

visfln

圖解金融

资产证券化从业必备操作指南

Visual Securitization

图解 资产证券化

法律实务操作要点与难点

钟鑫 审定

胡喆 陈府申 主编

融资租赁 应收账款 公用事业单位收费权 购房尾款
物业费 信托受益权 票据 信用证 CMBS 类REITs

法律出版社 LAW PRESS · CHINA

v|s|f|n

圖解金融

资产证券化从业必备操作指南

Visual Securitization

图解 资产证券化

法律实务操作要点与难点

钟鑫 审定

胡喆 陈府申 主编

图书在版编目(CIP)数据

图解资产证券化:法律实务操作要点与难点 / 胡喆,
陈府申主编. —北京:法律出版社,2017(2017.9 重印)
(律师高端实务操作系列)
ISBN 978 - 7 - 5197 - 0928 - 0

I. ①图… II. ①胡…②陈… III. ①资产证券化—
研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 126107 号

图解资产证券化

——法律实务操作要点与难点

TUJIE ZICHAN ZHENGQUANHUA

——FALV SHIWU CAOZUO YAODIAN YU NANDIAN

胡 喆 陈府申 主编

策划编辑 冯雨春

责任编辑 李沂蔚

装帧设计 马 帅

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 中煤(北京)印务有限公司

责任校对 王沁陶

责任印制 吕亚莉

编辑统筹 法律应用·大众读物出版第二分社

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

印张 23.75

字数 345 千

版本 2017 年 6 月第 1 版

印次 2017 年 9 月第 3 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5197 - 0928 - 0

定价:98.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

编 委 会

审 定：钟 鑫

主 编：胡 喆 陈府申

特约顾问：邓 浩 严云路

顾 问：张晓雯 潘一颿 钱 珮 孙赟嘉 宋 佳
吴美娜 李 珣

副 主 编：史晟杰 王 洁 刘 晨

编 委：杜 婧 倪哲莹 仲夏梦 徐 亮 刘蓁蓁
汤逸飞 杨 悦 李 晶 石嘉莹 马梦羽
骆 阳 吕晓易 黄琳维 陈劭宇 夏迎雨

校 阅：宋晓霖 封倩芸

钟鑫 审定

金杜律师事务所合伙人，律师，图融学院专家导师。钟鑫律师自2001年毕业于北京大学法学院并开始从事金融法律服务，在资产证券化、金融科技、银行信贷、私募股权投资、并购重组、不良贷款处置领域有丰富的执业经验。在加入金杜之前，钟律师曾在小松·豹·西川律师事务所、通力律师事务所及高伟绅律师事务所工作。钟律师擅长重大、复杂的跨境和境内交易，对多个行业有自己深刻和独到的见解，并参与和主办了许多重要的资产证券化和金融科技项目。钟律师连续六年(2011-2016年)被IFLR(国际金融法律评论)评选为IFLR1000的银行及融资领域的杰出律师。

主编简介

胡 喆

金杜律师事务所合伙人，律师，上海证券交易所资产证券化业务外部咨询专家，图融学院专家导师。胡喆律师于2004年毕业于复旦大学法学院并开始从事金融法律服务，在资产证券化、金融科技、银行信贷、结构性融资、金融机构设立、债券发行等方面具有丰富经验。胡律师自2011年起参与了众多重启后的资产证券化业务，主办了包括重启后首单或第一批的汽车金融、融资租赁、财务公司、外资银行、银团贷款、购房尾款、物业费、票据、PPP、银行间市场类REITs等诸多资产证券化交易，在业内享有很高的知名度和认可度。胡律师还同时拥有注册会计师、注册税务师、注册评估师资格和特许金融分析师(CFA)资格。

陈府申

金杜律师事务所资深律师，新媒体图解金融创始人。陈府申律师于2012年毕业于华东政法大学并于同年开始从事金融法律服务行业，在资产证券化、金融科技、私募股权投资、结构性融资及新媒体等方面具有丰富经验。陈律师自2012年起参与了众多重启后的资产证券化业务，主办了包括重启后首单或第一批汽车金融、融资租赁、财务公司、银团贷款、购房尾款、物业费、票据、银行间市场类REITs等诸多资产证券化交易。于2014年创办了新媒体“图解金融”，2017年图解金融已经覆盖专业用户数十万人，并和其矩阵品牌“图融学院”在金融可视化专业知识的传播与出版发行领域取得了较高的知名度和影响力。

序 言

融资是企业发展的重要问题,资产证券化业务作为一种创新融资工具,具有突破主体信用、降低融资成本、改善财务报表等优势。资产证券化业务虽然是舶来品,但已经逐渐本土化并蓬勃发展。

2013年,证监会正式颁布《证券公司资产证券化业务管理规定》,标志着我国企业资产证券化市场由试点转常规,企业资产证券化市场正式进入常态化发展时期。2014年11月,伴随着资产证券化市场的迅速发展,继人民银行和银监会将信贷资产证券化发行由审批制改为注册制、资格准入及备案制后,证监会也颁布了《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》及配套指引,正式开启企业资产证券化业务备案制时代。

自2014年起,资产证券化市场呈现跨越式增长,市场规模较2013年末增长了十倍以上。尤其是自企业资产证券化实行备案制以来,交易所证券化市场规模明显扩大,原始权益人和基础资产类型不断丰富,产品创新不断,市场效率大幅提升,企业积极利用资产证券化产品拓宽融资渠道。企业资产证券化市场呈现快速发展格局,也有着其深层次的原因:一是国家层面高度重视,2014年以来,党中央、国务院高度重视资产证券化对盘活存量资产、服务供给侧改革的重要作用;二是资产证券化市场广度深度进一步扩展,市场主体对资产证券化认识逐步加深;三是资产证券化契合企业盘活存量的内在需求,尤其是对应收款项比重较大行业以及PPP、商业物业等重资产领域,资产证券化特性与行业经营模式能够有机结合。

由于资产证券化业务发展迅猛,目前市场中较少书籍针对资产证券化业务中的法律问题进行条分缕析。该书作者团队旨在梳理资产证券化业务的法律关注要点,为资产证券化业务的规范化提供更多讨论课题,同时总结了相关落地项目的实际操作经验,是本“接地气”的参考书。

该书一共三章。第一章从资产证券化的法律界定、监管体系、资产证券化业务的主要参与者及其法律关系、资产证券化的主要交易结构类型、中国资产证券化的

现状等方面进行介绍,通过梳理资产证券化相关法律法规及政策,阐明监管沿革,从资产证券化的业务操作情况引出资产业务中的一般法律问题。

第二章针对第一章末尾提出的常见法律问题从法律视角进行剖析,分别包括特殊目的载体的选择、真实出售与破产隔离、信用增级、服务机构与后备服务机构、证券分层与现金流安排、资产赎回、清仓回购、发行与交易。

第三章则着眼于实际操作,以基础资产的类型作为标准,针对市场中常见的几种资产证券化业务分析实务要点与难点,前述基础资产类型包括信贷类债权(如贷款债权和融资租赁债权)、应收账款、公用事业收费权、购房尾款债权、物业费收费权、信托受益权、票据资产、信用证资产、保理资产等。

附录部分则梳理了资产证券化交易所涉及的相关文件,包括交易文件、申报文件、信息披露文件等。

值得一提的是,该书正文具有诸多形象清晰的图表,对多种资产证券化业务的交易结构、法律框架、法律尽职调查关注点、交易机制设计等内容进行形象、可视化的总结和归纳,新颖活泼,避免了长篇累牍的枯燥阐述。

随着资产证券化业务的发展,大类基础资产逐步形成,结合各自的行业产生了截然不同的特征及风险属性。该书通俗易懂,为初涉证券化业务人员描绘了资产证券化业务的框架;该书侧重阐述实务操作中的法律要点和难点,为资产证券化业务从业人员提供了法律分析的方向。

资产证券化于中国资本市场是破土的春芽,生机勃勃而尚显稚嫩,还需要更多有识之士通过实践与探索为其带来雨露甘霖,滋养其成长为支持中国经济和金融发展的参天大树。我们希望该书能成为有志之士坚实的船桨,助力大家向资产证券化市场灿烂彼岸,乘风破浪航进。

是为之序。

邓 浩*

2017年6月于北京

* 作者系华菁证券副总经理,固定收益事业部总经理。

目 录

第一章 中国资产证券化法律问题概述

1

第一节 资产证券化的法律界定	3
一、资产证券化的定义	3
二、资产证券化的历史沿革	4
三、交易场所的引入	5
(一) 资产支持证券流动性需求	5
(二) 非标转标需求	5
(三) 公募资产证券化产品无异议函的取得及备案	5
(四) 私募资产证券化产品仍需备案	6
四、资产证券化的特殊交易目的	6
(一) 拓宽融资渠道,提高资金流动性	7
(二) 结构设置较为灵活	7
(三) 主体信用转化为资产信用,降低融资成本	8
(四) 优化财务报表,合理管理资产负债表	8
(五) 信贷资产证券化的特殊优势	8
(六) 其他	9
第二节 资产证券化的监管体系及监管沿革	10
一、企业资产证券化监管体系及监管沿革	10
(一) 监管体系及历史沿革	10
1. 课题研究阶段	10
2. 第一轮试点阶段	10
3. 常态化发展阶段	11
4. 审批制变备案制	11

(二) 现行有效的法律法规、业务指引汇总	18
二、信贷资产证券化监管体系及监管沿革	19
(一) 监管体系及历史沿革	19
1. 研究阶段	19
2. 第一轮试点阶段	20
3. 第二轮试点阶段	20
4. 启用备案制, 快速发展阶段	21
(二) 现行有效的法律法规、业务指引汇总	21
三、资产支持票据监管体系及监管沿革	24
(一) 监管体系及历史沿革	24
(二) 现行有效的法律法规、业务指引汇总	25
第三节 资产证券化的交易结构	27
第四节 资产证券化的主要参与者及其法律关系	35
一、概述	35
二、资产证券化的主要参与者	36
(一) 原始权益人	36
1. 原始权益人定性	36
2. 原始权益人的分类	37
3. 原始权益人的资质要求	37
4. 对于原始权益人的尽职调查要求	38
5. 对于原始权益人的信息披露要求	38
(二) 特殊目的载体及其管理人	39
1. 特殊目的载体的定性	39
2. 特殊目的载体的主要功能	39
3. 管理人主体资格要求	40
4. 管理人主要义务	40
5. 管理人禁止事项	41
(三) 销售机构	41
1. 证券公司或其子公司管理的资产支持专项计划	41
2. 基金管理公司子公司管理的资产支持专项计划	41
(四) 资产服务机构	41

1. 资产服务机构的定性	41
2. 对资产服务机构的尽职调查要求	42
3. 后备资产服务机构及继任资产服务机构	42
(五) 监管/托管银行	43
1. 监管银行	43
2. 托管银行	43
3. 主体信用触发事件	43
(六) 资产支持证券持有人	44
1. 资产支持证券持有人的定性	44
2. 资产支持证券持有人的权利	44
3. 资产支持证券持有人的义务	44
(七) 登记托管机构/支付代理机构	45
(八) 增信机构: 差额支付承诺人、担保人、流动性支持机构、维好机 构	45
1. 差额支付承诺人	45
2. 担保人	46
3. 流动性支持机构	46
4. 维好承诺人	47
(九) 中介机构: 会计师/审计师、评级机构、资产评估机构、律师事 务所	48
1. 会计师/审计师	48
2. 评级机构	48
3. 资产评估机构	49
4. 律师事务所	49
三、资产证券化业务中的主要法律关系	50
(一) 管理人与特殊目的载体之间的法律关系	50
(二) 投资者与特殊目的载体之间的法律关系	50
1. 信托	50
2. 委托	51
(三) 原始权益人与特殊目的载体之间的法律关系	52
(四) 销售机构、服务机构、监管/托管银行、登记托管机构/支付代	

理机构、中介机构与特殊目的载体之间的法律关系	52
(五) 增信机构与特殊目的载体之间的法律关系	53
第五节 交易流程	54
一、资产证券化项目实际操作流程	54
(一) 确定中介机构, 沟通交易结构	54
(二) 项目正式启动, 开展尽职调查	55
(三) 补充尽职调查, 定稿交易文件	55
(四) 完成首轮上报, 准备反馈答复	55
(五) 资产支持证券的销售、募资及专项计划的设立	56
二、资产证券化项目所涉主要工作模块	56
(一) 基础资产遴选	56
1. 关于政府融资及平台融资	57
2. 关于现金流的不确定性	57
3. 关于不动产	57
4. 关于现金流的产生	58
5. 资产组合的限制	58
6. 穿透核查	58
(二) 特殊目的载体设立	58
1. 破产隔离的对象	58
2. 实现破产隔离的要求	58
3. 法律上的破产隔离与会计、税务上的破产隔离	59
(三) 资产转让及交割	59
1. 基础资产能否转让	60
2. 基础资产转让需履行相应手续	60
3. 真实出售	60
4. 权利完善	61
5. 基础资产追索及处置	61
6. 不合格基础资产赎回	62
(四) 资产支持证券发行	62
1. 发行方式选择	62
2. 发行市场选择	63

3. 发行审核制度	63
(五) 信用增级	63
(六) 偿付	63
1. 现金流归集	63
2. 证券本息偿付	63

第二章 中国资产证券化交易的一般法律问题 65

第一节 特殊目的载体	67
一、特殊目的载体的选择	68
二、特殊目的载体的性质	68
三、特殊目的载体的特征	68
(一) 运营独立	69
(二) 财产独立	69
(三) 债务独立	69
第二节 真实出售与破产隔离	70
一、真实出售的要点	71
(一) 真实的意思表示	71
1. 标的	72
2. 价款	72
3. 履行	73
(二) 公允的购买价款	73
1. 公允价格的认定	73
2. 违反公允性的不利影响	73
(三) 明确的交割方式	74
二、破产隔离的要点	74
(一) 与原始权益人的破产隔离	74
1. 真实出售	74
2. 资产服务机构	75
(二) 与管理人的破产隔离	75
1. 潜在的风险	75
2. 破产隔离的实现	75

(三)与资产支持证券持有人的破产隔离	76
1. 潜在的风险	76
2. 破产隔离的实现	76
第三节 资产证券化中的信用增级机制	77
一、增信措施概述	77
(一)内部增信措施	77
1. 优先/次级分层	77
2. 超额机制	78
3. 储备金账户	78
(二)外部增信措施	79
1. 担保	79
2. 利率互换	80
3. 利率下限	80
4. 信用违约互换	81
(三)内外部增信措施的优势与弱点	81
二、中国资产证券化交易中常见的增信措施	81
(一)金融机构信贷资产证券化产品信用增级机制的构建	82
(二)企业资产证券化产品信用增级机制的构建	83
1. 保证担保	83
2. 差额支付承诺	85
3. 基础资产的担保措施	86
第四节 服务机构与备位服务机构	88
一、资产服务机构概述	88
(一)资产服务机构的选择	89
(二)资产服务机构的服务内容	90
1. 资产服务内容概述	90
2. 基础资产的处置	91
二、资产服务机构的解任	91
(一)资产服务机构解任事件	91
(二)解任资产服务机构的程序	92
(三)后续义务	92

三、备位资产服务机构	92
(一)备位资产服务机构与替代资产服务机构	92
(二)备位资产服务机构的选任	93
(三)备位资产服务机构的服务内容	93
第五节 证券分层和现金流安排	95
一、证券分层	95
(一)证券分层概述	95
(二)证券分层方案设计	96
二、现金流安排	96
(一)资产证券化现金流关系概述	96
(二)现金流的归集	97
1. 债务人将应付款项划转至收款账户	97
2. 资产服务机构将回收款划转至监管账户	97
3. 监管银行将回收款划转至专项计划账户	97
(三)现金流的分配	97
1. 违约事件发生前的现金流分配顺序	98
2. 违约事件发生后的现金流分配顺序	99
3. 专项计划终止后的现金流分配顺序	99
第六节 资产赎回	100
一、资产赎回概述	100
二、不合格基础资产赎回主要流程	101
(一)通知赎回	102
(二)确定价格	102
(三)支付价款	102
(四)转移风险	102
三、资产赎回的法律关注点	103
(一)资产赎回的法律定性	103
(二)资产赎回与原始权益人的破产	104
第七节 清仓回购	107
一、清仓回购机制概述	107
二、清仓回购的前提条件	107

三、清仓回购的操作流程	109
四、清仓回购的商业目的	110
五、清仓回购的注意要点	111
1. 存在公允价值的定价争议	111
2. 影响次级收益	111
3. 不希望将剩余资产回表	112
第八节 发行与交易	113
一、发行	113
(一) 挂牌转让的申报	114
1. 上海证券交易所挂牌转让申请流程	114
2. 深圳证券交易所挂牌转让申请流程	115
(二) 资产支持证券的发行	116
1. 目标投资者	117
2. 路演推介	118
3. 发行定价——簿记建档与招标发行	118
(三) 多次发行与分期发行	120
(四) 发行失败的处理	120
(五) 备案	120
(六) 挂牌与登记申请	121
(七) 信息披露	122
二、交易	122

第三章 不同类型资产证券化交易的法律关注点

127

第一节 企业资产证券化交易的主要分类	129
一、基础资产要求及分类	130
(一) 基础资产的要求	130
1. 合法合规性	130
2. 权属明确	131
3. 可特定化	131
4. 独立性	131
5. 可预测性及持续稳定性	132

6. 无权利负担	133
7. 规模及存续期限与资产支持证券匹配	133
8. 可组合性	134
9. 不属于负面清单	134
(二) 基础资产的分类	135
二、主要交易类型及案例分析	139
(一) 融资租赁资产证券化	139
(二) 应收账款资产证券化	140
(三) 公共事业收费权资产证券化	141
(四) 购房尾款资产证券化	143
(五) 物业费资产证券化	145
(六) 信托受益权资产证券化	147
(七) 票据收益权资产证券化	149
(八) 信用证资产证券化	150
(九) CMBS (Commercial mortgage - backed securities)/抵押型 RE- ITs	150
(十) 类 REITs	151
三、专项计划其他分类及现状	152
(一) 单原始权益人模式与集合发行模式	152
(二) 单次发行与储架发行	152
(三) 单 SPV 结构与双 SPV 结构	153
(四) 套利型资产证券化业务和批量模式化资产证券化业务	153
第二节 融资租赁资产证券化交易结构及实操要点解析	154
一、交易结构	154
二、交易流程	154
(一) 专项计划设立	154
(二) 基础资产购买	155
(三) 基础资产服务	155
(四) 现金流的管控	155
(五) 保证金的转付/归集	155
(六) 回收款的识别	155