

# 我国信贷资产证券化业务的法律分析 ——基于信托的研究角度

● 赵晓耕 王 帅

**摘要:**信贷资产证券化是信托原理在中国资产证券化实践中的成功应用,但是,由于我国隶属大陆法系,与发源于英美法系中的信托制度在理念和制度设计上不可避免地存在一些冲突,加之信贷资产证券化交易中结构的复杂多样,导致了我国资产证券化实践过程中存在着一些问题。因此,从理论和实践上剖析资产证券化过程中的出现的问题,对于进一步促进我国资产证券化,进而对于加快直接融资和健全我国金融市场,都具有重大意义。

**关键词:**信贷资产证券化 英美法系 法律分析

资产证券化(Asset Securitization),作为一种行之有效的直接融资工具,自20世纪70年代在美国诞生以来便迅速在全球范围内予以适用。具体到我国,资产证券化历程可分为三个时间阶段:一是2005年以前的萌芽阶段,早期探索及离岸证券化已经渐次开展;二是2005年~2008年的起步阶段,从2005年信贷资产证券化的正式开展到2008年美国次贷危机所带来的“当头一棒”;三是2008年至今的恢复发展阶段。虽然中国资产证券化已经经历了30余年的理论探索和实践,但是此方面的法制构建和实践应用却是相对匮乏的。

目前,我国资产证券化发展过程中存在着“分业监管”和“分业经营”的显著特征;即我国资产证券化业务分为银监会、央行主导下的信贷资产证券化业务和证监会主导下的企业资产证券化业务两类。当然,无论是信贷资产证券化,还是企业资产证券化,应用的都是信托原理及信托模式。另外,从政策导向、发展规模、融资数额等各方面上看,信贷资产证券化已经成为我国当前资产证券化发展中的主导模式。

## 一、信贷资产证券化的“中国定义”

一般认为,资产证券化是指融资方式从传统的借款人信用向资产信用的转移,即将借款人名下能够带来未来稳定现金流的资产独立出来,构造为融资主体,发行债券或权益凭证进行融资的过程。

根据银监会和央行制定的《信贷资产证券化试点管理办法》(以下简称“《办法》”)中第2条的规定:“信贷资产证券化是指在中国境内,银行业金融机构作为发起机构,将信贷资产信托给受托机构,由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券,以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动”。

简单地讲,信贷资产证券化就是将原始权益人/发起机构可预见的未来收入构造和转变成为资本市场可销售和流通的金融产品的过程。信贷资产证券化有两个核心要

求:即“真实销售”(True Sale)和“破产隔离”(Bankruptcy Remote)。

1. 真实销售,是指将资产组合的所有权彻底转移给SPV,使该项资产能够从发起人的资产负债表移出,从而没有被归入破产财产之虞,可以实现SPV与发起人的破产风险相隔离,从而使得资产证券化中的信用风险仅取决于基础资产应收现金流的质量。

2. 破产隔离,从法律上讲,主要包括两个步骤:一是构建适格的特殊目的载体(SPV)称为破产隔离的载体,其要求SPV与其自身的破产风险相隔离;SPV与发起人的破产风险相隔离;SPV与其母公司的破产风险也应进行隔离;二是发起人准备证券化的具体资产交予此SPV,以此来实现资产的“真实销售”,从而达到资产与发起人、发行人及其他主体破产“风险隔离”的具体效果。

## 二、我国信贷资产证券化的理论缺失——基于大陆法系与英美法系的冲突与矛盾

信托制度起源于英国,是英美法系中的一个重要制度。在我国信贷资产证券化发展过程中,出现了一些法律矛盾和逻辑冲突。从根源上看,是因为发源于英美法系下的信托制度与大陆法系的法律框架相冲突。具体来说,就是英美法系相对所有权主义与大陆法系绝对所有权主义之间的矛盾。

我国作为大陆法系国家,在引进该制度时对其进行了一定的本土化改造,但我国《信托法》中规定的信托,乃是传统的他益信托的典型模式,与目前信贷资产证券化的要求还有不小的差距,反映不出信托制度与金融实践之间的密切联系。而在《信贷资产证券化试点管理办法》中所创立的“有偿他益信托”模式也无法在目前信托法的基本框架下予以融合,这在法律上造成了一些问题。资产证券化的本质要求是“真实销售”和“破产隔离”,信托制度在法律设计上一些不足,也导致了其作为特定目的载体可能不满足资产证券化的本质要求。

简要地讲,信托制度与我国现行规制存在的冲突和矛盾表现在两个方面:

(1)信托法与大陆法系中民法固有概念有所冲突,这突出表现在与《物权法》诸多规定的冲突上;如我国《物权法》明文规定“一物一权”,即绝对的所有权主义;而英美法系中的信托制度适用的却是衡平法上的所有权,即相对的所有权主义。如果要求大陆法系国家接受这种二元结构,就意味着从根本上推翻了大陆法系物权制度,因此在我国《信托法》中并未明确受托财产的所有权是归属于委托人还是受托人。

(2)信贷资产证券化中的信托设计逻辑混乱。信托是传统的他益信托,委托人在设立信托时不获得任何对价,只为受益人的利益而设立,可以说是“上帝的礼物”。商业信托则是自益信托,发起人以资产作为对价以获得信托受益凭证,发起人因此成为受益人。

从我国的制度设计来看,我国《信托法》将“信托”定义为财产委托,而不是财产所有权的处分。如果说现有的信托形式是他益信托,则委托人转移资产应为无对价,但投资人为何要支付对价购买信托收益凭证;如果说现有的信托形式是自益信托,那么委托人和受益人为一体,这又与我国资产证券化的事实完全不符。可以说,这是中国法律所创设的“有偿他益信托”,但在原有的法律框架下,其存在着不可调和的矛盾。

另外,信贷资产证券化业务的实践中还存在着信托财产独立性问题、过户登记问题、流动性问题、受托人授权问题,当事人权利平衡问题等等。

三、我国信贷资产证券化的实践缺憾——基于一个实例的展开

对于我国信贷资产证券化市场而言,银行工商信贷产品占比仍很大,信贷资产证券化进程尚未深度进入资本市场。作为资产证券化第一批试点,2005年12月15日,中国建设银行成功在银行间债券市场发行了资产支持证券(ABS)——建元2005-1个人住房抵押贷款证券化信托。该ABS由中信信托投资有限责任公司(以下简称“中信信托”)作为发行人和受托机构。

1. 基本情况。中国建设银行股份有限公司作为发起机构,将其在上海、无锡、福州、泉州发放的个人住房抵押贷款信托给受托机构中信信托投资有限责任公司,并由其作为发行人,在进行信用增级、中诚信国际和北京穆迪投资者服务有限公司信用评级之后,作为资产支持证券在全国银行间债券市场上进行发行和交易,发行净收入和次级资产支持证券作为信托资产的对价交付给发起人建行的过程。

该项目具体实施分为以下5个基本流程:

(1)构成“资产池”。该项目的“资产池”是由中国建设银行股份有限公司。在上海、无锡、福州、泉州发放的个人住房抵押贷款,按试点分行入池贷款本金余额占全部入池贷款本金余额计上海为56.17%、无锡为4.84%、福州为24.24%、泉州为14.75%,人民币共计301 668.31万元。因上述地区经济发达,信贷管理相对规范,同时这些资产均

办理了个人抵押商品房屋保险,保证了“资产池”中资产的质量,降低了违约的风险。这些资产符合有稳定的可预期的现金流、有良好的信用记录、易于获得基础资产的相关信息等信贷资产的基本特征。

(2)构建特别目的载体,实现“真实销售”和“破产隔离”。该项目选择中信信托作为受托人,由发起人中国建设银行与该信托机构签署信托合同,将资产“信托”给信托机构,中信信托所谓信托型SPV兼发行人,以实现个人住房抵押贷款证券化。

(3)进行信用增级。中信信托委托承销团将除次级证券之外的三档优先级进行信用增级。建元项目的增级措施包括“优先/次级”和“资产回购”<sup>①</sup>。其中优先级证券又分为A级、B级和C级三种,以实现内部增级;资产回购则是发起人承诺对其违反资产保证或在重大方面存在不真实、不正确情况的资产负有回购义务。

(4)资产证券评级。因国内对此没有先关经验,所以该项目由中诚信国际和北京穆迪投资者服务有限公司合作进行评级,根据穆迪公司在全球范围内进行结构融资评级的方法框架和技术分析思路,进行了资产证券的信用评级。具体为:优先A级证券的信用评级为AAA级,优先B级评级为A级,优先C级评级为BBB级,次级证券则定向发行,不参与评级。

(5)进行证券发行与交易。资产支持证券在银行间债券市场发行,与此同时,建设银行定向购买次级资产支持证券。

2. 缺憾分析。虽然作为中国第一批正式的信贷资产证券化试点,建元2005项目构建了以信托SPV为载体的中国资产证券化的基本框架,基本符合信托法原理,同时切合中国的现实情况,但是其中还是暴露出了一些问题,值得我们探讨。

(1)信托设计的逻辑混乱。《建元2005-1个人住房抵押贷款证券化信托发行说明书》(以下简称“《发行说明书》”)记载:“本项目由SPV发行资产支持证券,该证券代表的是信托受益权的相应份额。SPV向发起机构定向发行的次级资产支持证券与A级、B级和C级资产支持证券的发行收入一同作为发起机构向受托机构转让信托财产的对价”。若该信托设计为传统的他益信托,资产转移应无对价,但这与发行说明书中的规定明显不符;若其为自益信托,则对价为信托受益,但这又与现实实践完全不符。此设计的逻辑混乱,进而导致了资产转移对价的定性模糊,继而影响了“真实销售”,从而“破产隔离”的效果也难以实现,从而使资产证券化从一开始就有着极大的法律风险。

(2)基础资产所有权存在问题。在《发行说明书》中,律师并没有对资产的转移状态发表明确意见,其根源还是出在我国《信托法》对于资产转移定性的模糊;而《办法》在这一问题上也一直回避,只规定“发起机构将信贷资产信托给受托机构”。另外,此项目《发行说明书》表述:收入将作为发起机构将资产池内的抵押贷款信托予受托机构的一部分对价。其也回避了资产转移对价的定性,即中信信托

为何要将收入交予作为发起人的建设银行。由此,这也带来一个问题,那就是受托人发行的资产支持证券性质是什么?代表的是债权还是物权?在所有权不明朗的情况下,这个问题也很难得到解决。

(3)发起人在信贷资产证券化过程中控制权过大。发起人建设银行兼任发起机构、贷款服务机构、安排人和联合簿记管理人,在信贷资产证券化过程中,资产支持证券的发行是由发起人来安排参与,且提供簿记管理服务,其实信托SPV对于发起人而言,只是一个合适的载体罢了。

#### 四、相关建议

在我国法制几乎全面倒向大陆法系的大背景下,对传统的信托制度的彻底改造,使其符合中国的法制结构,是改善信托制度关键中的关键,以此为基础和突破点,将解决很多在我国信托制度适用中所出现的法律矛盾和逻辑冲突。

##### 1. 从宏观上理清信托法制的内在逻辑。

(1)改进目前信托制度下所有权归属不明的现状。对于所有权归属不明的问题,在现有的制度框架下,改进的方向是使传统英美法系下信托制度中的相对所有权制度向大陆法系下信托制度的绝对所有权制度改进。我国为大陆法系国家,《物权法》等相关制度设计也都围绕“一物一权”的绝对所有权主义所进行,使信托制度摆脱传统的多重所有权主义,对其进行本土化改造,进而符合我国的现实国情,在绝对所有权主义的基础之下进行信托制度的适用,是改进这一问题的突破点。具体改进思路为:信托财产的所有权只能归一方所有,要么归发起人所有,要么归投资人所有。

(2)构建信托设计的新逻辑。在所有权得到明确的基础上,信托设计的逻辑就自然清晰了起来。如归发起人所有,即为融资人信托模式(自益信托),发起人将资产信托与信托机构,同时发起人又作为投资人,以资产为对价取得信托受益凭证,发起人委托信托机构(信托机构作为代理人)将其取得的信托受益凭证转让给投资大众。这样做使发起人获得了资金,实现了直接融资的目的,同时转让信托受益凭证使投资大众从发起人手中获得了受益人的身份。这也是国外信托型资产证券化的主要模式;如归投资人所有,即为投资人信托模式,即发起人仅将资产卖与信托机构,仅为买卖关系。信托机构以此资产为基础,向投资人发行资产支持证券,为投资人理财,成为了为投资人利益的自益信托结构。

2. 从微观上改进信托法制的完善建议。在宏观上对信托法制进行重新梳理和改进之后,对于微观上的具体操作制度的改进便是水到渠成,对于操作层面的改进,集中在信托地位的明确、资产支持证券流通、混业经营和分业监管的改进、加强信用评级机构建设等方面。

(1)在信托地位明确的问题上,大陆法系不认为信托是一个独立法人,《信托法》第二条仅规定了传统的他益信托模式,而在信贷资产证券化过程中所适用的有他益信托形式却没有规定。确立信托的法人地位有助于解决信托

财产所有权的难题、有助于实现信托的有限责任、更有助于信托业的不断发展。

(2)在资产支持证券的流通问题上,《办法》规定,其可在全中国银行间债券市场上发行和交易,在投资者仅限于机构投资者,对于投资者类型的严格限定,束缚了其流通。个人投资者无法进入市场购买该产品,这不符合风险分散的原理和初衷。故而在以后的试点之中,建议逐步放开管制,使更多的主体可以参与到此过程之中。另外,资产支持证券目前在我国不属于《证券法》的规制范围,一切都有《办法》进行特殊规制,这不利于其在更广泛范围内的流通,应使其逐渐融入《证券法》的规制范围,在全国证券市场进行流通。

(3)在混业经营和分业监管问题上,有学者早已指出,“分业经营不等于市场分割,分业经营阻断不了资金在信贷市场和资本市场之间流动”。银行业通过信贷资产证券化业务已经逐渐进入了资本市场,在世界金融一体化进程加快的背景下,我国金融领域也要相应的予以逐步开放。

(4)在加强信用评级机构建设问题上,我国资信评级刚刚发展,对于资产证券化这种金融创新没有相关经验,在建元项目中,国内对此没有先关经验,所以该项目由北京穆迪投资者服务有限公司提供技术支持,根据穆迪公司的范式进行的评级工作。在法律规制上也没有关于证券信用评级的具体规定,存在着很多不规范需改进的地方,应在此方面加以改进。

#### 注释:

值得一提的是,基础资产质量瑕疵担保责任的承担违背试点管理办法。建元项目的《发行说明书》对“资产保证”描述为:“如果发起人违反了保证,且不能纠正,在受托机构的要求下,发起机构同意回购该笔资产”。将受托机构的要求作为资产回购的前提之一,此规定罔顾投资者的基本权益。

#### 参考文献:

1. 楼建波,刘燕.论信托型资产证券化的基本法律逻辑.北京大学学报(哲学社会科学版)2006(4).
2. 高峦,刘宗燕.资产证券化研究.天津:天津大学出版社2009.
3. (美)斯蒂文·L·西瓦兹.The Committee on Bankruptcy and Corporate Reorganization of The Association of the Bar of the City of New York. Structured Financing Techniques. At570 p40.
4. 宋清华.“十五”期间中国信贷市场发展展望.中央财经大学学报2001(4).
5. 聂广礼.利用信贷资产证券化组合管理商业银行信贷资产——基于2005-2008试点阶段的分析.现代经济探讨2013(5).

作者简介:赵晓耕,中国人民大学法学院教授、博士生导师,中国人民大学法律文化研究中心副主任;王帅,中国人民大学法学院博士生。

收稿日期 2014-08-08。