等。通过在《物权法》体系中扩展应收账款的概念、确认信托受益权

<sup>①</sup> 参见王涌《一些资产证券化不符合信托法原则》载《经济参考报》2015年8月11日第8版。

<sup>②</sup> 参见《信贷资产证券化试点管理办法》第15条。

<sup>③</sup> 参见《个人汽车贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》《个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》《棚户区改造项目贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》《个人消费贷款资产支持证券信息披露指引(试行)》。

<sup>④</sup> See Art.16, German Pfandbrief Act.

<sup>⑤</sup> 参见楼建波、刘燕《信托型资产证券化中的破产隔离——真理还是幻象》载《金融法苑》2005年第11期。

<sup>⑥</sup> 证监会颁布的《证券公司资产证券化业务管理规定》《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》确立了其独立于原始权益人、管理人和托管人固有财产的法律地位。

<sup>⑦</sup> 业界对信托登记系统的探索由来已久。早在2006年,上海浦东新区便成立了国内首家地区性信托登记中心——上海信托登记中心。2014年10月,银监会正式批准全国信托登记中心落户上海自贸区。根据《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》,中国信登可以经营下列业务:……(二)信托产品及其信托受益权登记,包括:预登记、初始登记、变更登记、终止登记、更正登记等;……(七)提供其他不需要办理法定权属登记的信托财产的登记服务;……。



的权利属性,可以有效解决基础资产转让的有效性,即:可以利用应收账款质押登记系统实现应收账款转让的公示,确保其对第三人的对抗效力。<sup>⑦</sup>此一路径只能借鉴欧洲资产担保债券的立法经验,通过立法直接明确基础资产的独立地位,实现“破产隔离”,从而消除其法律上的不确定性,保护投资者安全。

与基础资产转移相伴随的是其附随担保物权的转移。原国家建设部2005年颁布了《关于个人住房抵押贷款证券化涉及的抵押权变更登记有关问题的试行通知[建住房(2005)77号]》,规定了个人住房抵押贷款作为基础资产设立信托或金融机构按合同约定进行债权回购时,作为担保的抵押权附随于主债权进行批量变更登记,解决了不动产抵押权变更登记的问题。而对于动产抵押、动产质押和权利质押情形下的担保物权变更,现行法均未涉及。当前较为普遍的做法是:暂不变更登记或不交付,待权利完善事件发生后再变更登记或交付,如不能变更或交付,则由发起机构将该笔贷款作为不合格资产赎回。这种做法回避了担保物权变更这一争议问题,节约了交易成本,但同时也将导致在资产支持证券违约时,投资者无法针对基础资产的担保物权行使权利。最高人民法院的判决在一定程度上也默认了不做抵押权变更登记的做法。<sup>⑧</sup>有鉴于此,《物权法》及其相关规范应当继续完善关于担保物权变更的规定,尤其是应当建立便捷的电子化的担保物权登记体系,简化担保物权变动程序,降低资产证券化的交易成本。

综上,虽然监管规范直接确立了信托型SPV以及专项资产管理计划的“破产隔离”地位,但其并未获得我国破产法等相关民事基本法的承认,亦缺乏实践层面上的支撑。如果其与《物权法》《合同法》等上位法发生冲突,则基

础资产是否会受破产牵连,仍具有极大的不确定性,从而使投资者的权益无法得到有效保障。

4.确立发起人确保资产池质量的义务,赋予投资者双重追索权。在当前的资产证券化交易结构设计中,监管机构特别强调“真实出售”和基础资产风险出表,通过虚幻的“破产隔离”保护投资者的利益。然而,投资者权益的保护从根本上取决于基础资产的质量,因此只有规定发起人对基础资产质量的担保义务或用优质同类资产对违约资产进行替换的义务,辅之以投资者对发起人的追索义务,方能从根本上保护投资者的合法权益。当前,我国资产证券化对投资者的保护措施包括风险自留、信用评级、<sup>⑨</sup>信息披露等,除风险自留外,其他举措并不能从根本上确保投资者的投资安全,尤其是不能从根本上确保基础资产的质量,无法给予发起人充分的制度激励。而欧洲资产担保债券的双重追索权设计将有效地防范发起人的逆向选择问题,实现对投资者权益的有力保护。

5.明确资产支持证券的货币政策地位。美国“次贷危机”和欧洲“主权债务市场”的救助经验告诉我们,资产支持证券具有成为货币政策工具的潜质。美国的“量化宽松”政策和欧盟的“资产购买计划”有效地缓解了金融危机的冲击,通过购买特定类型的资产支持证券,为特定行业提供资金支持。我国当前的货币政策主要采取间接货币政策工具调控货币供应总量,货币政策工具主要有公开市场操作、存款准备金、再贷款与再贴现、利率政策、汇率政策和窗口指导等。2013年11月6日央行新增“常备借贷便利(SLF)”作为新的货币政策工具正式使用。鉴于我国当前经济结构调整以及在金融部门和实体经济“去杠杆”的现实需求,应当考虑将符合监管要求的资产支持证券作为货币

<sup>⑦</sup> 我国目前存在着应收账款质押与让与公示的二元体系。参见王乐兵《法典化背景下的应收账款质押:现实困境与未来改革》载《法学杂志》2016年第4期。同时,在现行分业监管的体制下,企业ABS和保险ABS是否会或者能够使用央行征信中心的“应收账款质押登记系统”进行应收账款转让公示,仍存在很大不确定性。

<sup>⑧</sup> 参见最高人民法院(2015)民申字第2040号判决。

<sup>⑨</sup> 美国“次贷危机”的爆发,使监管者意识到了信用评级的局限性。在中国人民银行、中国银监会、财政部《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》[银发(2012)127号]中,其强调“资产支持证券投资者应建立内部信用评级体系,加强对投资风险自主判断,减少对外部评级的依赖。”

政策工具的基础资产,通过购买特定行业、特定发起人发行的资产支持证券,实现货币政策对实体经济的直接引导作用,将资金引入实体经济,而非通过传统的货币政策工具进行间接传导。因此,应当进一步完善资产支持证券的金融监管待遇,完善在资本监管、风险权重计算、风险敞口计算、信息披露要求、流动性覆盖、金融机构救助时的法律地位等方面的规则。

#### 四、结论

我国资产证券化市场系立法推动而非自生自发形成的市场,虽然具体制度设计上参考了美国结构型证券化的交易构造,但从本质上属于立法型证券化模式。理论界和实务界强调的“真实出售”与“破产隔离”在立法型证券化模式下具有坚实的制度基础和保障,可以直接通过立法承认其效力,实现法定的“破产隔离”,以实现投资者权益的保护。现行监管规章基本确立了证券化基础资产的类型、信用评级和基础资产信息披露机制,但这些举措不能从根本上确保基础资产的质量,亦无法克服发起人及其他参与机构的道德风险,无法克服证券化交易所诱发的系统性风险;相比而言,欧洲资产担保债券所确立的基础资产估值机制、发债限制、双重追索权等基础交易机制,给予发起人以及相关参与者以正确的风险控制激励,使其有潜质成为货币政策工具,实现融资效率与金融市场稳定的统一,更好地防范系统性风险。

中国法学会商法学研究会常务副会长、清华大学法学院教授、博士生导师朱慈蕴点评:

自2012年资产证券化重启以来,伴随着备案制等一系列制度改革,我国资产证券化市场

规模持续快速扩大,基础资产类型和产品类型愈加多样。然而我国证券化市场短时期内的快速扩张并没有获得来自法律的制度保障,由此可能导致资产证券化所带来的系统性风险更加放大,而实务界和理论界对此却缺乏深入认识。在这一背景下,作者从历史纵深和现实比较两个角度,结合欧洲资产担保债券市场的发展和法律制度设计对资产证券化的私法交易规则和系统性风险控制进行了深入的讨论。作者试图寻求一条能够实现立法者理性与市场效率及金融安全有机统一的制度路径。就此而言,作者提出了控制资产证券化系统性风险的私法路径,即通过规定基础资产的类型、规定基础资产的估值机制、完善基础资产池的登记规则以及实现基础资产池的法定隔离,消除资产证券化各个交易环节的道德风险,从而彻底消除资产证券化系统性风险的制度根源。

相比于当前大多数研究成果重点关注资产证券化的公共监管,这一私法监管思路体现出其根本性和彻底性,在强化对市场主体约束的同时,也体现了对市场机制的尊重。同时,这种立法型资产证券化的制度框架对我国的金融监管体制改革具有极强的借鉴意义,统一的资产证券化立法框架,也将为建立统一的资产证券化监管体制提供制度基础,彻底消除当前证券化市场的分割监管,以及由此引发的监管竞争和监管套利问题。

论文虽立意宏大,对问题的分析却深入具体,将历史的纵深和制度比较有机地融合在了一起,对我国资产证券化市场的发展具有较强的理论和实践意义。

## EU Covered Bond and Chinese Securitization:

### Reform, Comparison and Learning

Wang Lebing

**Abstract:** Covered bond is an efficient financing mechanism which could also contribute to the financial stability, through confronting the moral risk, adverse selection and the infringement of the rights of the creditors; the legislative regime system established by the covered bond is able

to adapt to the development of securitization of China in the long run , and the recording of the asset pool and the legislative bankruptcy segregation of the asset pool could effectively protect the interests of the creditors and investors , and thus improves the financing efficiency and the legal certainty. China shall construct a uniform legislative framework for the securitization industry , specifying the categories of the underlying assets , the methods for the valuation of the underlying assets , the recording of the asset pool , bankruptcy segregation , and the fiduciary duty of the administrator of the covered assets , so as to keep the financial stability of the securitization market.

**Keywords:** legislative securitization; structured securitization; statutory bankruptcy segregation; statutory categories of underlying assets; statutory asset valuation mechanism

(责任编辑: 刘宇琼)

---

(上接 119 页)

## Study on the Independent Trial of Collegiate Panel in the Context of Judicial Reform

Liu Shaojun

**Abstract:** Under the background of comprehensively deepening the reform of the judicial system and judicial power , it is necessary to ensure that the collegiate panel independently fulfills the judicial power according to law and implements the responsibility system of handling cases. However , there are more common Trial Separation in judicial practice , and the independent trial power of the collegiate panel can not be guaranteed. The cause of this phenomenon is that the court independent trial rather than the collegiate bench independent trial of the theoretical and practical errors and the power structure within the court level. The direction of reform is to insist on the independent exercise of the powers of the collegiate bench and clarify the logical requirements of the independent court. We should strengthen the protection of the independent jurisdiction of the collegiate panel from the norms of the president of the trial management and supervision of the right to exclude the local power of the court system of interference , strictly regulate the existing level of supervision and supervision , improve the performance of judges to carry out security mechanisms , smooth supervision and control channels and improve the collegiate office responsibility mechanism .

**Keywords:** collegiate panel; independent trial; trial management; trial supervision

(责任编辑: 程绍燕)