

国际证券法律与实务系列专著

总主编 / 李国安

ON LEGAL ISSUES
OF ASSET SECURITIZATION
IN THE UNITED STATES



美国资产证券化 法律问题研究

张晓凌 / 著



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

国际证券法律与实务系列专著

总主编 李国安

美国资产证券化法律问题研究

On Legal Issues of Asset Securitization in the United States

张晓凌 著

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

美国资产证券化法律问题研究 / 张晓凌著. —2 版

—北京: 中国商务出版社, 2014. 10

(国际证券法律与实务系列专著)

ISBN 978-7-5103-1153-6

I. ①美… II. ①张… III. ①资产证券化—法律—研究—美国 IV. ①D971. 222. 8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 246932 号

国际证券法律与实务系列专著

总主编 李国安

美国资产证券化法律问题研究

On Legal Issues of Asset Securitization in the United States

张晓凌 著

出 版: 中国商务出版社

发 行: 北京中商图出版物发行有限责任公司

社 址: 北京市东城区安定门外大街东后巷 28 号

邮 编: 100710

电 话: 010—64245686 (编辑二室)

010—64266119 (发行部)

010—64263201 (零售、邮购)

网 址: www.cctpress.com

邮 箱: cctpress1980@163.com

照 排: 北京开和文化传播中心

印 刷: 北京科印技术咨询服务公司

开 本: 787 毫米×980 毫米 1/16

印 张: 16.5 字 数: 279 千字

版 次: 2015 年 10 月第 2 版 2015 年 10 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5103-1153-6

定 价: 59.00 元

版权专有 侵权必究

盗版侵权举报电话: (010) 64245984

如所购图书发现有印、装质量问题, 请及时与本社出版部联系。电话: 010—64248236

国际证券法律与实务

系列专著编委会

主 任 李国安 厦门大学法学教授、博士生导师

委 员 (以姓氏笔画为序)

- | | |
|-----|---|
| 万 勇 | 深圳证券交易所中小板公司管理部副总监 |
| 马建鸿 | 爱建证券有限责任公司投资银行总部董事、总经理、保荐代表人 |
| 叶兰昌 | 北京市中银律师事务所合伙人、深圳证券交易所上市委员会委员、深圳仲裁委员会仲裁员 |
| 邱永红 | 深圳证券交易所法律部副总监 |
| 严 颖 | 湘财证券有限责任公司副总裁 |
| 陈国尧 | 北京市中银律师事务所合伙人 |
| 杜惟毅 | 中国金融期货交易所法律部副总监 |
| 李鹏程 | 平安财智投资管理公司常务副总经理 |
| 罗元清 | 北京市中银(深圳)律师事务所合伙人、深圳仲裁委员会仲裁员 |
| 贺存勖 | 北京市中银(深圳)律师事务所合伙人 |
| 郭洪俊 | 上海证券交易所发行上市部总监 |
| 蔡 奕 | 深圳证券交易所综合研究所所长助理 |
| 黎友强 | 齐鲁证券有限公司投行部董事、总经理、保荐代表人、律师、注册会计师 |

总 序

在经济全球化的历史潮流下,经济资源在全球范围内实现配置,产业结构在全球范围内进行调整,经济利益也在全球范围内重新分配。作为联结各种资本活动的平台,证券市场成为了资源配置、产业结构调整 and 利益分配的重要场所,其本身的运行也越来越呈现出国际化的特征,因此,当代证券市场已是一个全球化的大市场。瞬息万变的证券市场的稳健运行,需要一套共同遵守的、公平的法律规范加以维系。而崛起中的中国证券市场的健康发展,更需要在借鉴国外先进监管经验的同时,营造符合我国证券市场特色和发展需要的法律环境。

中国的改革开放取得了举世瞩目的成就,2010年中国的GDP总量更超过日本成为世界第二大经济体。然而,与中国的经济实力形成鲜明反差的是,中国在国际金融事务领域的话语权并没有得到应有的体现。现有国际金融体系的游戏规则集中体现着欧美发达国家的利益诉求。中国作为新兴的市场经济体,如何不断完善和创新金融体制,并积极参与制定全球性的金融交易和监管规则,谋求对国际金融事务的话语权,正在考验着我们的智慧。

2001年12月,中国正式加入WTO,证券市场开放的步伐明显加快。经过五年的过渡期,到2006年年底,中国已全部履行了在加入WTO时所作出的证券市场开放承诺。2008年,中国证监会发布《中国资本市场发展报告》,提出了中国资本市场发展的中长期战略目标:成为公正、透明、高效的市場,为中国经济资源的有效配置作出重要贡献;成为更加开放和具有国际竞争力的市场,在国际金融体系中发挥应有作用。其中,提高中国资本市场的国际竞争力成为两大中长期战略目标之一。2009年4月14日,国务院在金融危机肆虐、世

界经济陷入低谷的背景下,不失时机地发布了《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建立国际金融中心和国际航运中心的意见》,提出到2020年将上海建成与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心的目标。2012年1月30日,国家发展改革委正式印发的《“十二五”时期上海国际金融中心建设规划》,指出力争到2015年基本确立上海的全球性人民币产品创新、交易、定价和清算中心地位,同时提出“推进上海证券市场国际板建设,支持符合条件的境外企业发行人民币股票”的国际板建设规划。中国政府提出的建设国际金融中心的构想,被普遍认为是中国力争参与制定全球性金融交易和监管规则,获取国际金融事务的话语权的重要举措,具有深刻和远大的政策深意。

QFII、RQFII、QDII的成功运行,国际板的规划,证券期货经营机构与机构投资者参与国际市场,中国上市公司的海外并购等等,必将进一步推进中国证券市场的国际化。而只有完善的配套法制,证券市场国际化才可能稳健前行。随着中国证券市场逐渐形成全方位开放的格局,传统的证券监管理念和监管手段已不能适应逐步国际化的中国证券市场的发展需要。借鉴国外先进的证券市场监管经验,开拓性地构建符合中国证券市场发展需要的法律制度,适时解决我国证券市场发展过程中出现的各种法律问题,已是摆在我国证券监管机关和证券法学界面前的共同课题。本系列专著正是基于维护中国证券市场稳步发展的使命感,立足于中国证券市场的建设实践,借鉴国外先进的立法与实践经验及最新的研究成果,深入研究和探讨国内外证券领域的重要法律与实务问题,为我国积极参与国际证券法律实践及完善我国证券市场立法和监管实践提供一得之见。

鸣谢:本系列专著的出版,得到北京市中银(深圳)律师事务所和叶兰昌律师的大力支持,特此致谢!

“国际证券法律与实务”系列专著编委会

2012年3月13日

内容摘要

20 世纪 70 年代兴起于美国的资产证券化是一种创新的结构性融资方式。在护持金融创新的商事担保与证券法律制度推动下,资产证券化所特有的风险移转、流动性创造与信用再造功能得以全力施展。本书以资产证券化的交易结构为理论分析框架,在概览交易结构、详述担保法与破产法前置框架的基础上,提炼出资产证券化的基本操作机理。全书除前言、结语外,共分为五章。

前言部分揭示资产证券化的基本印象、美国资产证券化的起源与演进脉络、本书的基本框架和主要研究方法。

第一章首先论述传统型与合成型资产证券化的概念、交易结构和交易流程,指出从法学视角所阐释和构建的传统型证券化制度应在于如何有效规制基础资产“分割”,合成型证券化制度应在于如何经由信用衍生交易有效移转基础资产信用风险,在综述特殊目的实体组织形式与证券化产品法律关系的基础上,归纳出证券化法律机理的两条“主线”,从而为以下各章的分述作必要的铺垫。

第二章首先探讨功能主义交易定性进路下支持证券化交易的资产转让规则与担保权益“完善”规则,继而论证破产法中基础资产转让的法律风险与应对,以及破产法的抵销担保制度与 ISDA 主协议框架下信用支持合约对终止净额担保制度的衔接问题。第三章在对比司法标准与会计准则的基础上研判“真实出售”与信用风险转移的法律规则。第四章从资本充足监管的基本原理出发,详尽阐释银行参与资产证券化交易的资本充足监管规则。第五章对我国资产证券化的法律实践进行实证考察,并提出完善我国证券化法律框架的具体设想。

结语部分对资产证券化交易结构的法律机理进行总结,提出规

范与推进我国资产证券化操作的六大要素,主张资产证券化的分散风险功效并不因次贷危机的“归罪”而泯灭。

关键词:资产证券化;交易结构;资本充足

Abstract

Asset securitization has its origination from the United States of America in the 1970s as an innovative structured financing. Impelled by the legal system of commercial security and securities to uphold financial innovation, asset securitization has fully developed its function of risk transfer, liquidity creation, and credit reengineering. The theoretical framework of this dissertation is established in the trading structure of asset securitization. After generally viewing trading structure, expatiating on premise framework of security law and bankruptcy law, the author abstracts the essential operational rationale of asset securitization. Besides the preface and the concluding remarks, the dissertation comprises five chapters.

The preface of this dissertation expounds the basic impression of asset securitization, the origin and evolvement of asset securitization in the United States, the framework and methods employed in this research.

Chapter one explores the concept, trading structure, and trading process of traditional and synthetic asset securitization, the author points out that the expatiation and construction of the traditional securitization system mainly deals with the regulation of underlying asset “partition”, and the synthetic securitization deals with effectively transferring the credit risk of underlying asset to counterparty via credit derivatives from the perspective of law. After summarizing the organization forms of special purpose vehicle and legal relationship of securitization products, the author reduces the legal rationale of asset securitization to two “mainlines” which lays the foundation of further analysis.

Chapter two first discusses the rule of asset conveyance and perfection of security interest aiming at upholding asset securitization under the functionalism approach of transaction characterization, moreover, demonstrates the legal risks of underlying asset conveyance and countermeasures. Further, the author reasons the links between the security of setoff under bankruptcy law and the security of close-out netting via credit support agreement under the Master Agreement. Chapter three investigates the

legal regulations of “true sale” and credit risk transfer after comparatively analyzing legal standards and accounting standards. Chapter four addresses the supervision of Capital Adequacy Requirement (CAR) for bank’s participation in asset securitization activities based on the rationale of capital adequacy supervision. Chapter five focuses on the empirical study of the legal practice of asset securitization in China, and sets out a series of suggestions aimed to improve the legal framework of asset securitization in China.

In the part of concluding remarks, the author sums up some thoughts of legal rationale of asset securitization, and outlines six elements to promoting and regulating the operation of asset securitization in China.

Key Words: Asset Securitization; Trading Structure; Capital Adequacy.

缩略语表

- ABCP(Asset Backed Commercial Paper):资产支持商业票据
- ABS(Asset Backed Securities):资产支持证券
- BHCA (Bank Holding Company Act of 1956):美国 1956 年银行控股公司法
- BIS(the Bank for International Settlements):国际清算银行
- CAR(Capital Adequacy Requirement):资本充足要求
- CEA(Commodity Exchange Act of 1936):美国 1936 年商品交易所法
- CFTC (Commodity Futures Trading Commission):美国商品期货交易委员会
- CLNs(Credit Linked Notes):信用挂钩票据
- COFI(cost of fund index):资金成本指数
- CDS(Credit Default Swaps):信用违约互换
- CDO(Collateralized Debt Obligation):担保债务证券
- CRM(Credit Risk Mitigation):信用风险缓释
- EL(Expected Loss):预期损失
- EMH(Efficient Market Hypothesis):有效市场假说
- FASB(Financial Accounting Standards Board):美国财务会计准则委员会
- FASIT (Financial Asset Securitization Investment Trust):金融资产证券化投资信托
- FDIC(Federal Deposit Insurance Corporation):美国联邦存款保险公司
- FDICIA (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991):
1991 年美国联邦存款保险公司促进法
- FRB (Board of Governors of the Federal Reserve System):美国联邦储备委员会
- FSF(Financial Stability Forum):金融稳定论坛
- FTPA (Futures Trading Practices Act of 1992):美国 1992 年期货交易实践法
- GAAP(Generally Accepted Accounting Principles):美国公认会计准则
- IASC(International Accounting Standard Committee):国际会计准则委员会
- ISDA (International Swaps and Derivatives Association):国际互换与衍生工

具协会

LIBOR(London Interbank Offered Rate):伦敦银行同业美元拆放利率

MBS(Mortgage Backed Securities):按揭支持证券

NRRA(Nationally Recognized Rating Agencies):国家认可评级机构

NRSRO(Nationally Recognized Statistical Rating Organization):国家认可统计评级机构

OCC(Office of the Comptroller of the Currency,Treasury):美国财政部通货监理署

OTC(over-the-counter):场外市场

OTS(Office of Thrift Supervision,Treasury):美国财政部储蓄机构监管署

PWG(President's Working Group on Financial Markets):总统金融市场工作组

REMIC(Real Estate Mortgage Investment Conduit):不动产按揭投资管道

SEC(Securities Exchange Commission):美国证券交易委员会

SIV(Structured Investment Vehicle):结构性投资工具

TROR(Total Rate of Return Swap):总收益互换

UL(Unexpected Loss):非预期损失

目 录

内容摘要(中文)	1
内容摘要(英文)	1
缩略语表	1
导 论	1
一、资产证券化的基本印象	1
二、美国资产证券化的起源与演进的基本脉络	3
三、金融危机与次贷资产证券化的关联	5
四、本书的基本框架	7
五、研究方法、研究的创新与主要贡献	7
第一章 资产证券化的类型、结构与机理	9
第一节 传统型资产证券化的含义和交易框架	9
一、传统型资产证券化的概念	9
二、传统型资产证券化的交易流程	10
第二节 合成型资产证券化的含义和交易框架	19
一、合成型资产证券化与信用衍生交易	19
二、ISDA 的“信用事件”规范述要	25
三、ISDA 的“单一合约方法”、信用支持安排与净额结算规则	30
四、合成型证券化的交易流程	34
第三节 资产证券化产品的交易结构	36
一、过手证券的交易结构	37
二、资产担保债券的交易结构	37
三、转付证券的交易结构	38
四、CDO 的交易结构与案例解读	40
第四节 资产证券化交易结构规范综述	47
一、证券化实践中 SPV 的组织形式	47

二、资产证券化产品法律关系的解读	52
三、资产证券化交易结构的两条“主线”	56
第二章 商事担保法和破产法下的证券化法律框架	57
第一节 UCC 第九章对证券化担保交易制度的发展	58
一、UCC 第九章的一般完善规则	60
二、UCC 第九章的优先权规则	65
三、证券化产品收益被混合时的完善规则	66
四、附禁止转让限制的基础资产可转让规则	70
五、附消极担保承诺限制的基础资产可转让规则	71
第二节 破产法下证券化交易的法律风险与应对	72
一、破产法的“自动冻结”所引致的法律风险及救济	72
二、破产法的重整程序对证券化基础资产引致的法律风险 及应对	74
三、破产法的“优惠性转让”规则所引致的法律风险与应对	74
四、州法和破产法的“欺诈性转让”规则所引致的法律风险 与应对	83
五、实质性合并对基础资产转让所引致的法律风险与应对	89
六、ISDA 主协议框架下信用支持合约在破产法中的 法律效力	97
第三章 “真实出售”与信用风险移转	
——司法标准与会计准则的考量	117
第一节 “真实出售”的考量	117
一、“真实出售”的法理逻辑	117
二、SPV 的“稳固性” ——“远离破产”的制度架构	120
三、“真实出售”的司法标准	128
第二节 会计准则下信用风险移转与“真实出售”	132
一、“安然事件”中美国会计准则的“失灵”与改进	132
二、风险与收益分析法对基础资产移转的定性	138
三、金融合成分析法对资产移转的定性	142

第四章 银行业参与资产证券化的资本充足监管框架	144
第一节 银行业资本充足监管的基本原理与巴塞尔体制的准法律 渊源性质	144
一、金融学视角下银行业资本充足监管的基本原理	144
二、巴塞尔体制的准法律渊源性质	148
三、“巴塞尔体制”下美国银行业资本充足监管的基本规则	151
第二节 银行业参与资产证券化的资本充足监管规则	158
一、资产证券化信用增级与资本充足监管	158
二、美国法中银行参与资产证券化的资本充足监管规则	161
三、《巴塞尔新资本协议》框架下资产证券化的资本充足 监管规则	168
第五章 我国继受与借鉴美国证券化交易架构的实证研究 与启示	181
第一节 我国资产证券化实践述评	181
一、我国资产证券化实践的历史脉络	181
二、我国信贷资产证券化与企业资产证券化试点方案分析	183
第二节 我国资产证券化的法律规制及其存在的问题	201
一、我国传统型资产证券化的法律规制	201
二、我国现行资产证券化法律规制的主要问题与应对思路	213
三、我国资产证券化进一步发展的途径	220
结 语	230
参考文献	232
后 记	240

导 论

一、资产证券化的基本印象

资产证券化是一种独特的结构性融资(structured financing)方式,^①完全不同于传统的融资方式。后者一般由资金需求者发行所有权或债权证券从金融市场筹集资金,投资人的投资风险与收益受制于融资者的整体信用状况。而资产证券化这一结构性融资则是相对于这种整体性融资方法而言的,使投资人的风险与收益只是依赖于融资者的部分资产之信用状况。

结构性融资的“结构性”,缘于两方面原因:其一,从交易模式上看,结构性融资交易是“构造”的过程,即借由“资产分割”方式,将拥有未来现金流的特定资产剥离出来,并以该特定资产为标的进行融资;其二,从语境上看,结构性则是相对于整体性而言的。

美国资产证券化前期发展进程中,证券化的基础资产(或标的资产, underlying asset)只包括债权资产。以债权为基础的证券化产品可分为两种类型:按揭

^① 结构性融资主要包括资产证券化和项目融资(project finance)两类。二者皆以收入流为支持获得融资,因此二者的界限是模糊的。直言之,若是项目融资采用证券化的交易架构,即可归入资产证券化范畴;若是项目融资直接采用传统的发行项目债券(project bonds)方式获得融资,则不归入资产证券化范畴。在功能意义上,结构性融资是区别于传统直接融资和间接融资的第三种融资模式。

支持证券(mortgage backed securities, MBS)^①和资产支持证券(asset backed securities, ABS),二者的区别仅在于前者以住宅按揭贷款作为证券化的基础资产,而后者则是以除住宅按揭贷款以外的其他债权资产作为证券化的基础资产。MBS的成功经验首先被复制到车贷和信用卡债权的证券化,其后则是商业按揭支持证券(commercial mortgage backed securities, CMBS)结构,租赁(leases)、不良贷款(non-performing loans, NPL)、住宅权益贷款(home equity loans, HEL)、学生贷款、应收款(account receivables)等的证券化,业界将这些非住宅按揭贷款债权的证券化统称为ABS。20世纪90年代以后,随着资产证券化金融技术的发展,可被证券化的资产已从最初可以产生稳定的预期收入流的债权资产扩展到任何可以产生预期收入流的资产。在2005年发布的银行业新“神圣公约”《资本计量与资本标准的国际协议——修订框架》(International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards——A Revised Framework,以下简称《巴塞尔新资本协议》或《新资本协议》)中,证券化的资产涵盖了(包括但不限于)贷款、承诺、资产支持证券和按揭支持证券、公司债券、权益证券以及非公开发行权益投资,而且证券化资产池中的资产可以是一种或数种。可以发现,承诺、权益证券等较难预测将来收入流的资产也赫赫在目,甚至资产支持证券和按揭支持证券等资产证券化产品也成为证券化的资产,可谓证券化的证券化。此外,资产证券化的交易结构也从传统型证券化衍生出合成型证券化,甚至是传统型证券化与合成型证券化的混合(hybrid)证券化。

① MBS是最初的资产证券化品种,又称作RMBS(Residential Mortgage Backed Securities),最早产生于20世纪70年代美国。它主要包括美国联邦政府发起的住宅金融机构(government sponsored agency)发行的MBS和私人金融机构发行的MBS。吉利美(Government National Mortgage Association, GNMA, Ginnie Mae,)于1970年首开MBS之先河,吉利美对经由联邦住宅局(Federal Housing Administration, FHA)和退伍军人局(Veteran Administration, VA)保险的按揭贷款提供及时偿付本息之保证,私人金融机构遂得以FHA、VA保险的按揭贷款为支撑、发行经吉利美担保的权益证券,此权益证券即为MBS中过手证券(Pass-through securities)的最初形式。吉利美只处理占全美按揭总贷款20%的FHA、VA保险的按揭贷款证券化,为了使其其他约80%的传统按揭贷款(conventional mortgage)得以证券化,美国联邦政府发起设立了房地美(Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, Freddie Mac),房地美于1971年发行了其第一宗过手证券称作参与凭证(participation certificate)。美国联邦政府1938年设立的房利美(Federal National Mortgage Association, FNMA, Fannie Mae)也效仿于1981年开始发行过手证券。但房利美、房地美只承作每笔25万美元以下的按揭贷款证券化,如果超过25万美元,则由私人机构提供MBS业务。2007年,政府发起机构MBS约占总规模的44%,其中房地美和房利美发行的证券化规模约占40%,吉利美担保的证券化规模约占4%;私人金融机构MBS约占总规模的56%,各类私人金融机构中最主要的机构的排名为:房贷机构中Countrywide(1)、Washington Mutual(2)、IndyMac(8),投资银行中Lehman(3)、Bear Stearns(5)、Goldman Sachs(6),金融公司中GMAC(4)、New Century(9),商业银行中Wells Fargo(6),JPMorgan Chase(10),Deutsche Bank(17),Bank of America(20)。