

[CSSCI来源集刊]

Financial Law Forum

金融法苑

2017 总第九十五辑 北京大学金融法研究中心 主办

► 主编：洪艳蓉 ► 本辑执行主编：旷涵潇

“资产证券化” 专刊

 中国金融出版社

[CSSCI来源集刊]

Financial Law Forum

金融法苑

2017 总第九十五辑 北京大学金融法研究中心 © 主办

► 主编：洪艳蓉 ► 本辑执行主编：旷涵潇

中国金融出版社

责任编辑：黄海清

责任校对：李俊英

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

金融法苑 (Jinrong Fayuan). 2017 年: 总第九十五辑/北京大学金融法研究中心主办. —北京: 中国金融出版社, 2017. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9162 - 1

I. ①金… II. ①北… III. ①金融法—研究—丛刊 IV. ①D912. 280. 4 - 55

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 207343 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 15. 75

字数 330 千

版次 2017 年 9 月第 1 版

印次 2017 年 9 月第 1 次印刷

定价 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9162 - 1

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



致 谢

本辑出版得到深圳物明投资管理有限公司捐赠的
“《金融法苑》发展基金”的大力支持，特此致谢！

本辑执行主编：

《金融法苑》

主 办：北京大学金融法研究中心

专家委员会：吴志攀 白建军 刘 燕 彭 冰

郭 雳 唐应茂 洪艳蓉

主 编：洪艳蓉

本辑执行主编：旷涵潇

责 任 编 辑（按姓氏音序排列）：

梁 晨 李一茗 李逸斯 涂 晟

杨文尧天 姚一凡 赵育才



声 明

向《金融法苑》投稿即视为授权本刊将稿件纳入北京大学期刊网 (www.oaj.pku.edu.cn) 数据库、《中国学术期刊网络出版总库》及 CNKI 系列数据库、“北大法宝” (北大法律信息网) 期刊数据库、台湾元照出版公司月旦法学知识库, 超星数字期刊以及本刊确定的其他学术资源数据库和微信公众号, 包括但不限于通过北京大学金融法研究中心网站 (www.finlaw.pku.edu.cn) 和微信公众号 (“Pkufinlaw” 和 “北京大学金融法研究中心”) 对外传播。本刊支付给作者的稿酬已包含上述数据库和微信公众号著作权使用费。如有异议, 请在来稿时注明, 本刊将作适当处理。

刊稿仅反映作者个人的观点, 并不必然代表编辑部或者主办单位的立场。

目 录

Contents

| 编 首 语 |

- 3 中国式资产证券化的市场繁荣与理性思考 旷涵潇

| 专 论 |

- 9 未来收益证券化基础资产界定法律探析 王剑钊 朴文一
——以供热资产证券化为例
- 20 定价视角下的中国专利证券化发展路径 钟基立 王 洪
- 30 我国“过户型 REITs”的风险隔离机制与交易结构优化 李 敏
- 44 美国资产支持证券储架发行制度的重大变革与借鉴 李 文
- 54 我国企业资产证券化信息披露制度建设的现状及完善建议 贺锐骁
- 70 论管理人履职对资产证券化风险防范的作用 刘焕礼 刘先鸣
——以南方水泥 ABS 项目为例 龙稳全 郭俊芳
- 80 我国资产证券化业务税收政策漫谈 俞 娜 张 莉
- 91 信用评级视角下我国不良资产证券化实践探析 李 欣 郑 青 王夏妮
- 109 我国企业资产证券化市场的风险分析与信用评级关注 许余洁 邓博文

| 附 录 |

- | | | |
|-----|--|---------|
| 123 | 中国资产证券化监管规则表 | 旷涵潇 吕雅馨 |
| 133 | 中国资产证券化基础资产类型与典型案例表
典型案例述评之“企业资产证券化” | 雷 昀 |
| 139 | 案例 1. 欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划案例述评 | 杨文尧天 |
| 147 | 案例 2. 海印股份信托受益权专项资产管理计划案例述评 | 李佳澎 |
| 155 | 案例 3. 摩山保理四期资产支持专项计划案例述评 | 杨文尧天 |
| 163 | 案例 4. 京东白条应收账款债权资产支持专项计划案例述评 | 姚一凡 |
| 173 | 案例 5. 华泰资管—江苏银行融元 1 号资产支持专项计划案例
述评 | 涂 晟 |
| 180 | 案例 6. 华夏幸福固安 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项
计划案例述评
典型案例述评之“信贷资产证券化” | 李佳澎 |
| 188 | 案例 7. 邮元 2014 年第一期个人住房贷款支持证券案例述评 | 梁 晨 |
| 195 | 案例 8. 和萃 2016 年第一期不良资产证券化信托案例述评
典型案例述评之“资产支持票据” | 旷涵潇 |
| 204 | 案例 9. 远东租赁 2016 年度第一期信托资产支持票据案例述评 | 赵育才 |
| 211 | 案例 10. 上海世茂国际 2017 年度第一期资产支持票据案例述评 | 雷 昀 |
| 219 | 案例 11. 兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托基金资产支持证券
案例述评 | 蒋曾鸿妮 |
| 227 | 案例 12. 北控水务 2017 年第一期绿色资产支持票据案例述评 | 赵育才 |
-
- | | | |
|-----|-----------------|--|
| 235 | 《金融法苑》征稿启事 | |
| 236 | 《金融法苑》写作要求和注释体例 | |
| 241 | 关于《金融法苑》的订阅 | |

Financial Law Forum

金融法苑

2017 总第九十五辑

编首语

中国式资产证券化的市场繁荣与理性思考

■ 旷涵潇*

证券化这项以资产信用为基础的新型金融工具，经历了美国次贷危机的洗礼之后，在中国如何发展备受关注。自2012年我国资产证券化业务重启以来，监管部门颁布了一系列部门规章和规范性文件，用来推动所辖资产证券化业务的发展。尤其是2014年，中国人民银行、银监会和证监会同步启动了对信贷资产证券化和企业资产证券化的备案制管理；从2016年至2017年，涉及政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化的相关规范陆续出台，体现了鼓励利用资产证券化工具盘活PPP项目存量资产，加快社会投资者的资金回收并充分吸引社会资本参与基础设施建设的监管取向。

因此，借助政策利好的东风，抓住内外部市场需求驱动的空前机遇，国内资产证券化业务在重启之后就呈现出爆发性增长态势，在短短两年时间内迅速成长为一个万亿元级的大市场，进入了高速发展的黄金时期。截至2016年底，全市场累计发行规模首破万亿元人民币大关；截至2017年6月底，其发行总规模超过2.4万亿元人民币，存量规模超过1.2万亿元人民币，产品数量超过5000只，成为亚洲最大的资产证券化市场。

在产品数量和发行总规模的繁荣之外，当下我国资产证券化市场发展和监管呈现的诸多新特征，以及背后存在的新问题，更值得从业者 and 法律人思考。

从市场层面来看，资产证券化参与主体的多元性、基础资产类型的多样化，不仅仅表现为法律关系的复杂化，也预示着业务风险的多源化。复杂的法律关系在产品交易结构上会有直观的体现，优化交易结构对于降低交易成本、提高证券化产品收益有着重要意义。特殊目的载体（SPV）是资产证券化产品交易结构的核心和法律关系的焦点，其与其他参与主体之间的关系以及内部治理结构问题还需要更多的关注。多源化的业务风险包括但不限于：新类型基础资产本身的信用风险、主体信用依赖过高的风险、资产支持证券的流动性风险、税收政策的不确定性风险，以及风险之间可能出现的相互传导，这些问题都亟待有效的制度规范和合同安排来化解。因此，在新类型的证券化基础资产中，未来收益类资产、不良资产、PPP项目以及知识产权资产等

* 本辑《金融法苑》执行主编，中国政法大学民商经济法学院2016级博士研究生。

领域需要给予更多的关注。

从监管层面来看,由于我国分业经营、分业监管的传统格局尚未打破,我国资产证券化市场被分割为四个市场:中国人民银行和银监会主管的信贷资产证券化市场,证监会主管的企业资产证券化市场,银行间市场交易商协会主管的资产支持票据(ABN)市场,以及保监会主管的资产支持计划市场,呈现出多头监管者和多元监管规则并存的状态。监管规则的差异反映在资产支持证券发行与交易的规则、投资者适当性要求、风险自留规则、信息披露规则以及课税规则等诸多方面。这势必导致监管竞争和监管套利的同时存在,诱发市场参与主体向监管薄弱的市场集中,而监管者也难免会竞相降低门槛以吸引市场主体参与。如此一来,风险防范和投资者保护将面临更大的挑战,甚至会阻碍原有的有效市场调节机制发挥作用。基于此,即使在无法改变现有监管格局的背景下,对同一性质的金融工具、业务行为适用统一监管规则也是十分必要的。

如今,资产证券化作为运用日益广泛的融资工具,已走过基础知识普及阶段。如何更好地通过规范运作和创新发展,铺就未来之路,逐渐成为各界关注的焦点。在这一背景下,对市场实践得失、项目风险管理以及未来创新发展中存在的法律、会计和税收问题,需要实务界和理论界的共同思考与深入交流。

2005年中国首次启动资产证券化之时,《金融法苑》曾及时邀请立法者、实务和理论专家共同撰文,出版过一辑资产证券化专刊(《金融法苑》总第七辑),反响十分强烈。时光荏苒,十二载轮回,资产证券化在中国的发展揭开了全新篇章,未来发展更令人期待。基于此,北京大学金融法研究中心再次以“资产证券化”为主题,向交易所、受托管理机构、评级机构、会计师事务所、律师事务所的资深资产证券化业务专家约稿,并向海内外理论界和实务界的专家、学者征稿,筹备新时期的《金融法苑》“资产证券化”专刊。

在众多投稿中,编辑部经过多轮审稿和共同讨论,最终选用其中的9篇论文列入本辑“资产证券化”专刊。这些文章,既有基于不同类型基础资产(涉及未来收益类资产、不良资产、房地产以及专利权等类型)、产品交易结构(比如“过户型REITs”等产品)、市场主体职能发挥(包括受托管理机构履职和资产服务机构替换、信用评级机构的关注要点等内容)所做的分析,也有基于市场监管规则(比如信息披露规则、储架发行规则、风险自留规则等)、监管政策(比如税收政策)层面的探讨。专业人士关注研究的这些问题,较为准确、全面地反映了当下资产证券化业务中的热点和难点。各位作者将其在业务中参与的实践案例或理论研究中的成熟思考,以文章的形式展现。这些最新的一手材料和观点经验兼具理论研究和实务操作价值,相信可以给关注国内资产证券化业务发展的读者以有益的启示。

在对专题论文筛选、编辑的基础之上,编辑部还整理了资产证券化相关的监管规则、基础资产类型和12个不同证券化市场的典型案例分析作为附录,供读者参考。监管规则涵盖自2004年资产证券化业务试点以来的相关部门规章、规范性文件与自律规则,将信贷资产证券化、企业资

产证券化、资产支持票据和资产支持计划对应的监管规则分类列表展示。12 个典型案例包括 6 个企业资产证券化案例、2 个信贷资产证券化案例以及 4 个资产支持票据案例，涵盖的基础资产类型包括个人住房贷款、信用卡不良贷款、物业资产收益、公园门票收益、保理资产收益、应收账款债权、信托受益权、票据收益、PPP 项目中的供热费收益、融资租赁债权、污水处理费等，其中部分案例（产品）涉及双 SPV 结构。各个案例在参与主体、摊还方式、风险隔离机制、账户设置、现金流归集机制、增信与其他风险缓释措施等方面有着各自的特点，在此不一一列举。编辑部在概述案例的基础上，还对这 12 个案例进行了简要的评点，以便更好地帮助读者理解案例的意义。

从 2017 年 1 月中旬开始约稿和征稿，到 2017 年 6 月底全部专题论文和附录完成定稿，结集出版这一辑“资产证券化”专刊，凝聚了各位实务界专家、学者和编辑同学的智慧和心血，在此深表谢意。当然，这辑《金融法苑》“资产证券化”专刊难免也存在错漏和不足之处，还请专家和读者们多提批评宝贵意见。

如果这一辑专刊能为资产证券化业务在中国的发展贡献绵薄之力，那将是全体编辑和北京大学金融法研究中心的荣幸，我们会在未来继续努力，也期待大家更多关注和支持。

Financial Law Forum

金融法苑

2017 总第九十五辑

专 论

未来收益证券化基础资产界定法律探析

——以供热资产证券化为例

■ 王剑钊* 朴文一**

摘要：基础资产是资产证券化操作中的核心要素，其法律界定对于产品设计和投资者利益保护举足轻重。在供热基础设施这类能产生未来收益的资产证券化中，存在着如何合理界定基础资产以有效完成交易的法律问题。实务中，供热资产证券化项目对于基础资产的法律界定存在着供热收费权、收益权和供热合同债权两种观点。如果将基础资产界定为供热收费权、收益权，那么需进一步论证其权利类型、权利要素和可转让性，未必是最合理有效的界定；相比之下，将基础资产界定为供热合同债权具有可行性，便于实践操作，在根本上符合资产证券化的精神，更有利于基础资产的清晰明确和资产支持证券投资者利益的保护。

关键词：未来收益 证券化 基础资产 供热资产

资产证券化，是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。^①近年来，随着立法日趋完善和监管方式改变，我国资产证券化的规模以前所未有的速度增长，产品创新层出不穷，现已成为我国多元化融资工具体系的重要组成部分。

基础资产是资产证券化中的核心要素，基础资产的法律界定对于产品设计和投资者利益保护举足轻重。依据《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》（以下简称《资产证券化业务管理规定》），基础资产是指符合法律法规规定，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产。本文以供热资产证券化项目为例，探析未来收益类资

* 奋迅律师事务所合伙人。

** 奋迅律师事务所顾问。

① 我国现行监管模式下的资产证券化包括中国人民银行和银监会监管的信贷资产证券化、证监会监管的企业资产证券化、银行间市场交易商协会监管的资产支持票据、保监会监管的资产支持专项计划，以及其他非标资产证券化。如无特别说明，本文所指“资产证券化”系指《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》项下的企业资产证券化。