

资本市场实务丛书

资产证券化

法理与案例精析

韩良◎主编

Legal Theory and Cases Analysis of
Asset Securitization

基本理论 · 案例分析 · 实务指引

系统梳理资产证券化业务的理论基础与法律实践
为资产证券化业务提供运作指南与风险防范

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

资本市场实务丛书

资产证券化

法理与案例精析

韩良◎主编

余慧华 柏高原◎副主编

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

资产证券化法理与案例精析 / 韩良主编. —北京: 中国法制出版社, 2015.6
(资本市场实务丛书)

ISBN 978-7-5093-6482-6

I. ①资… II. ①韩… III. ①证券法—案例—中国 IV. ①D922.287.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 137766 号

责任编辑: 程潇永 (editorcheng@163.com)

封面设计: 蒋 怡

资产证券化法理与案例精析

ZICHAN ZHENGQUANHUA FALI YU ANLI JINGXI

主编 / 韩良

经销 / 新华书店

印刷 / 河北省三河市汇鑫印务有限公司

开本 / 710 毫米 × 1000 毫米 16

版次 / 2015 年 8 月第 1 版

印张 / 22.75 字数 / 372 千

2015 年 8 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-6482-6

定价: 56.00 元

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

传真: 010-66031119

网址: <http://www.zgfzs.com>

编辑部电话: 010-66073673

市场营销部电话: 010-66033393

邮购部电话: 010-66033288

2008 年发生席卷世界的金融危机以后，曾经风光无限的美国金融界一片哀鸿，有着近百年历史的美国投资银行雷曼兄弟破产，贝尔斯登、美林被收购，前后仅隔半年，华尔街排名前五名的投资银行竟垮掉 3 家。高盛和摩根士丹利从投资银行转型为银行控股公司。与此同时，中国的金融界却异军突起、做得顺风顺水。国际权威金融媒体——英国《银行家》杂志 2014 年 7 月公布了最新的“世界 1000 家银行排名”，其中中国工商银行以 2076.14 亿美元的一级资本，蝉联全球银行首位，而中国建设银行、中国银行、中国农业银行也跻身全球银行业 10 强。中国金融业除了搭上了中国经济高速发展的顺风车外，“一行三会”金融监管当局加大了金融制度创新与监管力度，各个金融机构大胆进行金融工具和金融服务产品的创新也是其高速发展的重要原因。

随着《存款保险条例》的颁布和实施，存款利率完全市场化已指日可期。继债券市场向境外央行、人民币清算行、人民币业务参加行和合格境外机构投资者开放后，在国内陆续向非金融机构合格投资人和私募基金开放。而银行间债券市场以非金融企业为主体，陆续创新发展了短期融资券、中期票据等公司信用类债券；以商业银行为主体，创新发展次级债券、信贷资产支持证券等金融债券。

这几年卖得异常红火的商业银行理财产品，是在我国“分业经营、分业管理”的金融体制下的一次具有重大影响的金融创新，其业务模式如下：商业银行首先与客户签订代理客户进行理财的合同，然后与信托公司签订信托合同，委托信托公司对该笔资金进行投资。该创新规避了《中华人民共和国商业银行法》第四十三条规定，即商业银行在中国境内不得从事信托投资和

证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资。上述业务模式是在现有的法律框架体系下进行的、是符合法律规定的金融创新。虽然在实际操作中个别商业银行存在私自设立资金池、项目与收益不——对应等问题，但银监会及时通过 2013 年的 8 号文对上述问题进行了及时纠正。

据中国信托业协会发布的数据，2014 年末，我国信托行业管理的信托资产规模达到了 13.98 万亿元，成为了我国金融业的第二大行业。值得注意的是，导致我国信托业飞速增长的原因竟然是依靠发行富有中国特色的“次级贷款”产品而取得的。次级贷款项目是指或者项目本身不能产生稳定的现金流偿还贷款，或者没有足够的抵押物来清偿贷款。对于次级贷款项目，商业银行是不能发放的，而信托公司则可以发行投资者风险自担的“高风险、高收益”的集合信托产品，也就是具有中国特色的“次级贷款”产品。但值得提及的是，信托公司在发行该产品时设计的信用担保架构的专业水平很高，虽然打破“刚性兑付”势在必行，但由于整个行业的法律风控水平在逐渐提高，如不出现系统性风险，整个行业出现违约的概率并不高。

最近中国资本市场的利好消息也接连不断，经过几年中关村代办股份转让市场的试点，监管层推出了与现行《公司法》、《证券法》等法律没有冲突而又与国际资本市场惯例相接轨的“三板市场”配套政策。根据清科私募通数据统计：截止 2015 年 6 月 11 日，共有 2559 家企业成功在全国中小企业股份转让系统挂牌。我国的《证券法》也正在紧锣密鼓地修改中，股票发行“注册制”、禁止跨市场操纵、设立证券合伙公司等制度将会写入其中。可以预见，证券市场法律制度的变革将会给整个资本市场注入活力与效率。

由于私募基金与互联网金融企业并不属于传统的金融机构，相对于监管已经比较规范的银行、保险、证券、信托等传统金融行业来说，这两个行业是近期金融风险的高发区，对此，继《证券投资基金法》修订后，证监会又于 2014 年 8 月 21 日颁布了《私募基金管理暂行办法》，形成了我国比较完整的公募基金与私募基金监管法律架构，该办法强调的适度监管、事中、事后监管原则对于发展我国私募基金市场意义重大。根据《中国 P2P 借贷服务行业白皮书 2014》的数据统计，2011 年开始到 2014 年 4 月中旬，至少有 118 家 P2P 借贷平台出现歇业整顿、提现困难、挤兑、倒闭甚至恶意跑路等情况。为了规范互联网金融业务，《互联网金融指导意见》、《私募股权众筹融资管理

办法（试行）》、P2P 监管细则等监管规则即将出台，互联网金融将在规范的前提下迎来更加快速的发展。

随着我国居民收入的持续提高与人口老龄化程度的加深，我国居民对于保险特别是人寿保险的需求将不断提高。2014 年《国务院关于加强发展现代保险服务业的若干意见》、《关于加快发展商业健康保险的若干意见》等规定的发布极大地拓展了保险业的发展空间；第二代偿付能力监管制度体系、费率市场化、商业健康保险个人所得税优惠等政策相继出台，养老金并轨、个税递延型保险等政策也被提上日程，将进一步促进保险业的发展。

成绩毕竟属于昨天，同中国的其他产业一样，中国金融业的成就是量上的，金融创新存在质上及结构上的诸多先天不足，同时也蕴含着一定的金融风险。金融资源配置效率低下、融资结构不合理等问题依然存在，金融对于实体经济的支持力度不足的问题仍没有解决，中小微企业融资难、融资贵的状况并未得到根本的改变。

中国金融界面临的压力是空前的，宏观上将面临混业经营、利率市场化、人民币国际化的强大压力，而以私募投资基金、民营银行为代表的普惠金融，以余额宝、P2P、众筹等为代表的互联网金融又对其经营领域与经营方式产生了巨大的冲击，近期国家提出的“一路一带”的发展战略，又对中国金融界“走出去”提出了更高的要求。可以说中国的金融业正处在大变革的前夜，而金融法律制度的变革将会首当其冲。

中国共产党第十八届四中全会提出全面推进依法治国的战略方针，金融业的创新与改革也要纳入到法治之下，金融法是理论性与事务性结合最强的法律学科之一，也是所有法律学科中变动最快的领域，这对金融法律的研究人员提出了更高的要求，既要求理论研究人员及时对金融法律实践中出现新的法律架构和工具进行全面的总结和研究，也要求对金融创新提供及时的理论支持。金融法律的研究人员必须与实务人员紧密结合到一起，做到理论与实践及时的转换和借鉴。

南开大学资本市场研究中心的师生一直秉承“读万卷书、行万里路”的治学准则，一直活跃在金融创新法律研究与服务的最前沿，完成了大量的政府、金融机构交给的金融创新课题以及企业投融资方案的设计工作。这套金融法理与案例精析书系是南开大学资本市场研究中心的师生与京都律师事务

所金融部律师合作研究的成果，通过对几年来一起从事家族信托、并购基金、资产证券化、金融创新税收筹划等方面的理论研究成果与法律实践的经验进行总结，以期达到抛砖引玉、共同进步的目的。

这套丛书可供金融从业人员参考，也可供对金融法感兴趣的法律与经济院校在校师生阅读。由于水平所限、加之时间紧张等因素，这套丛书存在诸多不足，敬请广大读者批评指正。

韩良

2015年6月

编委会

主 编 韩 良

副 主 编 余慧华 柏高原

编写人员 张川华 杨 琨 刘红玉 韩 良 余慧华

柏高原 肖 剑 高慧云 滕 杰 郁 璇

第一章 资产证券化概述 // 001

第一节 资产证券化的界定 // 002

一、“美国模式”资产证券化的界定 // 003

二、我国资产证券化的界定 // 009

第二节 资产证券化的原理分析 // 015

一、资产证券化的理论基础分析 // 015

二、资产证券化的交易结构分析 // 016

三、资产证券化的经济意义分析 // 018

第三节 资产证券化的国外发展状况及其法制环境 // 020

一、美国资产证券化的发展及其法制环境 // 020

二、欧洲资产证券化发展及其法制环境 // 024

三、日本资产证券化发展及其法制环境 // 030

第四节 中国资产证券化立法和实践的发展 // 032

一、探索阶段 // 033

二、试点阶段 // 034

三、停滞与重启阶段 // 038

四、常规化发展阶段 // 039

第二章 资产证券化的主要参与者 // 043

第一节 一般意义上资产证券化的主要参与者 // 045

一、资产证券化的主要参与者概述 // 045

二、资产证券化的交易主体 // 046

三、资产证券化的其他业务参与人 // 048

第二节 资产证券化主要参与者之间的法律关系 // 050

一、SPV 与发起人之间的法律关系 // 050

二、SPV 与投资者之间的法律关系 // 051

三、SPV 与承销商之间的法律关系 // 052

四、SPV 与其他中介机构之间的法律关系 // 053

第三节 我国现阶段资产证券化的参与主体 // 053

一、信贷资产证券化的参与主体 // 054

二、企业资产证券化的参与主体 // 060

三、资产支持票据的参与主体 // 067

第三章 资产证券化的基础资产 // 071

第一节 基础资产概述 // 072

一、我国基础资产的内涵和外延 // 072

二、基础资产的构成要件 // 075

三、基础资产的分类 // 078

第二节 基础资产池的构建 // 081

一、资产池构建概述 // 081

二、资产池的构建原则 // 083

第三节 资产池构建中的风险分析 // 090

一、基础资产的一般性风险 // 090

二、资产池构建的具体风险 // 091

第四章 资产证券化的特殊目的机构与破产隔离 // 097

第一节 特殊目的机构概述 // 098

一、特殊目的机构的主要功能 // 098

二、SPV 的主要类型 // 099

- 三、SPV 的组织形式 // 100
- 四、我国 SPV 的组织形式 // 101
- 第二节 特殊目的公司 // 103
 - 一、SPC 的性质 // 103
 - 二、SPC 的法律特征 // 103
 - 三、SPC 的设立 // 105
 - 四、SPC 的治理结构 // 107
- 第三节 特殊目的信托 // 108
 - 一、SPT 的设立 // 108
 - 二、资产支持证券的发行 // 111
 - 三、受益人保护机制 // 113
- 第四节 资产证券化的风险隔离机制 // 115
 - 一、SPV 的破产隔离 // 115
 - 二、证券化资产的真实出售 // 120

第五章 资产证券化的信用增级 // 129

- 第一节 信用增级的涵义和意义 // 130
 - 一、信用增级的涵义 // 130
 - 二、信用增级的意义 // 130
- 第二节 常用的信用增级方式与创新 // 132
 - 一、常用的信用增级方式 // 133
 - 二、信用增级模式的创新 // 142
- 第三节 信用增级在我国面临的风险 // 144
 - 一、内部增级方式遇到的法律障碍 // 144
 - 二、外部增级方式遇到的法律障碍 // 145
 - 三、信用增级实际运用中的风险 // 146
- 第四节 信用增级方式在我国的应用及需要注意的问题 // 147
 - 一、信用增级方式在我国的应用 // 147
 - 二、设计信用增级方案应注意的问题 // 153

第六章 资产证券化税收支持法律环境 // 157

第一节 原始权益人的税收法律问题 // 158

- 一、原始权益人转让基础资产的所得税问题 // 159
- 二、原始权益人转让基础资产的流转税问题 // 164
- 三、原始权益人转让基础资产的印花税问题 // 164

第二节 特殊目的机构（SPV）的税收法律问题 // 165

- 一、SPV 与税收 // 165
- 二、公司型 SPV 的税收处理问题 // 166
- 三、信托型 SPV 的税收处理问题 // 169
- 四、合伙型的税收处理问题 // 170

第三节 资产支持证券投资者的税收法律问题 // 171

- 一、对证券交易行为的印花税 // 171
- 二、对证券投资所得的征税 // 171
- 三、对证券交易所得的征税 // 172
- 四、外国投资者的预提税 // 172

第四节 跨国资产证券化中的税收法律问题 // 173

- 一、跨国资产证券化的税收问题 // 173
- 二、跨国资产证券化中的预提税征管 // 174
- 三、SPV 居民企业的认定 // 175

第五节 资产证券化案例分析 // 177

- 一、案情介绍 // 177
- 二、原始权益人——华侨城的税收问题分析 // 178
- 三、中信证券旗下的资产管理公司（SPV）的税收分析 // 179
- 四、资产支持证券投资者的税收分析 // 181

第六节 完善我国资产证券化税收法律制度的建议 // 182

- 一、完善信托税制 // 182
- 二、贯彻税收公平原则完善资产证券化税制 // 183

第七章 信贷资产证券化案例解析 // 185

第一节 信贷资产证券化的法律架构与风险揭示 // 186

一、信贷资产证券化概述 // 186

二、我国信贷资产证券化 // 188

三、信贷资产证券化的风险揭示 // 196

第二节 银行信贷资产证券化案例解析 // 203

一、开元铁路专项信贷资产证券化 // 203

二、建元 2005 个人住房抵押贷款证券化 // 206

三、招商银行 2014 年第一期信贷资产证券化 // 210

第三节 不良资产证券化案例解析 // 214

一、2008 建元重整资产证券化 // 214

二、2006 东元重整资产证券化 // 218

第四节 创新类型信贷资产证券化案例解析 // 222

一、平安银行 1 号小额消费贷款证券化信托资产支持证券 // 222

二、工银海天 2015 年第一期信贷资产支持证券 // 226

第八章 企业资产证券化案例解析 // 231

第一节 企业资产证券化的法律架构与风险揭示 // 232

一、企业资产证券化概述 // 232

二、我国企业资产证券化介绍 // 235

三、企业资产证券化的风险揭示 // 246

第二节 债权类资产证券化案例解析 // 251

一、远东首期租赁资产支持收益专项资产管理计划 // 251

二、东证资管—阿里巴巴 9 号专项资产管理计划 // 255

三、隧道股份 BOT 项目资产支持收益专项资产管理计划 // 259

第三节 收益权类资产证券化案例解析 // 262

一、中国水务供水合同债权专项资产管理计划 // 262

二、欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划 // 266

第九章 资产支持票据案例解析 // 271

第一节 资产支持商业票据理论分析 // 272

- 一、资产支持商业票据概述 // 272
- 二、资产支持商业票据的运作机制 // 275
- 三、资产支持商业票据的风险分析 // 278

第二节 我国资产支持票据的法律架构与风险揭示 // 282

- 一、资产支持票据概述 // 282
- 二、我国资产支持票据业务介绍 // 288
- 三、资产支持票据的风险揭示 // 297
- 四、ABN 与 ABCP 比较研究 // 299

第三节 我国 ABN 具体案例解析 // 300

- 一、宁波城建投资控股有限公司 2012 年度第一期资产支持票据 // 300
- 二、上海浦东路桥建设股份有限公司 2012 年度第一期非公开定向资产支持票据 // 303

第十章 资产证券化所涉法律文件 // 307

第一节 信贷资产证券化法律文件 // 308

- 一、合同类法律文件 // 308
- 二、申报材料类法律文件 // 314
- 三、信息披露类法律文件 // 321

第二节 企业资产证券化法律文件 // 324

- 一、合同类法律文件 // 324
- 二、申报材料类法律文件 // 329
- 三、信息披露类法律文件 // 333

第一章

资产证券化概述

第一节 资产证券化的界定

自 1977 年美国投资银行家莱维斯·瑞尼尔 (Lewis S. Ranieri) 首次使用“资产证券化”(asset securitisation or asset securitization) 这一表述^①开始, 到其被金融界广泛使用已有四十年的历史了, 但至今对其并无统一的定义。究其原因, 第一, 自 1968 年美国国民抵押贷款协会 (Government National Mortgage Association) 首次公开发行过手型证券化产品以来^②, 其品种、结构日趋多样化、复杂化; 第二, 资产证券化作为 20 世纪一项重要的金融创新, 不仅风靡美国资本市场, 而且成为欧洲、亚洲、拉丁美洲等地资本市场重要的融资工具。但各国资产证券化的发展背景不同, 金融体制不同, 法律规制不同。加之各国研究者研究角度不同, 使得无论是实务界还是学术界, 对于资产证券化的界定, 都没有形成统一的认识和得出一致的结论。

明确对象是进行研究的前提。美国既是资产证券化的发端地, 也是资产证券化发展最快、法制建设最为成熟的国家, 同时, 也是其他国家发展资产证券化借鉴的对象。为更好地展开下文对相关法律问题的探讨, 有必要考察美国资产证券化种类演变, 从中提炼出“美国模式”资产证券化的本质内涵。同时, 在此基础上, 结合中国的立法, 探讨中国资产证券化的本质内涵, 以明确本书研究的对象。

^① Leon T. Kendall and Michael J. Fishman, *A Primer on Securitization*, The MIT press, Cambridge, Massachusetts, London, England. p. 31.

^② http://en.wikipedia.org/wiki/Mortgage-backed_security, 访问时间: 2014 年 11 月 24 日。

一、“美国模式”资产证券化的界定

(一) 美国资产证券化种类的演变

美国的资产证券化起源于住宅抵押贷款的证券化,即抵押支持证券(Mortgage-backed Securities,简称MBS),其后,随着应收账款、商业抵押贷款债权的证券化,“资产支持证券”(Asset-backed Securities,简称ABS)及资产支持票据(asset-backed commercial paper,简称ABCP)出现。

1968年过手证券(Pass-through)首次公开发行,这是最早出现的证券化交易结构。“过手证券”的发行机构从抵押贷款银行、存贷款协会和商业银行等机构购买抵押贷款后,将若干具有相似特征的抵押贷款打包成一定规模的资产池(一般最低100万美元),然后以份额或参与券的形式出售给投资者。投资者按持有的份额定期获得扣除服务费后的利息和本金支付。过手证券的持有者通过证券化的抵押贷款组合所产生的现金流获得收入。因为过手证券被作为无追索权的证券发行,所以抵押贷款资产可以从银行等放贷机构的资产负债表上剔除。此举开创了资产证券化的先河。^①尽管“过手证券”是最早出现的证券化产品,也是最简单的形式,但其已蕴含了“美国模式”资产证券化的一个基本特征,即将证券化资产从发起机构的资产负债表上移转出去,这些资产变成资产支持证券的本金和利息支付的担保工具。

1970年隶属于美国政府的政府国民抵押协会(Government National Mortgage Association,以下简称GNMA或Ginnie Mae)首次发行了以住房抵押贷款为担保的住房抵押贷款转付证券(Pay Through)。^②转付证券的偿付现金流同样来自基础贷款债务人归还的本息,但其与过手证券的显著区别在于,它对基础贷款组合产生的现金流进行了重组,使证券本息的偿付机制发生变化,以满足对风险、收益、期限等具有不同偏好的投资者。转付证券因采用了现金流重组技术,可以设计出许多特征各异的品种。

MBS的发展历程可以说是产品创新的历程。1983年,Freddie Mac创造性地将住房抵押贷款转付证券的现金流打包重组为期限不同的债券以规避债

① 张利:“美国资产证券化”,吉林大学2013年博士学位论文。

② Joseph Hu, “Basics of Mortgage-backed Securities”, Frank J. Fabozzi Associates, 1997, PP. 15-16.