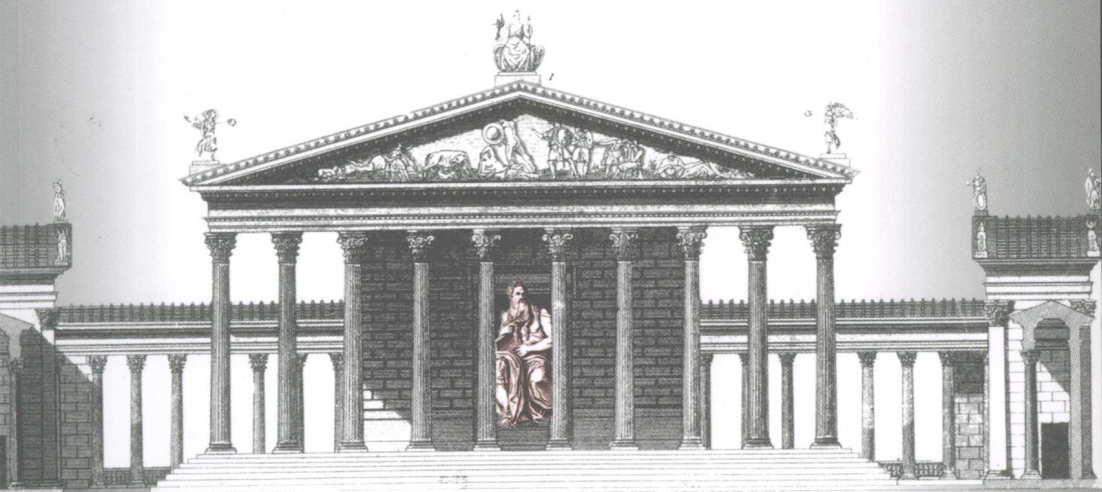


武汉大学国际法博士文库

# 资产证券化的 法律问题比较研究

甘 勇 / 著



Series of Doctoral Thesis on  
International Law  
of Wuhan University



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

武汉大学国际法博士文库

Series of Doctoral Thesis on  
International Law  
of Wuhan University

# 资产证券化的法律问题比较研究

## A Comparative Study on the Legal Issues of Asset Securitization

甘 勇 / 著



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

资产证券化的法律问题比较研究/甘勇著. —武汉: 武汉大学出版社, 2008.3

武汉大学国际法博士文库

ISBN 978-7-307-06061-6

I. 资… II. 甘… III. ①证券法—对比研究—美国、德国 ②证券法—研究—中国 IV. D912.280.4 D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 201325 号

责任编辑:张 琼

责任校对:王 建

版式设计:支 笛

---

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: wdp4@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 湖北省荆州市今印务有限公司

开本: 880×1230 1/32 印张: 10.75 字数: 295 千字 插页: 1

版次: 2008 年 3 月第 1 版 2008 年 3 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-06061-6/D·787 定价: 22.00 元

---

版权所有, 不得翻印; 凡购我社的图书, 如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

## 序 言

社会生活的发展迅速常常使人有日新月异之感，我国自从改革开放以来，经济领域的变化之大，真是我们始料不及的；这也是我国社会主义建设迅猛发展的表现。建设社会主义市场经济，必须要重视法制建设，尤其是与经济活动有关法律制度的建设和发展。当前我国社会主义经济建设正在向纵深发展，既有很多机遇，又面临挑战，市场经济的规律是相通的，西方市场经济国家的成功经验和新的创造许多都应该也可以为我国社会主义市场经济建设借鉴参考。资产证券是 20 世纪 70 年代从西方市场经济国家的代表美国首先产生发展起来的一种金融创新，如今已经成为了金融领域的一种重要融资方式，并且得到越来越多的国家的重视。我国也应该充分重视这种金融创新对我国金融制度发展和革新的重要作用，事实上，我国已经有了许多学者、专家，政府机关和金融机构对此进行了探讨，大家一方面认识到资产证券化对解决我国金融生活中的一些现实问题具有非常重要的现实意义，如国有商业不良贷款处置、相关市场经济主体融资不畅等问题，另一方面，我们越来越认识到，资产证券化要在中国得到发展，相关法律制度建设具有举足轻重的作用。

本书作者从 2001 年开始攻读博士学位，对资产证券化问题一直抱有浓厚的兴趣，为了能够很好地进行资产证券化的研究，在博士生阶段还花费大量时间旁听金融系的基础课程，可以说在法律与金融学领域都打下了良好的基础，2004 年作者完成了他的博士论文，该论文在 2005 年获得湖北省优秀博士论文的奖励。但是，作者并没有就此懈怠止步，而是继续在资产证券化法律问题领域勤奋

攻读，笔耕不辍，先后发表了多篇有关的论文。

现在，作者的博士论文终于出版，这是作者多年辛勤劳动的结果，虽然有不足的地方，我作为他的博士生导师，还是非常愿意向大家推荐他的这本新书。

韩德培

## 中文摘要

资产证券化是 20 世纪 70 年代起源于美国的一种新型融资方式。由于资产证券化所具有的多方面的优越性,其发展非常迅速,并为世界上许多国家所采用。本书以美国的相关实践为中心,结合其他具有代表性国家的相关规定,采用了历史分析的方法、法学分析的方法、比较法研究的方法以及实证分析的方法对资产证券化的法律问题进行研究。

全书共分六章,约三十万字,主要内容如下:

第一章阐述了资产证券化的法律含义。鉴于资产证券化在使用中经常产生歧义,本书详细地分析了资产证券化中的“资产”、“证券”、“证券化”的含义。资产证券化中的“资产”在法律上主要是指金融债权和不动产物权,而金融债权不仅指现存债权,还包括“未来债权”;资产证券化中的“证券”主要是指资产证券化所发行的资产担保证券,它只有成为证券法上的证券才能够获得流动性,本书结合美国实务上对资产担保证券的“证券”性质的争论和实务部门的做法说明了资产担保证券被接受为“证券”的过程。资产证券化中的“证券化”是指通过一定的交易结构的设计,将金融债权上的现金流加以分割,形成不同证券的过程,说明了在证券化过程中,不同的资产担保证券所代表的交易结构和演变的原因。在此基础上,书中对资产证券化的法律含义进行了准确的阐述,指出了本书的研究范围是金融债权的证券化,不包括不动产证券化。

第二章对资产证券化的源流演变进行了阐述。证券化经历了个别债权的证券化、集合债权的证券化,债权实现担保化的演变过

程。在这个演变过程中,大陆法系和英美法系采用了不同的法律机制。美国的资产证券化从法律上来说就是集合债权的证券化和担保化的结合;还有另外一种证券化是担保物权的证券化,这就是德国的“抵押证券”。前者可称为“美国模式”的资产证券化,后者可称为“德国模式”的资产证券化。“德国模式”与“美国模式”产生发展的时代背景、法律传统各不相同,法律特征也不一样。“美国模式”适应了商业时代债权融资发展的特殊需要,逐渐得到了许多国家的认同,产生了国际化的趋势。

第三章对资产证券化交易构造进行了探讨。资产证券化具有多方面的优越性,而这些优越性的实现有赖于对资产证券化交易所面临的法律风险的消除。要实现资产证券化交易中的“破产隔离”和减少交易成本,需要从两方面入手。从内部构造上,资产证券化要实现 SPV 的破产隔离、应收账款的“真实买卖”以及金融债权的转让“完善”;从外部监管来看,资产证券化要设计成一个能够获得《投资公司法》、《证券交易法》等法规所规定豁免的交易。

第四章探讨了资产证券化的一般法律问题。资产证券化的一般法律问题主要有五个方面:即债权资产转让的法律问题、资产转让的重新定性问题、特殊目的机构的法律问题、未来应收账款债权证券化的问题以及政府在资产证券化中的作用问题。

资产证券化中的资产转让就是债权的转让,债权转让经历了一个发展过程。世界各国关于债权转让的法律制度并不一致,主要有德国模式、法国模式和英美模式。它们关于债权转让的性质、公示方法以及多重转让的优先权问题的规定都各不相同。在英国、美国的资产证券化实践中,资产转让主要采取三种方式:债权转让、合同更新和从属参与。

资产证券化中经常会产生资产转让的重新定性的问题,也就是在资产转让发生时,资产转让在性质上到底是一种担保交易还是真实买卖。如果是担保交易,则 SPV 对受让的资产只是享有担保权益;如果是真实买卖,则 SPV 对受让的资产享有所有权。如果发起人破产,SPV 对转让资产的不同的权利会影响到资产担保证券投

投资者的利益。因此,重新定性的标准对资产证券化成功与否具有较大的影响。重新定性的标准有多种,既有破产法上的标准,又有会计上的标准,还有税法上的标准。

资产证券化 SPV 的法律问题涉及 SPV 在资产证券化交易构造中的演变、SPV 的立法原则、SPV 的几种主要的法律形式以及 SPV 的法律控制四个方面。为了达到规避税收、减少成本的目的,SPV 在资产证券化交易构造中不断地变化其角色,相关的立法也为资产证券化提供便利。从美国的实践来看,SPV 立法主要有两项原则,一是 SPV 单行立法原则;二是投资者利益保护原则。SPV 的法律形式主要有三种,即特殊目的公司、特殊目的信托和有限合伙,后来,由于税收优惠的取消,有限合伙用于资产证券化也越来越少。因此,资产证券化广为采用的法律形式主要是特殊目的公司和特殊目的信托。SPV 是为了资产证券化而设立的实体,它与商法上的一般公司以及传统的民事信托既有联系又有区别。从内部控制上来看,特殊目的公司和特殊目的信托都有着自己的特点。

未来应收账款债权的证券化是资产证券化的一种新发展。未来应收账款的证券化是将尚未产生、但未来预期可以产生的债权加以证券化。未来应收账款证券化带来了转让的成立与生效、转让的重新定性以及转让的完善等方面的一些新问题。在这些方面,英国、美国、日本的立法和司法实践有着一定的差距。

政府在资产证券化中的作用主要表现在新兴市场国家在推进资产证券化的过程中要解决的一些问题,包括建立完善不动产金融体制、建立健全资本市场等措施。这些对于资产证券化的发展具有至关重要的意义。

第五章对跨国资产证券化的法律问题进行了研究。首先对跨国资产证券化的“跨国”性质进行了界定;跨国资产证券化能够很好的利用各国法律制度的便利来进行融资。规范跨国资产证券化的法律经历了由市场立法到由中央机构立法的过程,现在仍然处于不断的变动之中;跨国资产证券化虽然在某些方面开始出现国际立法,但是跨国资产证券化实践中是不可能产生统一立法的,因为市



场的创新将不断推动资产证券化向前发展。跨国资产证券化法律规范的框架包括七个方面的问题,分别是:管辖权问题、交易结构的选择问题、资产转让的问题、优惠性转让与欺诈性转让的问题、合同与法律限制的问题、强制执行的问题、货币兑换的问题以及税收的问题。由于跨国资产证券化本身的复杂性和涉及法域的多元性,冲突法问题将不可避免。债权转让的冲突法问题尤其重要。债权转让的冲突法问题是我国较少研究的一个问题,但是在实践中却比较重要。债权转让的冲突法问题涉及债权的可转让性、债权转让人与受让人之间的关系、受让人与债务人之间的关系、债权转让的完善、债权转让的优先权等问题的法律适用。解决这些问题,对于资产证券化中可能遭遇的法律问题的解决有着重要意义。

第六章在前面进行的基本理论问题研究的基础上,对中国资产证券化的理论与实践的现状进行了分析。在审视中国资产证券化所面临的外部金融环境之后,提出了中国国内资产证券化发展的方向是进行住房抵押贷款。虽然国内学术界、实务界对资产证券化的讨论已经进行了一段时间,但是对于资产证券化的法律问题还讨论得较少,也不够深入。针对目前的情况,本书对中国资产证券化的模式、适于证券化的资产、对我国证券法的影响、SPV 的设立、资产转让融资制度选择、资产证券化的税收等法律问题进行了探讨,认为中国的资产证券化宜采取美国模式,并通过国家设立专门的资产证券化机构来进行。目前在我国适于证券化的资产主要有住房抵押贷款、基础设施收费项目以及资产管理公司所接受的不良贷款。我国的 SPV 可以采取两种法律形式,即 SPC 和 SPT。

**关键词:** 资产证券化 交易构造 法律问题 跨境证券化 中国资产证券化

## ABSTRACT

Asset securitization, as a new kind of financial innovation, emerged from the United States of America in the 1970s. It has acquired worldwide reputation owing to its superiority and many other countries around the world start to introduce this innovation into their domestic financial market. Based on the practices of asset securitization in the U. S. A and other representative countries, the author makes a detailed study on the legal aspect of asset securitization in the dissertation, with the adoption of historical approach and legal approach and comparative law approach, and positive approach as well.

The whole dissertation can be divided into six parts, totaling approximately 300000 words.

The author, at the beginning, gives a legal definition on the asset securitization in the Chapter One by exploring the meaning of the terms such as "asset", "securities" and "securitization" as well. Firstly, the author refer to "asset" as financial obligation which involves both existing receivables and future receivables, and legal title of real estate; secondly, the author defines "securities" mainly as one regulated by security law, which could help enhance the liquidity of asset through asset securitization transaction; at last, the author consider "securitization" a process during which the cash flow originated from financial obligations could be divided through the arrangement of different transaction structure. Based on the discussions above, the author makes an accurate definition on term "asset securitization" and

limits his research field to securitization of financial obligations, excluding the securitization of real estate.

The author discusses the history and evolution of asset securitization in the Chapter Two. The author points out that the asset securitization evolved from individual obligation through collective obligations into the collateralized realization of obligation. During the period of evolution, two modes are adopted in the common law system and continental law system. One is called American mode and the other is called German mode. The American mode generally can be regarded legally as the combination of securitization and collateralization of collective obligation while the German mode can be regarded as the securitization of collateralized title. Each mode originates from different background and law tradition and shows different character. Generally speaking, American mode seems to better accommodate the needs of financing in the marked economy and gains recognition among many nations and tends to be internationalized.

The author explores the transaction structures of asset securitization in the Chapter Three. The realization of benefits which the asset securitization brings to us depends on the elimination of legal risks resulting from the transaction. There are two ways to realize the bankruptcy remoteness and minimize the transaction cost in the asset securitization transaction. Specifically, in the internal structure of asset securitization, the special purpose vehicle should be devised into an entity capable of bankruptcy remoteness, and the sale of receivables must meet the standards of a true sale and perfection of transfer of receivables. In the external regulation, the asset securitization are supposed to be devised into a transaction immune from statutes such as 1940 Investment Company Law and 1933 Securities Law and 1940 Securities Exchange Law.

The author deals with the legal problems encountered in the asset

securitization in the Chapter Four, which can be categorized into five problems. The first one is about the transfer of the obligations, which undergoes a long process of development. There are different legislations about the transfer of obligations around the world, which can be categorized into three modes: German mode, France Mode and Common law mode. In the practice of securitization, there are three kinds of transfer of obligations: innovation, sub-participation and transfer.

The second one concerns the re-characterization of the transfer, which refers to the nature of transfer as secured transactions or true sales. The different nature of the transaction leads to the different legal effects, and makes big difference for investors' interest, the standards of re-characterization take many forms, ranging from the standard of bankruptcy law, to the standard of accountant, to the standard of taxation law, and matter for the success of securitization.

The third problem is about the Special-Purpose Vehicles (SPV), which deals with its change of roles the SPV played in the securitization, the legislation principles of SPV, the legal forms of SPV and the regulation of SPV. Based on the practice of the U. S. A., there are two principles in the legislation of SPV: one is the principle of separate legislation; the other is in the interest of investors. So far as the legal forms are concerned, there are three kinds of forms such as special purpose company (hereafter as SPC), special purpose trust (hereafter as SPT) and limited partner. Furthermore, the SPC and SPT are different from traditional company and civil trust and have its distinct characteristics.

The fourth problem is about the future receivables securitization, which represent the new development of securitization. It securitized the future obligations which produce anticipated cash flow that is not available at the time of transfer. The future receivables securitization brings challenges to the re-characterization of transfer, the perfection of

transfer. The legislations in the U. S. A. , U. K. and Japan differ on it.

The fifth problem concerns the government's role in the asset securitization, especially in the emerging markets. The governments are supposed to help solve some problems such as the establishment of the mechanism of real estate financing, and promotion of the capital markets, all of which are of great importance for the development of securitization.

The author makes a study into the cross-border securitization in the Chapter five. Firstly, the author defines the cross-border securitization in the light of the practice of international securitization. Then, the author concludes that the law that regulates the securitization around the world is hard to be harmonized because of great difference in laws and variation of securitization. However, the cross-border transaction adopts similar framework, which can be divided into seven aspects: the jurisdiction of cross-border securitization, the selection of transaction structure, the transfer of assets, contractual and legal limitation, the execution of securitization, currency exchange and taxation issues. Due to the complexity of cross-border securitization and foreign elements involved, the conflict-of-laws issues arise inevitably, among which the transfer of obligations comes to prominence. At present, little attention is paid to the transfer of obligations in the private international law research field, however, the issue matters greatly in the practice. The related conflict-of-laws issues on the transfer of obligations involve the alienation, the assignor-assignee relationship, perfection of the transfer, assignee-debtor relationship, priority and so on. These issues are of great importance in the cross-border securitization.

The author makes an analysis of the present situation on the theories and practice of cross-border securitization in China in the Chapter six, in light of the above research on the basic theories, the author examines the outer circumstance, and proposes that the residential mortgage securities

and some asset-backed securities can be placed top priority on the agenda of securitization in China at present. Although the academic circle and practical circle have long made considerable researches about the securitization, the legal aspects of securitization are almost untouched. In view of these situation, the author discussed issues such as the possible mode of securitization in China, the choice of assets suitable for securitization, the selection of financing institutions, and the taxation of securitization as well. The author concludes that the U. S. A. Mode can be introduced into the practice of asset securitization in China with the establishment of the special securitization institutions, and two kinds of SPV, that is, SPC and SPT, can be adopted in the practice of securitization in China.

**Key Words:** asset securitization; transaction structure legal issues; cross-border securitization; Chinese securitization

# 目 录

引 言	1
一、研究意义	1
二、研究现状	4
三、研究方法	6
四、研究结构	6
第一章 资产证券化的法律界定	8
第一节 资产证券化之“资产”的界定	8
一、资产证券化之“资产”的内涵	8
二、资产证券化之“资产”的外延	10
第二节 资产证券化之“证券”的界定	16
一、美国法对证券的界定	17
二、大陆法对证券的界定	19
第三节 资产证券化之“证券化”的界定	22
一、财产的“债权化”	23
二、资产的“证券化”	24
第四节 资产证券化的法律意义	28
第二章 资产证券化的源流演变	31
第一节 “德国模式”的资产证券化	32
一、抵押债券和公共债券	33
二、其他的“资产相关证券”	39
三、抵押债券和公共债券的发展趋势	40

第二节 “美国模式”的资产证券化 .....	42
一、抵押支持证券 .....	43
二、信用增强和信用评级机构 .....	45
三、资产支持证券 .....	47
四、不良贷款证券化 .....	50
五、美国资产证券化发展的经验 .....	51
第三节 资产证券化的国际化 .....	52
一、英国资产证券化的发展 .....	53
二、欧洲大陆资产证券化的发展 .....	54
三、日本资产证券化的发展 .....	59
四、其他国家资产证券化的发展 .....	62
五、资产证券化国际化的影响因素 .....	63
第三章 资产证券化的交易构造 .....	65
第一节 资产证券化交易的法律风险 .....	67
一、应收账款的履行风险 .....	67
二、应收账款发起人的破产风险 .....	69
三、未来应收账款的履行风险 .....	69
第二节 资产证券化交易的内部结构 .....	71
一、SPV 的“破产隔离” .....	71
二、应收账款的“真实买卖” .....	76
三、金融债权的转让“完善” .....	81
第三节 资产证券化交易的外部监管 .....	84
一、1940 年《投资公司法》的有关规定 .....	84
二、1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》的有关规定 .....	88
三、银行监管法对资产证券化的影响 .....	90
第四节 资产证券化交易的结构型态 .....	92
一、一次型 SPV 资产证券化 .....	92
二、常设型 SPV 资产证券化 .....	94
三、双层型 SPV 资产证券化 .....	96



第四章 资产证券化之一般法律问题 .....	98
第一节 资产转让的一般法律问题 .....	98
一、债权转让的历史发展 .....	99
二、债权转让的各国制度 .....	100
第二节 资产证券化中的资产转让 .....	103
一、债权转让 .....	103
二、合同更新 .....	112
三、从属参与 .....	114
第三节 资产转让的重新定性 .....	118
一、资产转让重新定性概说 .....	120
二、美国《统一商法典》的适用 .....	122
三、资产转让重新定性的影响因素 .....	124
四、其他国家的“重新定性”实践 .....	145
五、破产法修正案中的“安全港”条款 .....	147
第四节 特殊目的机构的法律问题 .....	153
一、特殊目的机构的演变 .....	154
二、特殊目的机构的立法原则 .....	162
三、特殊目的机构的法律形式 .....	164
四、特殊目的机构的法律控制 .....	166
第五节 未来应收账款的资产证券化 .....	170
一、未来应收账款和现存应收账款 .....	170
二、英国法上的未来应收账款证券化 .....	171
三、美国法上的未来应收账款证券化 .....	175
四、日本法上的未来应收账款证券化 .....	181
五、跨国的未来应收账款证券化 .....	184
第六节 政府在资产证券化发展中的作用 .....	186
一、资产证券化发展的宏观环境 .....	186
二、不动产金融体制的建立健全 .....	188
三、资本市场的发展完善 .....	190