

我国企业资产证券化中基础资产的风险隐患与规范路径

吴燕妮

(深圳市社会科学院,广东 深圳 518028)

摘要:基础资产是资产证券化项目的核心,基础资产的风险直接决定了资产证券化产品的风险。近年来,随着我国企业资产证券化规模的飞速增长,风险隐患也日渐显现,风险事件时有发生,存在着有关基础资产风险控制法律制度不完善、优质资产稀缺导致基础资产风险隐患加大、基础资产风险分散度不够等方面的问题。因此,从完善我国企业资产证券化制度、防范基础资产风险的角度出发,应当以立法定规为核心,积极推动完善我国资产证券化法律体系;同时进一步加强监管,在证券化审核中强化对风险分散度和底层资产的关注,特别是要关注现金流稳定性和多层架构中的法律风险问题;在金融机构和市场中介方面,必须建立以控制基础资产风险为重点的内控机制;并建立以信息披露制度为核心的投资者保护制度。

关键词:资产证券化;资产支持证券;基础资产;法律风险;金融监管

中图分类号:F 830.91

文献标识码:A

文章编号:1000-260X(2017)05-0066-08

时隔多年,资产证券化在我国终于迎来了爆发式的增长。2016年,全国共发行资产证券化产品8420.51亿元,其中企业资产证券化就达4385.21亿元,同比增长114.90%,存量5506.04亿元,同比增长138.72%,占市场总量的45.97%^[1]。企业资产证券化的基础资产类型在多方面支持和创新之下持续丰富,各类创新资产不断出现^①。

但是,我国企业资产证券化市场快速增长的背后,风险隐患也逐渐显现。2016年,中原证券—大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划中最高评级的优先A档到期无法兑付,成为我国企业资产证券化市场的首单实质性违约^②。随后,以渤海租赁为代表的租赁市场证券化的风险事件也开始出现。2016年全年交易所资产支持专项计划发生评级

变动共有18只券,其中有6只券的评级遭下调,引发市场对资产证券化风险问题的担忧。

一、资产证券化中的基础资产

(一)基础资产的界定

自20世纪70年代美国Lewis S. Rainier首次提出资产证券化概念,基础资产(underlying assets)就伴随着社会和经济的不前行而发展。今天资产证券化中的基础资产,尽管最早的抵押贷款形式依然存在,但无论其内涵还是外延都已经发生了巨大的变化。从金融实务的角度看,能够稳定持续产生现金流,并能够进一步形成公开或非公开发行份额的资产,在理论上都可以成为证券化的基础资产。但法

收稿日期:2017-06-20

基金项目:国家社会科学基金青年项目“互联网市场价格违法行为规制研究”(16CFX045);深圳创新思想库课题“深圳市高新技术产业创新效率及影响因素研究”(SXK1613)

作者简介:吴燕妮,澳门大学法学博士,中国社会科学院法学博士后,德国马克思普朗克比较公法与国际法研究所高级访问学者,深圳市社会科学院副研究员,主要从事金融法、行政法、自由贸易试验区制度研究。

律意义上对基础资产的界定则更加关注基础资产的法律属性或地位。例如美国证监会(SEC)认为,资产支持证券是指能够代表对一个特定的应收款资产池或者其他金融资产池求偿权的证券^[2]。其中“应收款资产池或者其他金融资产池”,就是基础资产。

可见,基础资产是资产证券化项目的核心,所有的资产证券化手段,包括现金流重整、风险隔离、信用增级等,都是紧紧围绕基础资产这一核心所做的修整。因此,基础资产的风险直接反映在资产证券化产品的风险之中。资产证券化的法律制度,包括真实销售、破产隔离,以及有限追索制度的设计,其核心就在于将证券化基础资产的风险控制在有限范围内。2008年金融危机后,有关资产证券化特别是结构化产品的风险重新得到各国(地区)监管机构的重视,纷纷重新审视资产证券化中的基础资产风险,修订信息披露条款、整顿中介机构和发行人粉饰基础资产真实面目的现象,特别加强和完善了资产证券化中基础资产的法律制度,采取关注基础资产自身现金流的稳定及风险分散度,要求穿透底层资产,并大大加强信息披露等措施,严格防范可能出现的资产风险。因此,在我国企业资产证券化快速发展的今天,我们也应以境外的经验为鉴,对我国企业资产证券化基础资产面临的法律风险进行深入的分析 and 研究。

(二)我国企业资产证券化中基础资产的发展与界定

目前,我国资产证券化主要模式包括央行和银监会主管的信贷资产证券化、证监会主管的企业资产证券化,以及银行间交易商协会主管的资产支持票据。由于监管机构不相同,在不同的监管管辖下,不同资产证券化的法律依据、交易场所、监管标准等均具有较大不同。其中,我国企业资产证券化从2005年试点推广以来,经历了10余年的发展历程,期间有过试点完善、全面停滞,又重新启动、快速发展。2005年,以中金公司“中国联通CDMA网络租赁费收益权计划”为标志,企业资产证券化正式在我国确立了合法地位^[3]。但在随后相当长的一段时间内,由于法律法规对基础资产的界定不明,我国企业资产证券化业务一直处于低速发展状态^[4]。

2014年11月,中国证监会颁布新的资产证券化管理规章(中国证监会[2014]49号公告,以下简称“49号文”),将原有的审核制度改为产品备案,大大缩短了项目发行时间,产品发行数量和发行规模

得到快速提高。在负面清单制度下,中介机构和发行主体在基础资产选择方面更加灵活,导致基础资产种类不断丰富。根据证监会49号文的规定,企业资产证券化中基础资产的选择标准主要有权属明确、可产生稳定的现金流、可特定化三个方面,基础资产可以是单项财产权利或者财产,也可以是多项财产权利或者财产构成的资产组合。从《资产证券化业务基础资产负面清单指引》(以下简称“《负面清单》”)的规定来看,企业资产证券化基础资产的选择范围事实上得到了扩展,基础资产不断丰富。总体来看,当前主要的基础资产形式本质上都可以归为以下几类:

一是以应收账款、小额贷款为代表的债权资产。根据我国《民法总则》第一百一十八条、《合同法》第七十九条的规定,以财产性债权转让为核心的应收账款、小额贷款等资产的证券化,其法律关系较为简单清晰,交易结构较为稳定成熟,易于标准化,也是境外发达市场较为多见的成熟证券化产品,相对而言法律风险较小。

二是有明确法律或规则,有文件依据的收费权收益权。收费权的收益权类基础资产通常有明确的法律或规范依据,或有政策文件的规定。目前以基础设施收费权和门票收费权两种形式较为常见,例如高速公路收费权等。收益权类资产是目前我国企业资产证券化中最为常见也是最为复杂的基础资产类型。从现实分布来看,收益权资产可以分为约定收益权与法定收益权两类,其中法定收益权类资产的稳定性较高,但种类较少,而约定收益权类资产则种类繁多,可供选择的范围较广,但同时所面临的法律风险也较大。

三是以商业地产等收入为代表的类房地产信托投资基金(REITs)等权益资产。理论上,REITs是以信托为核心的不动产或其上收益的证券化形式,但由于当前我国法律法规的限制,REITs仍面临着较多的发展障碍。主要原因在于REITs所需要的真实销售在我国法律框架下难以真正实现,因而多数实践中的REITs通常是以项目公司的股权转让间接实现基础资产的转让,继而以债权债务关系的现金流替换不动产收益的现金流,具有一定的法律和政策风险。

二、基础资产的规范体系与法律争议

(一)企业资产证券化中基础资产的规范体系

尽管资产证券化产品最终是以债券形式出现

的,但与我国现行证券法所规定的公司债性质完全不同。因此,有关资产证券化的法律规范目前尚不完善,更多依靠监管部门的行政规章。从规则体系上看,当前对资产证券化基础资产的规定,大体上可以分为这样几个方面:一是部门规章。除第49号文之外,2014年证监会还制定了资产证券化产品的备案管理办法和风险控制指引,不仅拓宽了发行人及基础资产的可选范围,还进一步对风险管理和控制提出了新的要求。二是自律组织限制性规定。根据2014年资产证券化业务负面清单规定^③,地方平台的证券化属于负面清单。三是受到国家法律法规限制的资产不得进入证券化的范围。

从实践中看,证券化产品挂牌的交易所往往会通过业务指引的方式,对资产证券化基础资产的实际判断流程做出规定。在涉及某些创新类型的证券化产品时,交易所往往也会通过专家论证的方式,对基础资产的合规性和风险进行考察。应该说,随着资产证券化市场的快速发展和不断扩容,关于资产证券化的行政监管体系已经基本完善,我们可以明显看到监管的变化促进了市场运转效率和市场参与度的提升,包括企业资产证券化中专项计划作为特殊功能公司(SPV)独立于发起人、管理人和投资人的法律地位,备案制和注册制的实施落地等都是监管方面的重要进步。但是不可否认的是,由于法律规范的缺位,仍然存在行政规范无法解决的法律问题^④。从现有的资产证券化规范体系上来看,主要存在以下三个方面的问题:

1. 整体而言我国企业资产证券化规范层级不高,缺乏上位法规范

由于企业资产证券化是以基础资产所产生的现金流作为证券的底层支撑,本质上属于资产支持证券(ABS),与公司债等普通债券有着较大的不同,因而目前在法律规范上处于事实上的缺位状态。实践中构成当前企业资产证券化的规范仍然以证监会的行政规章为主,效力层级较低,是否能为司法机关所采纳存在一定的不确定性。而且部门规章在细节处与包括《信托法》、《证券法》、《担保法》在内的上位法如果发生冲突,将无法形成有效指导和约束。

2. 资产证券化的真实销售和破产隔离难以实现

受当前企业资产证券化规范层级的限制,关于资产证券化产品出表,以及关于真实出售的相关认定并没有制度进行明确规定,因而导致真实销售和破产隔离两大资产证券化核心要素无法得到真正实现。

3. 资产证券化中SPV的法律地位不明确

从境外的经验看,SPV通常是以实体形式存在,一般能够获得独立的法人地位,能够独立接受资产转让,发行证券且独立承担责任,在破产法程序中发行人对SPV仅承担有限责任^⑤。但受我国法律限制,当前尽管证监会49号文中明确专项计划作为SPV具有一定的独立地位,但并不具有完全的法律效力,专项计划属于非实体存在,无法独立承担责任,在多数情况下也非适格的资产受让主体^⑥,因此面临着破产隔离失效的重大法律风险。

(二)收益权资产的适格性争议

收益权类资产作为企业资产证券化的基础资产,其适格性与债权不同,特别是在物权法定的法律原则之下,有无法律的明确规定,对收益权类基础资产的合规性有着较大的影响。而且,尽管诸如应收账款、租金等既有债权证券化模式相对成熟,但对未来债权或未来收益权所形成的证券化,其性质究竟是证券化还是担保融资,则一直以来在学界和实务界都存在争议。虽然《国际贸易应收款转让公约》允许对未来应收款进行证券化操作,但由于未来债权的收益权具有较大的不确定性,且与企业的持续经营能力具有较高的相关性,因此有必要将原始权益人的持续经营风险和破产风险纳入考量范围。由此,当前企业资产证券化中收益权类的基础资产可分为两大类:

一是现行法律法规或司法解释中已经明确确认相关收益权的合法性,或者相关收费权具有明确的政策依据^⑦。例如公路收费权收益权,依照《担保法》司法解释第九十七条属于“依法可以质押的其他权利”,由于质押的前提是质物的可让与,因此,转让这些收益权也符合司法解释所依赖的基本理论。

二是指既非法定收益权又没有明确的收费法律依据,但却具备收益性质的基础资产,例如电影票房收入、公园运营收入,以及实务中常见的各类创新型收益权资产等。这些收益权通常没有也不可能全部获得法律、法规或者司法解释的承认。作为一项权能是否能够独立于主权利转让存在着较大的法律争议,由此在法律上无法实现真正意义上的真实销售与破产隔离。

然而,真实销售和破产隔离又恰恰是资产证券化风险隔离有限追索制度的核心,因此实务中往往通过构建“双SPV”转化的方式,将原本未获承认的收益权转化为合规资产。通常是通过加设特殊目的信托(SPT)的方式将底层收益特定化为“信托受益

权”,进而构建了“双SPV”解决“底层资产-资产收益权”的问题,以满足资产证券化中对基础资产的合规要求^⑤。

(三)收益权类资产的司法争议

目前对于收益权的法律属性认定,司法界通说为债权之一种,但具体理由则有不同的认识,如界定为无名合同债权、收益权权能债权等等。可以说,司法实践中通常并不认为收益权是物权或者物权的收益权能,而是纳入债权的大范畴内,但具体的认识则不一致。例如2013年“河北衡水银行‘萝卜章’案”中法院就认为双方所签订的《定向资产管理合同》项下的收益权并非法律意义上的担保合同,而属于合同法上的无名合同;而对于“南昌农村商业银行股份有限公司与内蒙古银行股份有限公司合同纠纷案”,法院则提出,特定资产收益权的核心在于“收益”,通常不具有人身色彩,而具有比较明显的财产权利属性,依法可以作为交易客体。但收益权作为一种债权属性,在转让行为之性质与资产转让上存在根本差异,所以特定资产收益权应定性为债权性质,其处置应当参考债权转让的相关原理。

本质上看,无论司法机关将收益权资产界定为无名合同债权,还是界定为收益权权能债权,并不影响实质发生债权转让的效果,对这部分资产证券化的法律风险影响并不大。但另一些法院倾向于根据案件具体情况将部分收益权转让行为界定为民间借贷,这样就对证券化的有限追索产生较大影响。例如在“天风汇盈壹号(武汉)创业投资中心与湖北大明水产科技有限公司、曾程借款合同纠纷案”中,法院即认为天风汇盈中心未提交证据证明其受让的收益权有效并存在,大明公司与天风汇盈中心均未约定也未履行对债务人的通知义务,仅对回购溢价率及逾期未回购的违约金作出了明确约定,故天风汇盈中心与大明公司是以收益权转让为名行借贷之实,双方当事人的真实意思表示为借贷,双方成立民间借贷关系。

2015年11月,最高人民法院发布了第11批指导性案例(法[2015]320号),间接认同了福建海峡银行股份有限公司福州五一支行诉长乐亚新污水处理有限公司、福州市政工程有限公司金融借款合同纠纷所确认的收益权为将来债权的观点。本案中法院认为,污水处理项目收益权尽管属于将来债权,但仍然是可以确定的财产权,所以应当纳入“应收账款”的范围,应当允许出质。而这一案例随后也引发

了诸多讨论,法院在权利质权方面确实作出了有益的探索,但仍受限于法律规定,难以对收益权的属性做出明确界定。

可见,在以收益权作为基础资产方面,我国司法界尚未形成足够统一的意见,部分创新的企业资产证券化产品面临不确定的法律风险。这一法律风险在涉及双层或多层SPV架构的产品时将更为严峻;一般来说,双SPV的基础资产是信托受益权,信托资金的运用基本上是信托贷款,底层资产为资产收益权通常以质押以及监管现金流来完成特定化,透过这些信托受益权ABS产品法律文件,无法预测法院是否能够以证券化的整体来对其性质做出判断,亦无法预判该类证券化产品在面临讼争时可能承担的法律风险。也就是说,部分收益权作为基础资产在转让中不能像债权转让那样实现真正的风险隔离,只能实现风险的转移。

三、基础资产的风险隐患

(一)优质资产稀缺导致基础资产风险隐患出现

自2015年始,“资产荒”开始成为证券化市场普遍而突出的挑战。在市场调研的情况下,基础资产的广泛紧缺已经成为多数中介机构的共识。但是,与此相对的却是2015年以来全市场资产证券化产品数量和金额的大幅快速增加,仅2016年一年发行的企业资产证券化产品数量就超过自2005-2015年十年产品数量的总和,而且如前所述,资产证券化产品的风险事件也开始不断出现。事实表明,企业资产证券化市场的“资产荒”并不是没有可投资的资产,而是“优质资产荒”,即在资产端缺乏相对高收益、低风险的优质基础资产。

因此,当前的“资产荒”本质上更多是一种结构性错配,“资产荒”是一个伪命题。因为在我国刚性兑付的环境下,一方面,投资者对产品的收益率相当敏感,反而对投资产品的风险并不敏感,低收益率的证券化产品无法吸引投资者的注意;另一方面,证券化的原始权益人则更关注资金成本。拥有优质资产的企业能够通过银行贷款、发行债券等途径轻易获得低成本的资金,而亟需通过证券化融资的企业则缺乏优质资产。相对地,金融机构难以持续匹配合适的低风险优质资产,进一步对企业资产证券化产品收益率和资产质量造成负面影响。

这一资产匹配矛盾的表面形式,就是每年资产证券化产品的发行量都在增加,但产品要么收益率

不断降低,要么实际风险在不断升高^[8]。适格优质资产的稀缺可能造成证券化产品普遍风险上升。尽管在近两年我们可以看到企业资产类型创新非常丰富,如保理债权、电影票款、住房公积金贷款、在建保障房、互联网应收账款、购房尾款、学费和住宿费、酒店私募 REITs、保单质押贷款、票据收益权等,但多种多样非同寻常的资产形式,也反映出市场上传统的优质资产储备捉襟见肘,所带来的必然结果就是资产质量的普遍性下降,这一点从最近的违约和风险事件也可以看出端倪。随着以供给侧结构性改革不断深化,可以预见“资产荒”在未来几年将成为常态,优质资产稀缺与市场快速膨胀的矛盾短时难以调和,如何在这样的环境中寻求合适的基础资产,则是全市场所面临的挑战。

(二)基础资产风险分散度仍显不足

尽管和以消费者端债权(如 MBS)为主的境外资产证券化市场结构不同,我国企业资产证券化有其特殊性,往往是以资产支持证券的形式出现,但底层资产的风险问题却同样甚至更为重要。因为欧美多数证券化产品的底层资产包的债务人往往成百上千,风险分散程度较高,现金流也较为稳定。而国内资产证券化产品所涉债务人与境外相比仍然较少,风险分散程度较低^⑥。

以“渤海租赁资产支持证券专项计划”为例,考察基础资产池我们可以发现,其基础资产集中度过高,承租人均处于钢铁行业,租赁物多为生产用设备;此外,承租人、原始权益人、担保人之间存在较大的利益相关性,该计划的担保人由渤海钢铁集团担任,而其持有渤海租赁 75% 的股权,是渤海租赁的实际控制人,入池资产的承租人亦均为渤海钢铁集团内部钢铁制造企业,风险分散程度较低。2016 年发生违约的大成西黄河大桥通行费项目存在同样的问题,其基础资产——未来 6 年的大成西黄河大桥通行费收入,主要依赖于当地煤炭行业及所属区域经济发展,主要客户群体单一,基础资产的质量直接与煤炭行业的整体景气度和大成西煤场的运营情况挂钩,经营风险和集中度风险都较高。

银行间市场信贷资产证券化的这一问题同样严重。2015 年,国开行发行企业贷款 CLO 资产证券化产品“开元 2015-8”,其 50 亿的基础资产仅由 3 笔贷款组成,而借款人数量为 1(首都钢铁),如果唯一借款人违约,则整个资产证券化产品即违约,这样,资产支持证券的风险分散功能没有发挥任何作用。

事实上,通过分散资产、降低资产池基础资产相关性,可以缓解很多资产问题。例如用一年还款一次的底层资产难以直接支持月付的 ABS,但将大量付息月份不同的资产做成池,这个资产池就每月都有现金流,可以支持月付 ABS;单个资产的现金流具有二值性,但多个相关性低的资产,总的现金流就会变得连续,更适合优先劣后^[9]。

(三)政府与社会资本合作项目的资产基础资产风险隐患

自 2015 年《基础设施和公用事业特许经营管理办法》发布以来,政府与社会资本合作模式(即 Public-Private Partnership,简称 PPP)迅速升温,成为政府和市场关注的热点。通过财政部和发改委等国务院有关部门的努力推动,PPP 示范项目迅速发展:截至 2016 年 12 月末,财政部 PPP 入库项目就达 11260 个,投资额 13.5 万亿元,其中国家级示范项目 743 个,投资额 1.86 万亿元^[10];而发改委 PPP 项目库亦发展迅速,截至 2017 年 2 月,入库项目 15966 个,总投资额 15.9 万亿元。

从目前交易所获准挂牌的 PPP 项目资产证券化来看,上交所的“华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划”和“首创股份污水处理 PPP 项目收费收益权资产支持专项计划”、深交所的“广晟东江环保虎门绿源 PPP 项目资产支持专项计划”,虽为 PPP 项目,但在基础资产的类型、交易结构等方面与一般资产证券化项目的差异并不显著,收费收益权类作为传统证券化基础资产类型的一种,即使不通过 PPP 项目的特殊通道,仍然可以在交易所挂牌。而此前私募产品报价与服务系统发行的“太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划”作为 PPP 项目资产证券化的首单,更是备受市场质疑。一方面,从基础资产上看,该项目基础资产为基础设施建设收费,但甘泉堡工业园区污水处理 PPP 项目建成运营未满 2 年,这一产品仅仅为一单普通的资产证券化产品;另一方面,从增信措施来看,一般而言,基建 ABS 项目会通过合理的结构化设计、超额现金流的覆盖等措施来实现内部增信,通过差额支付承诺、外部担保等实现外部增信。而该项目由两大股东提供无条件、不可撤销的连带担保责任,在保证产品信用的同时,也使得基础资产的质量及其隐含的风险令人注意。

当然,PPP 项目资产证券化的模式还在初期探

索阶段,中介机构选择已经成熟的基础资产进行证券化无可厚非。在PPP资产证券化发展初期,有以下问题值得关注:

一是PPP项目证券化融资的冲动会导致对现金流的要求降低。根据发改委的规定,PPP项目资产证券化项目须“已建成并正常运营2年以上”。表面上看该条件限定的是运营年限,但本质上这一规定仍然是对PPP项目基础资产产生现金流的稳定性提出的要求。考虑到地方政府扩张资产负债表的冲动,对PPP项目的现金流要求可能会不断降低。

二是PPP项目证券化政府运作可能会使社会资本承受的风险增大。由于PPP项目受政策影响较大,社会资本与政府相比实质上处于弱势地位,其承受的风险可能在项目运行过程中不断增加,并且市场实践中出现的PPP项目作假问题亦值得特别关注。根据国办发[2015]42号文件的规定,符合相应条件的地方融资平台公司可以作为社会资本参与当地PPP项目,事实上,这一方面打破了政府和社会资本合作风险共担的本意(本质上仍然是政府和政府“左右互搏”);另一方面,地方政府也可能借PPP模式骗取贷款,建好项目后通过回购让社会资本出局,转给当地融资平台公司运营,给社会资本带来巨大风险。

三是PPP项目证券化的模式仍有待进一步改进。从现实情况来看,PPP项目根据经营类项目、准经营类项目、非经营性项目的不同,其现金流来源有较大区别。实际操作中,目前经营类项目和传统的收益权类项目操作相似程度高,基本可以套用现有的资产打包、结构设计模式,但准经营类项目和非经营性项目由于现金流归集涉及到政府付费和政府补助,其账务处理和税务处理相比使用者付费更为复杂,现金流稳定性也极大地依赖于政府回款的稳定性。而准经营类项目和非经营性项目一般具有一定的公益性质,对于融资成本的要求较为苛刻。证券化的成本由于多种原因往往难以降低,多数情况是证券化成本大于PPP项目的收益或大于其他来源筹集资金的成本,因此,PPP证券化的成本优势并不明显,事实上难以大规模推广。

四、防范基础资产法律风险的路径选择

总体而言,我国资产证券化仍处于起步阶段,既要着眼长远,从便利资产证券化这一金融创新健康

发展的角度优化基础资产范围和结构,鼓励基础资产的多样化和创新设计;也要未雨绸缪,以近期的风险事件为警,加强风险识别,避免盲目证券化和过度证券化,防止因基础资产“泛证券化”而背离实体经济、引发市场风险^[1]。

(一)以立法定规为核心,推动完善我国资产证券化法律体系

从境外实践看,多数选择从立法层面确立资产证券化产品的证券属性,资产证券化产品的发行、销售、回购以及投资者保护均受到证券法律的规范。以立法形式将资产证券化纳入证券范围主要有以下两个方面的优势:一方面,法律的效力层级较高,有助于对资产证券化所适用的法律关系做出清晰界定,避免出现法律适用不明的情况;另一方面,法律在对资产证券化适用规范作出原则性规定的同时,还可对证券监管部门做出灵活授权,使相关部门制定实施细则于法有据,有利于资本市场形成稳定的监管预期。

因此,在法律制度和监管规则上,建议我国证券监督管理部门积极推动《证券法》和《信托法》的修改工作,针对基础资产所涉及的基础法律制度进行修订完善,推动以信托关系重建现有的资产证券化法律体系;针对基础资产设立标准,对未来债权的属性作出明确界定;对有限追索和救济做出全面的法律规定,进一步提高现有资产证券化法律制度的层级,有效防范法律诉讼风险。

(二)以加强监管为原则,充分发挥监管部门风险防控作用

在2017年全国金融工作会议上,习近平总书记对金融监管提出了更高要求,并设立国家金融稳定委员会,全面防控系统性风险的出现。中国证监会主席也反复强调,“证监会首要任务是监管,第二,第三任务也是监管”。可以预见,加强监管将是未来资产证券化市场管理的重要趋势。

在证券监管部门方面,建议进一步梳理完善现有资产证券化规章,从防控系统性风险的宏观角度保障金融安全,在法律修订的基础上,修改完善资产证券化管理办法,制定完善相应的实施细则;同时建议证券监管部门会同其他金融监管部门,健全对资产证券化产品和基础资产风险监测预警及早期干预机制,加强统筹监管和互联互通,摸清资产证券化风险底数,并保持跟踪关注。

在交易所挂牌审核方面,建议进一步加强对基础资产现金流的稳定性和基础资产分散性的关注,同时要求中介机构对基础资产所能产生的现金流进行分析,并考察基础资产风险是否足够分散,包括地域、关联关系等诸方面的内容。此外,还应对目前专项资产管理计划模式下的资金划付安排给予关注,对资金划付方式、流向等加强监管。

(三)以基础资产风险管理为重点,提高管理机构风险内控水平

从企业资产证券化项目的发行角度,应探索构建以证券公司等一线金融机构为核心的风险管理制度,强化金融机构的合规和内控规范要求,保障对资产证券化基础资产尽职调查完备可追溯,进一步提高企业资产证券化项目质量。同时建议对资产证券化产品进行分类风险管控,以防范和进一步掌控风险。从企业资产证券化项目风险控制的角度,金融机构应当审慎把控基础资产风险,加强对基础资产、交易主体和原始权益人的筛选和控制,并加强对现金流的系统化分析。此外,在内外增信机制方面也应进一步加强,完善现有证券分级、差额支付以及超额担保等增信机制,全面防控基础资产的潜在风险。

从金融行业自律管理角度,中国结算、中证监測、证券业协会、基金业协会,以及中证信息等行业自律组织,应积极推动信息共享,及时跟踪企业资产证券化以及各类衍生产品的国内外发展动态和监管实践,为后续监管提供支持。

(四)以信息披露制度为抓手,推动完善资产证券化投资者保护制度

鉴于资产证券化产品通常结构复杂,基础资产往往难以为投资者所熟知,提高信息披露水平和基础资产的透明度就显得尤为重要。建议监管部门针对资产证券化的风险隐患,加强相应的信息披露规则或详细指引,以信息披露制度为抓手,全方位建设完善的资产证券化投资者保护制度体系^[12]。

2017年博鳌亚洲论坛的与会各国代表提出,应当加强资产证券化的信息透明度和信息披露机制。对原始权益人、发行人、专项资产管理计划等义务主体,建议进一步完善信息披露载体,提高基础资产的透明度。在涉及到创新证券化产品时,应当对基础资产的情况做进一步的信息披露要求,并加强对底层资产的穿透。本质上,当前“双SPV”结构的资产证券化产品构成对现有法律法规的规避,但从促进市场

创新的角度出发,应当在关注该类基础资产风险的同时,加强信息披露制度,从而有助于保护投资者利益。

注:

- ① 如商业地产按揭贷款资产支持证券(例如汇富富华金宝大厦资产支持专项计划)、物业费资产证券化项目(例如博时资本-世茂天成物业资产支持专项计划)、类REITs项目(例如中信启航专项资产管理计划)、政府与社会资本合作(PPP)项目资产证券化(例如中信首创污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划)。
- ② “大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划”于2014年5月29日成立,优先级证券共5亿元人民币,分为6档,分别为14益优01~06,均获得AA+的信用评级。本次兑付违约的是“14益优02”。次级证券为0.3亿,全部由原始权益人自持。该计划的原始权益人为鄂尔多斯市益通路桥有限公司,计划管理人为中原证券股份有限公司,基础资产为原始权益人根据政府文件及相关协议安排,因建设和维护大成西黄河大桥所获得的自专项计划成立起未来6年内特定期的大桥通行费收入收益权(大成西黄河大桥指的是内蒙古自治区包头市土默特右旗大成西黄河公路大桥)。
- ③ 根据规定,以地方政府为直接债务人或间接债务人的基础资产、以地方政府融资平台为债务人的基础资产、以矿产资源开采收益权、土地出让收益权等产生现金流的能力具有较大不确定性的基础资产、以因空置等原因不能产生稳定现金流的不动产租金债权及待开发或在建占比超过10%的基础设施、商业物业、居民住宅等不动产或相关不动产收益权的基础资产等不能作为基础资产进行证券化。
- ④ 值得注意的是,实务中部分收益权资产虽然没有法律的确界定,但所依据的收费权有着充分的法律支撑,如供水、供热、公交、电力、污水处理等城市基础设施项目,这些项目的收益一般是基于行政审批具有行政许可的性质,具有垄断、排他的特点,因此也属于“基础资产涉及的收费具有明确的法律依据”。
- ⑤ 例如星美国国际影院信托受益权资产支持专项计划,其基础资产为由华宝信托所设立的华宝星美国国际影院集合资金信托计划的信托受益权,主要用于向星美13家院线及分公司发放信托贷款,还款来源为23家借款人因进行电影放映经营而对购票人所取得的票房收入。由此,通过信托、私募基金等将原来不能转让的基础资产权益转化为信托受益权或私募基金份额,将分离出来的该类可转让权益作为基础资产进行证券化。
- ⑥ 2015年天津银行-中融信托发行的“天元2015年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”项目的基础资产仅包含来自22名借款人的贷款,其中来自山水水泥的贷款占据了资金池的12%。2015年11月,山水水泥陷入控制

权争夺超短融违约之后,该证券化产品也先后遭中债资信和中诚信国际两家境内评级公司列入观察名单。

参考文献:

- [1] 中央国债登记结算有限责任公司. 2016 年资产证券化发展报告 [ED/OL]. www.chinabond.com.cn/Info/146095561. 2017-01-15.
- [2] SEC. Asset Backed Securities [ED/OL]. <https://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/assetbackedsecurities.shtml>. 2014-10-23.
- [3] 张凤茂. 我国企业资产证券化浅析 [J]. 中国证券期货, 2013,(08):9.
- [4] 周蓉. 企业资产证券化的实践思考[J]. 当代经济,2012,(16):146-147.
- [5] 陈朝琳,叶丰滢,黄静如. 企业资产证券化相关问题探讨[J]. 财会通讯, 2016,(08):77-79.
- [6] 张红旭. 我国企业资产证券化制度的风险研究[J]. 中国商贸, 2014,(21):88-89.
- [7] 郭欣. 企业资产证券化相关问题探究——证券化资产如何与发起企业资产实现脱离 [J]. 现代经济信息,2016,(09):298.
- [8] 张原, 苏荣. 小微企业资产证券化融资模式探讨——以阿里小贷为例[J]. 财政监督,2016,(15):88-91.
- [9] 杨春琦. 论我国企业资产证券化的风险分析与防范[J]. 时代金融, 2012,(33):211.
- [10] 财政部政府和社会资本合作中心. 全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报 [ED/OL]. <http://www.cpppc.org/zh/pppb/4678.jhtml>. 2017-04-25.
- [11] 陈训梅. 企业资产证券化融资存在的风险与对策研究[J]. 财会学习, 2017,(13):237.
- [12] 王颖. 关于监管企业资产证券化的信息披露的思考[J]. 企业研究, 2013,(16):125.

【责任编辑:林莎】

Risk and Regulation of Underlying Assets in Asset Securitization in Chinese Enterprises

WU Yan-ni

(Shenzhen Academy of Social Sciences, Shenzhen, Guangdong, 518028)

Abstract: The underlying asset is the core of the asset securitization project, and the risk of the underlying asset directly determines the risk of the asset securitization product. In recent years, with the rapid growth of the scale of asset securitization in our country, the risk hidden dangers are becoming more and more obvious. There are some problems in the risk events, such as the imperfect legal system of basic asset risk control and the scarcity of high quality assets, Fundamental asset risk dispersion is not enough wind problems. Therefore, from the perspective of perfecting the asset securitization system and preventing the risk of basic assets, we should take the legislative regulation as the core, and actively promote and perfect the legal system of asset securitization in China. At the same time to further strengthen supervision, in the securitization audit to strengthen the risk of decentralization and underlying assets of concern, in particular, should pay attention to cash flow stability and multi-tier structure of the legal risk; in financial institutions and market intermediaries, Basic asset risk as the focus of the internal control mechanism; and the establishment of information disclosure system as the core of the investor protection system.

Key words: asset securitization; asset-backed securities; underlying assets; legal risks; financial regulation