



SECURITIZATION

(Second Edition)

Structured Financing, Financial Assets Pools,
and Asset-Backed Securities



证券化

美国结构融资的法律制度

[美]塔玛·弗兰科 著

Tamar Frankel

潘攀 译



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



SECURITIZATION

(Second Edition)

Structured Financing, Financial Assets Pools,
and Asset-Backed Securities



证券化

美国结构融资的法律制度



法律出版社
LAW PRESS • CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券化:美国结构融资的法律制度:第2版/(美)弗
兰科著;潘攀译. —北京:法律出版社,2009.7

书名原文:Securitization, Second Edition

ISBN 978-7-5036-9555-1

I. 证… II. ①弗…②潘… III. 证券法—研究—美国
IV. D971.222.8

中国版本图书馆CIP数据核字(2008)第071132号

©法律出版社·中国

责任编辑/卫蓓蓓

装帧设计/李 瞻

出版/法律出版社

编辑统筹/学术·对外出版分社

总发行/中国法律图书有限公司

经销/新华书店

印刷/北京民族印务有限责任公司

责任印制/吕亚莉

开本/787×960毫米 1/16

印张/54.75 字数/908千

版本/2009年10月第1版

印次/2009年10月第1次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

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、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5036-9555-1

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)

中文版前言

本书于1991年第一次出版之时,“证券化”之含义并不为人所知。但是,它在很短的时间之内就兴盛起来。本书于2006年第二次出版,这反映了此主题引发了更广泛的兴趣,并吸引了更多的读者。这是因为证券化为银行和证券市场的结合提供了一种体系,以吸取两者之长。贷款可借此转化为证券,银行业可借此实现市场流动性和投资多样化。证券化为那些需要流动性或要求以更好价格出售不良资产的银行类金融机构提供了重要的资源。借款人也受益于证券化,因为他们的贷款可以与其他贷款一起被汇集,获得不同方式的担保,因而组成更高质量的贷款池,并降低了借款人的利息成本。

本书旨在帮助法律工作者理解和操作证券化。本书涉及实施证券化所需的金融体系、整体法律政策以及这些年来在美国出现的繁杂的法律问题。

在某种程度上,管辖证券化的法律与特定国家的法律制度并没有紧密的关联性。这可能是因为证券化交易可以划分为不同组成部分,其中每个部分都可以在不同的国家得以启动或获得服务;或者是因为律师及其客户在设计其交易时充满灵活性。因此,证券化扩展至全世界,美国制度与其他国家法律之间的相互适应,这都不是令人惊奇的事情。

感谢潘攀博士承担了翻译此书的艰苦工作。对于一个作者而言,其作品拥有读者并发挥作用,无任何成就有甚于此。我相信本书中文版将帮助中国的证券化事业,在为中国金融体系和中国人民服务的过程中有所助益。

塔玛·弗兰科
2008年,波士顿

中译文通释

潘 攀

一、对本书中某些频繁出现的术语,说明如下。

1. **Asset-backed Securities**: 目前主要有“资产担保证券”和“资产支持证券”两种不同译法,我采用了“资产支持证券”。“担保”是指对某项权利(债权)以特定财产加以担保。无担保的债权并不是指没有任何偿还保证的债权,而是指某项债权是以债务人的非特定财产加以保证,但是这种全部财产的保证通常没有担保法上的优先性。而资产证券化的内容正是把原债权人的债权转让给一家作为特定目的载体(SPV)的公司,由该公司发行证券。在这里,被转移的债权(资产)通常是作为该 SPV 公司发行证券的基础保证,而非担保法上的担保物。即使这些基础资产在特定情况下被设定为担保物,也无实质上的意义,因为只有在债务人的资产大于担保物时,担保才有实质上的意义,而 SPV 公司通常没有其他资产,转让给它的债权通常构成它的全部资产。事实上,这一结果正是资产证券化的核心要求之一,即资产/风险的隔离。基于上述理由,我认为“资产担保证券”带有某种误导性,它可能使投资者认为 SPV 发行的证券附有担保法意义上的额外担保。

2. **Loan participation**: 如果是描述一种交易,翻译为“贷款分割”或“贷款分割交易”,与此相应的协议将翻译为“贷款分割协议”。如果是描述一种金融产品,则翻译为“贷款分享权”或“分享权”。同时,loan participant 按其实际意义翻译为“贷款分享者”。

3. **Fiduciary duty**: 目前多数中文著作中将其翻译为“忠诚义务”、“信义义务”和“信托义务”。问题在于,“忠诚义务”与“信义义务”不是法律专用术语,也不是法律上才有的义务,它普遍存在于普通的生活、道德和政治领域;“信托义务”则只是 fiduciary duty 中的一种,虽然是最为常见的一种。根据有关英美法系的若干判例,至少如下关系中存在此种义务:(1)在信托关系中,

受托人对受益人承担此种义务；^{〔1〕}（2）董事与公司之间；^{〔2〕}（3）清算人与公司之间；^{〔3〕}（4）律师与客户之间；^{〔4〕}（5）合伙人之间；^{〔5〕}（6）代理人与委托人之间；^{〔6〕}（7）证券经纪人与客户之间；^{〔7〕}（8）高级雇员与公司之间；^{〔8〕}（9）医师与患者之间；^{〔9〕}（10）父母与子女之间；^{〔10〕}（11）教师与学生之间；^{〔11〕}（12）神父等神职人员与求教的教民之间。^{〔12〕}

法律/法学文献不是大众文艺和政治檄文，法律语言必须有表述上的独特性。对于法律语言“缺乏大众性”的指责，其本质是把便利大众的低标准强加给无需这种便利的专业社会。为此，我选择了中文世界中很少出现的“忠信”一词，目的是以表述上的独特性来反映其本义的独特性。在本书中，fiduciary duty 翻译为“忠信义务”。同时，fiduciary 又指承担此种义务的主体，本书中相应翻译为“忠信义务人”。

4. 对于某些专业术语，我尽可能提供了释义。为了不影响脚注的连贯性，我把这种释义置于正文第一次出现该术语之后，放入方括号“[]”之中。

二、征求作者的意见并获其同意之后，对于原文脚注做如下处理。

首先，对于作者自己的解释，照常翻译。其次，对于引用的案例、文章和著作，未翻译，但保留原文。最后，作者自己对于所引用的案例、文章和著作的概括性文字，予以删除。

三、标题编码。本书作者采用的标题编码方式与国内做法完全不同。在本书中，若二级标题之下尚有三级标题，那么有些段落就直接省略了二级标题。比如在第1章之中，第1.5段之后直接就是第1.6.1段，缺乏“1.6”这一总括性的二级标题及其编码。经仔细核对原著，可确定这并非是翻译或出版过程中的疏漏。请读者给予谅解。

〔1〕 Keech v Sanford.

〔2〕 Woolworths Ltd. v Kelly.

〔3〕 Re Pantmaenog.

〔4〕 Sims v Craig Bell & Bond.

〔5〕 Fraser Edmiston Pty Ltd v AGT (Qld) Pty Ltd. ; Chan v Zacharia.

〔6〕 MaKenzie v McDonald.

〔7〕 Hodgkinson v Simms.

〔8〕 Green & Clara Pty Ltd. v Bestobell Industries Pty Ltd.

〔9〕 McInerney v McDonld.

〔10〕 Paramasivam v Flynn.

〔11〕 Glover v Porter Gaud.

〔12〕 Doe v Evans, 814 So. 2d 370 (Fla. 2002).

目 录

第 1 章 证券化概述	1
1.1 证券化是什么?	1
1.2 证券化的形式	4
1.3 证券化的发展	6
1.4 证券化的法律基础	14
1.5 定性	16
1.7 法院通常不会混淆类别	20
1.8 司法对贷款证券化的态度	21
1.10 结论	26
第 2 章 证券化的历史和未来	27
2.1 证券化坚持下来了吗?	27
2.2 分割方式的贷款证券化	29
2.3 汇集方式的证券化	32
2.4 汇集程序	37
2.5 贷款	38
2.6 SPV 证券的类型	41
2.7 二级 SPV	45
2.8 担保、评级和评估	47
2.9 贷款和证券化贷款的市场及其未来	48
2.10 未来:是否所有贷款都能证券化?	50
2.11 分析和结论	57
第 3 章 证券化对经济和金融体系的影响	61
3.1 市场和机构	61
3.2 证券化:一种重构融资制度	62
3.3 证券化的市场效率	65

3.4 流动性	73
3.5 来自新老参与者和新功能的风险	81
3.6 “驱逐”	82
3.7 证券化消除了市场分割	88
3.8 私人部门证券化的驱逐效应	89
3.9 结论	89
3.10 证券化是否增加了经济中的债务和风险?	90
3.11 金融对债务增长和风险增加的影响	92
3.12 证券化在债务和风险增加中扮演的角色	94
3.13 证券化对货币控制的影响	95
3.14 证券化对货币定义、货币存量和货币周转率的影响	95
3.15 结论	98
第4章 证券化对金融机构的影响	100
4.1 对银行财务结构的影响:老问题重提	100
4.2 对流动性的影响	100
4.3 对资金成本的影响	101
4.4 对分散化的影响	101
4.5 对其他风险的影响	102
4.6 对银行业竞争的影响	103
4.7 对银行的贷款定价霸权的影响	105
4.8 来自政府实体的竞争	106
4.9 对银行业风险的影响	107
4.10 银行的新业务	109
4.11 或有债务	109
4.12 贷款的后续服务和市场融资	111
4.13 适应证券化	113
4.14 银行进入证券业的法律限制	113
4.15 组织和文化的变化	116
4.16 当前的结构变更:追寻一种文化	116
4.17 当前结构变更的进程:寻找商业战略	118
4.18 银行能够幸存吗?	118
4.19 对非银行金融机构的影响	120
4.20 新业务	120

第5章 证券化对借款人和投资者的影响	122
5.1 证券化对借款人的影响	122
5.2 信贷机会	123
5.3 借款人与贷款人之间的竞争	124
5.4 与贷款人的关系	126
5.5 对抗贷款人的权利:通行规则和例外	128
5.6 证券化对投资者的影响	130
5.7 益处:选择和多样性	130
5.9 结论	139
第6章 SPV 介绍	140
6.1 概述	140
6.2 汇集的演化	141
6.3 证券化的机构特征	149
6.4 典型的汇集方式证券化	150
第7章 贷款的发放、出售和汇集	152
7.1 贷款人和借款人	152
7.2 银行实施贷款证券化的权力	154
7.3 发放及出售贷款及借款的权力	158
7.4 原《格拉斯—斯蒂格尔法》上的禁令	159
7.5 货币监理官允许的资产支持证券	171
7.6 《格兰—里奇—布里利法》之后	173
7.7 通过子公司运营的权力	174
7.8 服务的权力及担任保管人和契约受托人的权力	175
7.9 投资的权力	175
7.10 对银行权力的限制	181
7.11 银行资本和准备金要求	196
7.12 储蓄机构和财务公司的权力	213
7.13 放贷标准	219
7.14 交易:贷款转让	231
7.15 交易的性质:转让还是借贷?	237
7.16 让渡	247
7.17 买卖程序的监管	252
7.18 中介费	254

7.19	与标准的贷款分享权相关的反搭配禁令和反托拉斯条款	255
7.20	信贷监管	257
第8章	SPV 的财务结构	258
8.1	SPV 证券:转递、债券和转付	258
8.2	转递证券	259
8.4	普通债券	266
8.5	商业票据	267
8.6	优先股	267
8.7	证券的条款:高利贷和消费者保护法规	267
8.8	SPV 证券的定性:债券还是股票	268
8.9	资产支持证券	269
8.10	税法	270
8.11	债券或股票	270
8.14	有限合伙	277
8.16	金融资产证券化投资信托——历史回顾	293
8.17	FASIT 和 REMIC 的比较	297
8.18	免税的市政投资管道	300
8.19	其他法律对 SPV 财务结构的影响	300
第9章	信用强化	307
9.1	信用强化的类型	307
9.3	担保投资合同	311
9.4	出售方母公司或控股公司提供的保险和担保	313
9.5	发起人的股权投资	314
9.6	发起人的债务:增加担保	314
9.7	保留借款人的偿付款以增加担保	315
9.8	评估	315
9.9	评估师对客户义务	320
9.10	评估师对无私属关系的当事人的义务	321
9.11	错误评估使用者的责任	323
9.12	资产支持证券的适用性	326
9.13	评估的新规则	330
9.14	国会立法	331
9.15	评级机构	337

9.16	评级程序	341
9.17	法律问题	344
9.18	《公平信用报告法》的适用	346
9.19	误述	347
第10章	保护 SPV 避免破产	349
10.1	破产的影响	349
10.2	自动中止	350
10.5	SPV 在贷款上的权益	363
10.6	贷款转让方丧失清偿能力	365
10.7	否认 SPV 的独立性:SPV 及其母体的合并	366
10.8	子公司形式的 SPV	368
10.9	SPV、母公司或银行控股公司的破产之间的连锁反应	371
10.11	降低商业风险:特殊目的主体	383
10.12	借款人丧失清偿能力	384
10.13	借款人的抗辩	385
10.14	担保物的止赎	386
10.15	强制执行部分贷款	389
10.16	不适用《破产法典》的转让人丧失清偿能力	390
第11章	《1940 年投资公司法》对 SPV 的监管	393
11.1	《1940 年投资公司法》	393
11.2	SPV 在 1940 年法律上的地位	394
11.3	问题	396
11.4	是否属于 1940 年法律上的投资公司	396
11.5	什么是 1940 年法律上的证券	396
11.6	用于证券化的 SPV 是投资公司	398
11.7	投资公司定义的例外	400
11.8	财务子公司:第 3 条(a)(1)(C)和 3a-5 规则	401
11.9	外国银行及其子公司	402
11.10	私人投资公司:第 3 条(c)(1)	403
11.11	承销商、经纪商和交易商:第 3 条(c)(2)	405
11.12	银行和储蓄机构:第 3 条(c)(3)	405
11.13	保险公司:第 3 条(c)(3)	407
11.14	发放小额贷款的机构:第 3 条(c)(4)	407

11.16	不发行可赎回证券的机构	411
11.17	销售融资:第3条(c)(5)(B)	415
11.18	抵押贷款银行:第3条(c)(5)(C)	416
11.19	第2条(b)上的 SEC 豁免权:政府实体	421
11.20	从事不动产证券化的机构:GNMA, FNMA, FHLMC	422
11.21	小企业管理局和其他单位	423
11.23	对私人部门发起人的第6条(c)豁免	428
11.24	证券公司发起的担保抵押债券 SPV	429
11.25	发行建筑商债券的 SPV	431
11.26	发行浮动利率证券的 SPV	431
11.27	不动产抵押贷款管道	432
11.28	向合格(非机构)投资者发行抵押贷款支持股权证券的 SPV	432
11.29	发行剥离证券的 SPV	433
11.30	“孤儿财务子公司”	433
11.31	3a-7 规则	434
11.32	SEC 豁免 SPV 的效果	443
11.33	被豁免 SPV 的控股公司之地位	444
11.34	第12条(d)的适用	444
11.35	1940 年法律的其他问题:分散管理公司/ 1940 年法律第5条(b)(1)	445
11.36	1940 年法律的其他问题:资产支持证券的出售开支	445
第12章	SPV 证券的发行	447
12.1	SPV 证券	447
12.2	资产支持证券在 1933 年法律上的“证券”地位	449
12.3	1933 年法律上的登记要求	458
12.5	登记要求的信息	466
12.6	律师意见	486
12.7	造市商递交说明书的要求	487
12.8	资产支持证券和抵押支持证券交易的结算	488
12.9	证券法律和互联网	490
12.10	1933 年法律上登记要求的豁免	492
12.11	政府和政府实体的证券	492
12.12	银行的信用证和保函	494

12.13	保险单和保险公司保证	494
12.14	储蓄机构的公开发行业	495
12.15	机构之间交易的抵押支持证券	496
12.16	交易商豁免:1933 年法律第 4 条(3)	498
12.17	商业票据	498
12.18	144A 规则:机构之间的私募市场	498
12.20	1933 年法律上的预先登记	509
12.21	报告要求	513
12.22	储蓄机构的披露	521
12.23	EDGAR 系统的问题	522
12.24	州证券法(蓝天法)	523
12.25	证券化中违反 1933 年法律的行为	525
12.26	《1939 年信托契约法》	528
第 13 章	SPV 证券二级市场监管	532
13.1	《1934 年证券交易法》(“1934 年法律”)	532
13.2	资产支持证券是不是 1934 年法律上的“证券”?	534
13.3	1934 年法律的反欺诈条款(包括 10b-5 规则)是否适用于 资产支持证券?	534
13.4	1934 年法律第 12 条上的登记	540
13.5	除销规则/T 条例	544
13.6	资产支持证券的销售佣金	554
13.7	《1940 年投资顾问法》	555
第 14 章	SPV 的运营	559
14.1	SPV 的运营	559
14.2	托管人	560
14.3	忠信义务的性质和范围	561
14.4	忠诚义务	564
14.5	受托人补偿权	565
14.6	受托人的损失补偿权	566
14.7	服务商	568
14.8	服务职能的转让和服务协议的终止	570
14.9	对贷款所有人的忠诚义务	572
14.10	对金融资产和贷款的所有权人承担的注意义务,以及对	

第三方的注意义务	574
14.11 发起人	574
14.14 发起人律师的责任	589
第15章 贷款分割	590
15.1 银团和贷款分割	590
15.2 贷款分割的程序和条款	592
15.3 贷款分享权的发行	594
15.4 贷款分享权的法律问题	595
第16章 贷款分割协议:披露	600
16.1 贷款分割关系中的合同和侵权责任	600
16.2 普通法上的欺诈和 RICO 法	602
16.3 银行监管上的披露要求	603
16.4 必需信息	604
16.5 不得披露的信息	607
16.6 披露的方式和时间	607
16.7 对贷款分享权卖方的建议	608
16.8 《181 号通知》上的推定诉权	609
16.9 知情权的放弃	610
16.10 合同法上的弃权	610
16.11 货币监理官的通知	611
16.12 借款人的保密权	611
第17章 证券法是否适用于贷款分享权	613
17.1 1933 年法律和 1934 年法律	613
17.2 “证券”在何处?	615
17.3 1933 年法律和 1934 年法律的证券定义——历史	618
17.4 贷款分享权在 1934 年法律上的证券地位	619
17.5 贷款分享权在 1933 年法律上的地位	628
17.6 《1940 年投资公司法》	633
17.7 《1940 年投资顾问法》(顾问法)	640
17.8 《1939 年信托契约法》	640
第18章 牵头银行和贷款分享者之间的关系	643
18.1 贷款分割协议的条款:要求和限制	643
18.2 货币监理官的要求	645

18.3	牵头银行对贷款分享者承担的义务	646
18.4	牵头银行的持续义务	649
18.5	贷款分享者与牵头银行的律师之间的关系	659
18.6	牵头银行和贷款分享权持有人对借款人的责任	662
18.7	牵头银行的其他义务	662
18.8	贷款分享者的义务	663
18.9	贷款分割协议的履行	664
18.10	对借款人的放款	664
18.11	分担牵头银行的开支	666
18.12	救济	666
第 19 章	贷款分享者在贷款分割中的权利	670
19.1	适用于贷款分享权地位的法律	670
19.3	贷款分享权的基本类别	677
19.5	购买和销售	687
19.6	贷款分割交易的性质	687
19.7	贷款分享权持有人和牵头银行之间在让渡项下的权利和义务	697
19.9	贷款分享权持有人对第三方的权利	700
19.10	禁悔	703
19.11	借款人破产程序中贷款分享权持有人的地位	705
19.14	与牵头银行之间的共同所有权和合营关系	711
19.15	第三方受益人	712
19.16	贷款分享权作为发放给牵头银行的贷款	713
19.17	担保权	716
19.18	如何创立担保权?	716
19.19	担保权的完善:概述	717
19.20	贷款附随票据上和担保物上的银行担保权的完善	718
19.21	贷款分享权持有人的担保权的完善	719
19.22	担保权未完善的后果	725
19.23	完善担保权的后果	727
19.24	贷款分割协议的起草	728
19.25	结论	728
第 20 章	破产对贷款分割的影响	730
20.1	牵头银行破产,政府实体担任接管人	730

20.2	历史背景:破产银行的法定接管人的裁决权	730
20.5	抵销	747
20.6	贷款分享权持有人对抗借款人之权利	752
20.8	《破产法典》上的抵销权	760
20.9	《统一商法典》上的抵销权	762
20.11	牵头银行破产的影响	764
20.13	贷款分享权持有人基于牵头银行不公正行为的请求权	768
20.14	结论	768
20.15	借款人的破产	769
20.17	贷款分享权持有人在借款人破产程序中的权利:贷款分享权 在其他场合中的定性	781
20.18	贷款分享权持有人在借款人破产程序中的地位:政策考虑	783
20.21	结论	803
第 21 章	借款人对抗牵头银行和贷款分享权持有人的权利	805
21.1	借款人在保密方面的权利	805
21.2	防范政府的侵犯	806
21.3	普通法上的权利	806
21.4	借款人对抗牵头银行和贷款分享权持有人的权利	815
21.5	贷款人对借款人承担的义务	817
21.6	抵销	818
21.7	破产对抵销权的影响	822
21.8	借款人是否保留抵销权	822
21.9	税务	825
第 22 章	贷款分享权和贷款协议:律师的问题	827
22.1	贷款分割协议	827
22.2	律师的作用	828
22.3	受监管的合同条款	829
22.4	贷款分享权的地位	829
22.5	牵头银行的义务	830
22.6	借款人违约之后当事人的权利	830
22.7	贷款分割协议	831
22.8	信息和通知	831
22.9	司法管辖权和法律选择	831

22.10 抵销	832
第 23 章 证券化的国际方面	833
23.1 国外的证券化	833
23.3 解决问题	840
23.4 法律冲突和法律的统一化	844
23.5 建议提出的问题	846
23.6 预测	847
第 24 章 证券化的最新发展——次级贷款证券化中的问题	849
24.1 概述	849
24.2 次级贷款的定义	850
24.3 贷款的证券化	851
24.4 法律问题	852
24.5 次贷危机的原因是什么?	854
24.6 监管改革建议	857
24.7 结论	858
译后记	859