

双层 SPV 资产证券化的法律逻辑与风险规制^{*}

洪艳蓉^{**}

内容摘要:独具中国特色的双层 SPV 资产证券化,通过构造信托受益权作为合规基础资产帮助企业融资,是金融中介推动下形成的,复合商业理性与法律动因的金融创新。该模式的实质是回归企业主体信用的担保融资,但其可能存在被滥用于帮助企业加杠杆融资及监管套利,危及金融安全的风险,以及因信息披露和责任约束不到位,难以有效保护投资者的风险。有必要在肯定双层 SPV 资产证券化商业价值的基础上将其纳入企业资产证券化框架监管,予以贯彻必要原则和穿透原则,提升信息披露透明度并建立有效的约束规则,回应这一复杂法律构造的风险传导机制,助力其健康发展。

关键词:双层 SPV 资产证券化 商业理性 必要原则 穿透原则 风险规制

DOI:10.13415/j.cnki.fxpl.2019.02.009

引言:双层 SPV 资产证券化的勃兴与问题

作为资产信用融资工具,资产证券化在经历 2008 年金融危机洗礼后,其有效促进直接融资和市场深化的功能得到了进一步肯定。^①2012 年我国重启证券化,市场在备案制等利好政策支持下获得蓬勃发展,2014 年至 2017 年企业资产证券化^②累计发行 1171 单,发行规模 15947.65 亿元人民币,^③位居亚洲市场之首。但随着发行单数和规模上升,这一市场开始出现产品违约和金融中介违规操作^④乱象,引发极大关注。

双层 SPV(Special Purpose Vehicle,特殊目的载体)资产证券化始见于 2014 年发行的海印股份信托受益权专项资产管理计划,它创设信托受益权作为基础资产,帮助企业开辟融资新渠道,为市场提供高信用评级产品,金融中介由此增加收入并增强行业地位,可谓多方共赢,这一操作因此成为市场青睐的证券化模式。据统计,2014 年至 2017 年双层 SPV 资产证券化共发行 130 单,累计规模 2973.68 亿元,占企业资产证券化发行总量的 18.6%,信托受益权成为位居前列的证券化基础资产类型。

相比常规的单层 SPV 资产证券化,双层 SPV 资产证券化不仅仅是多叠加一层 SPV 的交易架构,而是金融中介推动下形成的独具中国特色的金融创新,其背后有着复杂的商业理性和法律动因,操作上因双层 SPV 的嵌入带来证券化风险形成和传导的重大差异。当前“稳步推进资产证券化发展”^⑤已成为一项重要的

* 本文是教育部人文社会科学研究规划基金项目“民办教育资产证券化的法律构造与风险管理”(项目编号:17YJA820007)的阶段性研究成果。

** 北京大学法学院副教授。

① See Faten Sabry & Chudozie Okongwu, Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets, American Securitization Forum, June 19, 2009.

② 目前我国存在中国人民银行、证监会、银保监会等多头监管部门推动的资产证券化类型与市场,双层 SPV 结构主要发生于证监会主管的企业资产证券化市场,文章的讨论背景因此限于这一范畴。

③ 如无特别说明,文中数据主要来源于中国资产证券化网(www.cn-abs.com)。

④ 例如,2016 年 5 月,“大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划”因通行的运煤车辆大幅减少导致大桥收费款锐减,无法如期兑付“14 益优 02”证券的收益,成为首例违约事件;2017 年 7 月,恒泰证券因在管理“宝信租赁二期资产支持专项计划”等产品时违规转出基础资产现金流供原始权益人使用而遭到中国证券投资基金业协会的纪律处分。

⑤ 参见 2016 年 2 月 14 日中国人民银行、财政部、证监会等八部委联合发布的《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》(以下简称《八部委联合意见》)之(七)。

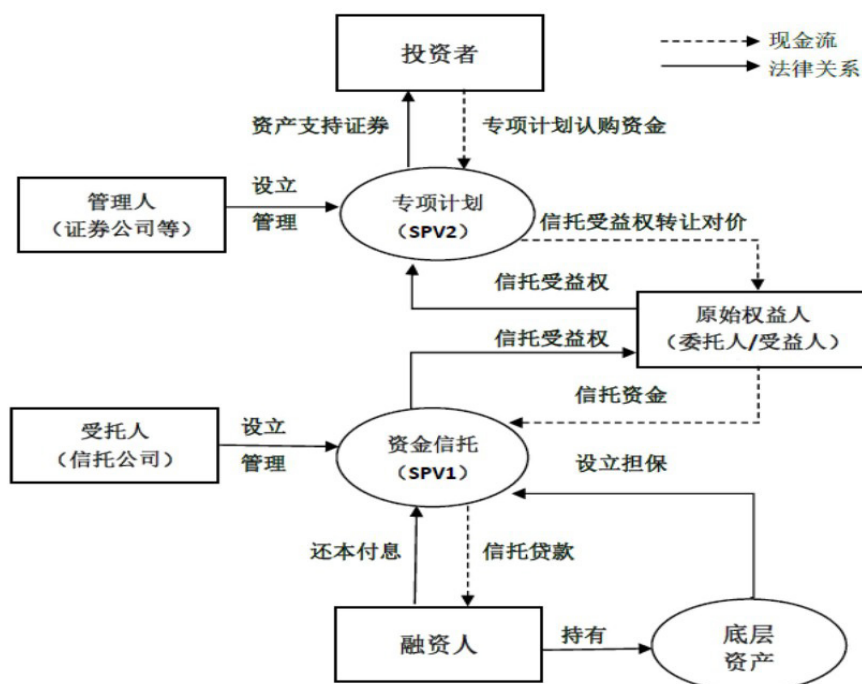
公共政策,有必要探讨这一占比日益高企的新型证券化操作模式,是否还固守“资产信用”的证券化融资,应否纳入企业资产证券化框架监管,以及一旦纳入,源于单层 SPV 的法律框架能否甄别双层 SPV 融资结构的风险,应如何改进以更有效地保护投资者等重大问题,以充分认识双层 SPV 资产证券化的属性和风险并建立有效的风险治理机制,助力我国资产证券化市场的健康发展。

一、双层 SPV 资产证券化的法律结构与商业运用

(一) 双层 SPV 资产证券化的界定及其法律结构

资产证券化以 SPV 承接基础资产,隔离资产原始权益人的破产风险威胁,并用资产所生现金流偿付发行的资产支持证券(以下简称 ABS)本息。^⑥ SPV 是证券化中实现基础资产风险隔离和证券自我清偿,体现资产信用融资这一本质属性的核心载体。根据 2014 年的《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《管理规定》),企业资产证券化采用投资端发起的证券化模式,由证券公司、基金公司子公司(以下统称证券公司)充当管理人,设立资产支持专项计划(以下简称专项计划)作为 SPV,向合格投资者发行 ABS 募集资金,用于购买原始权益人持有的基础资产纳入专项计划,之后进行管理并以所生的现金流偿付 ABS 本息,完成整个证券化过程(以下简称单层 SPV 模式)。

图 1: 双层 SPV 资产证券化的法律结构与资金流向



双层 SPV 模式也遵循上述操作流程,但专项计划买入的不是单层 SPV 模式下常见的应收账款、融资租赁等债权类基础资产,而是信托受益权。按其标准操作,第三方(委托人/信托受益人)先通过信托公司设立自益资金信托(SPV1),信托公司再用信托资金向融资人发放信托贷款;为保障贷款债务的清偿,通常要求融资人将其所有的底层资产(经营产生的应收账款或持有的不动产等)作为担保品抵质押给信托。^⑦ 之后,管理人运用设立专项计划(SPV2)募集的资金购买该第三方(被视为资产证券化中的原始权益人)持有的信托受益权,成为新信托受益人,形成“专项计划+信托”的双层 SPV 融资结构,ABS 本息偿付来自信托财产的分配,即融资人对贷款债权的还本付息。其简化的法律结构和资金流转关系,如上图所示。

^⑥ See Stevent L. Schwaicz, Bruce A. Markell & Lissa Lamkin Broome, *Securitization, Structured Finance and Capital Markets*, Lexis Publishing Companies 2004, pp.6—8.

^⑦ 在我国,因信托不具有法律主体资格,担保品通常登记在受托人信托公司名下。

(二) 双层 SPV 资产证券化商业运用的主要类型

1. 按 SPV1(信托)属性不同分为资金信托型和财产权信托型

除上述自益资金信托外,委托人也可设立自益财产权信托,之后将信托受益权转让给专项计划,取得融资资金。这种情况下,委托人应拥有依法可设立信托的财产权利,财产权利附随的担保品和作为增信措施的担保品(如有)可办理(变更)登记至信托名下,专项计划享有的信托利益不来自融资人,而是该财产权利债务人的履约行为。例如 2015 年的中信·茂庸投资租金债权信托受益权资产支持专项计划,^⑧就是委托人北京茂庸投资公司将持有的北京商用物业租金债权(根据签订的《房屋租赁合同》而享有)设为财产权信托,当专项计划受让茂庸投资的信托受益权后,收益将来自物业租户交纳的租金。该模式可省去资金信托模式下借用过桥资金的成本且结构更合理,担保品也能登记于信托名下,一举多得。但实践中许多权益类型不符合设立财产权信托的要求,例如与企业未来经营密不可分的公共事业收费权、收益权、将来债权等,因而更多地选用资金信托模式。如无特别说明,下文主要以资金信托为例进行分析。

2. 按信托受益权生成时间不同分为存量模式和增量模式

存量模式是指信托受益权在专项计划设立时已存续,这通常是商业银行、信托公司或其他资产管理机构日常经营中通过设立信托开展业务形成的,其资金投向多为发放信托贷款或受让他方的应收账款债权,专项计划作为信托受益人的信托收益来自借款人的还本付息或应收账款债务人的履约行为。银行等原信托受益人通过向专项计划转让信托受益权,完成权益流转并获得相应资金,这种模式因而成为银行等资金方实现非标转标,^⑨有效退出的通道。^⑩例如 2015 年的嘉实建信信托受益权资产支持专项计划,就是建信信托将自持的多款存量信托受益权打包之后转让给专项计划;之后的国君资管恒信系列产品,则是国泰君安资产管理公司发起设立专项计划,专用于收购恒丰银行持有的存量信托受益权。

增量模式是指专项计划成立时未有现成的信托受益权,而是引入第三方过桥资金设立自益资金信托,构造新信托受益权作为合规基础资产,继而发放信托贷款帮助企业融通资金,第三方向专项计划转让信托受益权回收过桥资金,获取报酬并退出信托关系。过桥资金既可以是银行等金融机构的自营资金,也可以是其通过资管计划募集或受托管理的资金,还可以是融资人关联方(例如母公司)提供的资金等。实践中,已有企业利用其持有的权益类资产(如门票/机票收入、学费收入、未来公共事业服务收入、租金收入和物业服务收入等)进行融资,例如 2015 年的星美国际影院信托受益权资产支持专项计划、畅行资产支持专项计划,2016 年的中金一宜人精英贷信托受益权资产支持专项计划、扬州迎宾馆信托受益权资产支持专项计划,2017 年的二十一世纪国际学校学费信托受益权资产支持专项计划、天风证券一云信农分期一号资产支持专项计划等。这种模式可满足拥有一定底层资产和经营收入,但无法符合《管理规定》中基础资产等要求的企业的融资需求并可克服有关法律障碍,因而备受欢迎。后文将在第二部分详述,此处不赘。

3. 按金融机构作用不同分为信托公司主导型和信托公司通道型

资产证券化具有参与主体多元化和信用链条长的结构特点,双层 SPV 更是如此,需要统筹能力强的金融机构充当交易安排人,除提供项目来源外,还可主导项目可行性论证,设计交易结构、协调中介们开展工作、与监管部门沟通、安排 ABS 推广发行等全流程服务,^⑪在保障项目成功发行的同时获取丰厚收益并掌控主导权,体现主动资产管理优势。如信托公司只在 SPV1 层面充当受托人和创设信托受益权,既未提供项目

^⑧ 如无特别说明,本文有关项目资料内容主要来自网络公开资料。

^⑨ 指将非标准化债权资产转换成标准化债权资产。2013 年银监会发布的《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》第 1 条规定,非标准化债权资产指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产,包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受(收)益权、带回购条款的股权性融资等;2018 年中国人民银行等机构联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)第 11 条第一款规定,标准化债权类资产应同时符合以下条件:1. 等分化,可交易。2. 信息披露充分。3. 集中登记、独立存管。4. 公允定价、流动性机制完善。5. 在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产。

^⑩ 参见胡喆、陈府申主编:《图解资产证券化:法律实务操作要点与难点》,法律出版社 2017 年版,第 240 页。

^⑪ 任黄燕:《中小型信托公司参与信托受益权类资产证券化项目分析》,“用益研究”公众号,2016 年 5 月 3 日。

来源,也未提供过桥资金或主导项目其他事项,而由证券公司募集资金,再找信托公司搭建双层 SPV 并安排整个证券化流程,或由持有信托受益权(或资金)的银行推动项目,沟通证券公司设立专项计划募集资金和委托信托公司设立信托满足双层 SPV 的设计要求,完成融资过程,信托公司在整个过程中只被动执行安排并收取少量费用的,就属于信托公司通道型的操作。相反,如信托公司利用掌握的客户资源和资金创设或统合信托受益权,并沟通证券公司发行专项计划募集资金完成证券化过程,信托公司不仅充当受托人还更多地进行主动管理,发挥证券化整体服务商的作用,获取比提供信托服务更多收益的,则属于信托公司主导型的操作。

实践中信托公司通道型的操作,例如国泰君安资产管理公司发行的国君资管恒信系列产品,就是证券公司主导,利用双层 SPV 结构帮助恒丰银行盘活持有的信托受益权;2017 年的兴证资管—九江银行信托受益权资产支持专项计划也是兴业证券资产管理公司主导,利用双层 SPV 结构帮助九江银行盘活信托受益权的操作,这些案例中信托公司都只起到通道作用。而上述的嘉实建信信托受益权资产支持专项计划,由建信信托充当 SPV1 的受托人并作为交易安排人主导项目的全流程服务,^⑫则是典型的信托公司主导型操作;华能贵诚信托公司 2016 年后推出的智诚系列产品也属于这一类。

二、双层 SPV 资产证券化的商业理性与法律动因

双层 SPV 资产证券化的出现并非空穴来风,而是在我国一定法商环境下由金融中介积极推动形成的金融创新,其背后隐含的商业理性和法律动因,是这一模式得以风生水起并持续不衰的主因。

(一)金融中介推动的金融创新,契合了大资管时代金融中介做大做强的竞争需求

2012 年以来,随着宏观层面简政放权、鼓励金融创新和利率市场化改革的推进,我国开始进入大资产管理时代,各类金融机构在迎来更宽松业务环境的同时也陷入日益激烈的竞争,以及需要更好地遵守监管部门提出的防控金融风险、发挥主动管理职能和服务于实体经济的要求。^⑬在这种既宽松又严格的背景下,双层 SPV 模式因具有如下功能而成为金融中介竞相推进的资产证券化。

首先,帮助盘活信托受益权流动性,实现非标转标的跨市场操作,有效降低金融机构开展银信类业务的成本和风险,开辟业务新模式。2010 年我国银行信贷收紧之后,银信合作成为银行表外放贷的主要途径和利润来源。据统计,截至 2017 年,贷款类的资金信托规模高达 8.38 万亿元,^⑭其最终产品信托受益权属于非标,无法像证券那样在银行间债券市场或证券交易场所流通,掣肘业务发展。随着银保监会近年来逐步加大整顿非标和通道业务,特别是 2013 年《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》和 2017 年《关于规范银信类业务的通知》^⑮的颁布,金融机构普遍面临盘活信托受益权的强烈需求。双层 SPV 模式以信托受益权作为基础资产,将之转化成标准的 ABS 在证券交易场所流通,帮助银行等金融机构解决了燃眉之急且释放了风险资本金,更为之开辟了引入资本市场资金发放贷款的业务新模式。

其次,帮助金融中介从通道服务走向主动管理,成为资产证券化全面服务商和大资管时代赢家。长期以来信托公司因作为银信合作的通道,未能实质发挥“受人之托,代人理财”的管理责任而饱受诟病,培养主动管理能力和更全面的客户服务功能成为在竞争激烈的大资管时代制胜的关键。尽管信托公司在双层 SPV 模式下仍有可能只是通道,但那些掌握资源和具有行业管理专长的信托公司却可通过存量或增量模式组织、创设信托受益权主导证券化过程,连接各方服务满足投融资双方的需求,并从跨市场资源整合、业务套利及

^⑫ 《建新以慎信而有征——建信信托主导国内首单信托受益权集合 ABS 成功发行》,2015 年 11 月 27 日,资料来源: <http://www.ccbtrust.com.cn/templates/second/index.aspx?nodeid=65&page=ContentPage&contentid=5843>,2018 年 2 月 27 日最后访问。

^⑬ 参见季奎明:《论金融理财产品法律规范的统一适用》,载《环球法律评论》2016 年第 6 期。

^⑭ 数据来源:中国信托业协会 <http://www.xtxh.net/xtxh/statistics/44151.htm>,2018 年 5 月 8 日最后访问。

^⑮ 根据该通知第 2、3 条,“商业银行在银信类业务中,应按照实质重于形式原则,将商业银行实际承担信用风险的业务纳入统一授信管理并落实授信集中度监管要求”、“商业银行对于银信通道业务,应还原其业务实质进行风险管控,不得利用信托通道掩盖风险实质,规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定,不得通过信托通道将表内资产虚假出表”。

掌控金融市场话语权中获取最大收益。这一角色也可为证券公司或银行取代,项目应由信托公司或其他金融机构主导并无一边倒趋势,很大程度上取决于机构自身资源和比较优势。^⑩

最后,帮助金融中介拓展除金融服务收费之外的多元化收益,提升公司品牌并放大业务经济效益。在证券化业务中,金融中介除了提供充当受托人/管理人的服务并代为发行ABS收取一般融资服务费外,还可通过提供过桥资金、增信或流动性等服务而收取该等费用,以及通过投资次级ABS分享证券化清算的剩余价值,那些具有主导能力的金融中介还能组织安排整个证券化交易,从中享受作为交易安排人或财务顾问的回报,^⑪也能由此形成公司提供证券化融资服务的系列产品和品牌,改变靠一般服务费反哺证券化投入的被动性,在证券化业务中享有更多议价能力和主导权,并强化作为行业领航者的马太效应。

(二)契合特型企业的融资需求,并为其他企业提供更多元的融资途径,成为信贷紧缩期的融资利器

资产证券化并非没有边界的点金术,《管理规定》第3条要求可证券化的基础资产应是“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”并具有可转让性,以便卖给专项计划用作偿付ABS本息的来源。双层SPV模式可帮助企业在欠缺合规基础资产的情况下实现证券化融资:

其一,解决企业资产难以特定化的问题。实践中,企业常拥有开展某种经营的基础设施或提供服务的条件与能力,但除了那些签订合同法律关系明确的交易外,更多的是未来不确定的交易,交易何时发生、交易对手为谁、交易的内容与金额等无法在证券化时确定,不能满足基础资产的特定化要求。例如景区、博物馆、电影院等票务收入,高速公路等交通收费收入、水电煤气等公共事业费收入、教育学费收入、医疗服务收入等。这些可能产生的经营收入属于将来债权,需要未来添加特定事实后才转化为现实权益,^⑫企业随之取得收入或可对债务人主张金钱债权请求权。采用双层SPV模式,可构造信托受益权这一特定化资产作为基础资产,换取专项计划募集资金向企业发放信托贷款,并将其未来经营收入按照《应收账款质押登记办法》的规定^⑬质押给信托,锁定现金流作为企业偿还信托贷款的来源,完成证券化过程。

其二,解决企业资产现金流不稳定的问题。企业的生产经营常受到自然因素、人员流动、行业周期、监管政策等影响,收入常有较大波动,一些行业更存在周期性,如景区、电影院、航空等票务收入、教育培训收入等,实践中已出现大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划这类因基础资产经营波动导致ABS利息偿付违约的案例。因此为保障按时偿付ABS本息,往往要求拟证券化的基础资产能够产生稳定、可预期的现金流并具有一定的分散性。采用双层SPV模式,可构造信托受益权作为基础资产,换取专项计划募集资金向企业发放信托贷款,将企业不稳定的现金流收入转换成企业按贷款合同约定向专项计划(信托受益人)定期偿还贷款本息及以这些未来现金流收入作为偿债担保的结构安排,由此重构资产现金流形成稳定的信托受益权收益,完成证券化过程。

其三,解决企业资产不可转让或存在限制的问题。《管理规定》要求基础资产应具有可转让性并转让给专项计划,以实现与原始权益人的风险隔离,实践中常因如下情形无法落实:

(1)资产受法律或合同约定的限制而不具有可转让性。例如公用事业服务常依附于一定的基础设施(公路、水坝、电站、污水处理厂等),无法将它们一起转让。尽管《应收账款质押登记办法》第2条认可了能源、交通运输、环保等基础设施和公用事业项目收益权可进行质押,但在真正处置权益时,对这些基础设施的经营和维护(例如污水处理厂的特许经营权)并不属于可转让的财产权利,质权人只对其收益权产生的现金流享

^⑩ 杨晓宴:《抢券商、基金信托借双SPV发行交易所ABS》,载《21世纪经济报道》2016年5月6日第9版。

^⑪ 例如2015年的畅行资产支持专项计划中,信托贷款利率6%与ABS发行利率5.6%之间0.4%的利差被信托公司、证券公司、评级公司所分。参见刘兰香:《首单交易所信托受益权资产支持专项计划解析》,载《资管高层决策参考》总第7期,智信资产管理研究院2015年6月5日。

^⑫ 参见刘绍猷:《“将来之债权”的让与》,载郑玉波主编:《民法债编论文选辑(中)》,五南图书出版社1985年版,第897页。

^⑬ 第2条规定,本办法所称应收账款是指权利人因提供一定的货物、服务或设施而获得的要求义务人付款的权利以及依法享有的其他付款请求权,包括现有的和未来的金钱债权。

有优先受偿权,^②因而无法满足基础资产的风险隔离要求。

(2) 资产现金流的产生与企业的持续经营密不可分,需要企业先提供服务或履行义务才可对债务人主张金钱债权,例如企业需供应水电燃气才能对使用人收费,航空公司需提供飞行服务才能最终取得机票收入,物业公司需提供物业服务才能最终收取物业费,以及学校需提供教育服务才能最终收到学费等。这类资产的存续需要企业确保持续经营能力,无法单独分离转让其对使用者的债权,否则容易遭到后者的抗辩或减损价值。

(3) 资产虽可转让,但受让人根据法律或合同应具备相应的资质或符合一定条件,作为 SPV 的专项计划无法符合要求承接资产。例如根据《公路法》第 62 条,公路收费权虽可依法转让,但受让人应依法成立开发、经营公路的企业;再如污水处理权如转让,受让方应具有污水处理的相关资质等。在我国法制环境下专项计划不具有法律主体资格,尽管证券公司可充任管理人,但无法满足上述要求。

(4) 资产虽可转让,企业却无权处分或受制于一定条件。例如首单采用双 SPV 操作的海印股份信托受益权专项资产管理计划,^③融资人海印股份公司整租物业之后经重新定位和包装,转租给中小商户收取租金,赚取差价收益和管理费等增值服务收入,形成“二房东”商业经营模式。企业受制于物业所有权,无法将未来的租金债权直接转让给专项计划进行证券化,其租金债权也容易受到房东回收或出售物业的威胁。

采用双层 SPV 模式构造信托受益权作为基础资产,换取专项计划募集的资金向企业发放信托贷款满足融资需求,既回避了将上述受各种因素影响的资产作为基础资产直接转让给专项计划带来的法律风险问题,又可让它们充当底层资产作为企业偿还信托贷款的担保,一举两得。

(三) 有效解决法律障碍,灵活满足企业融资需求,弥补我国欠缺资产证券化专门立法的不足

资产证券化是融合债权、担保、证券等多项法律制度优势而成的金融工具,其复杂的融资结构和长信用链条下各方主体的权责需要通过法律规定或合同约定予以规范和保障,海外不少国家都通过专门立法来解决证券化融资的法律障碍或提供优惠举措。^④我国虽制订了《管理规定》,但难以借此统合其他部门法的规定,分业经营的要求也使证券化法律结构呈现一定的脆弱性^⑤并存在一些操作障碍。通过双层 SPV 证券化,既能搭建可行的交易结构,满足上述不符合基础资产条件企业的融资需求,又能解决操作上的法律障碍,帮助企业更好地运用证券化融资。

其一,在信托层面将底层资产和担保类增信措施提供的担保登记于信托公司名下,解决实践中难以专项计划(证券公司)作为担保权人的困境。^⑥相比证券化倚重的专项计划,^⑦信托业务已开展多年,规模大且模式成熟,主管部门大多已接受信托公司作为信托财产等相关权益的登记主体。双层 SPV 的操作既可将各种保障信托利益分配的财产/权利登记于信托公司名下,解决登记难题,又可充分利用信托公司负有信义义务的约束,更好地控制和处分担保财产,服务于 ABS 的本息偿付。

其二,在信托层面纳入更多元和更大量的底层资产,扩大企业融资规模的同时增强对投资者的保护。尽管《管理规定》第 3 条规定基础资产可以是单项或多项资产组合,但基础资产应具有同质性的证券化原理要求和中国证券投资基金业协会(以下简称“中基协”)发布的《资产证券化业务基础资产负面清单指引》(以下

^② 参见 2015 年 11 月最高人民法院发布的指导案例 53 号——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案。

^③ 在操作上,浦发银行作为委托人将 15 亿元委托给大业信托设立单一资金信托,构造信托受益权作为基础资产卖给专项计划;同时信托向海印股份公司发放 15 亿元信托贷款,后者以旗下运营管理的 14 宗商业物业整租合同项下的特定期间经营收益(包括租金、管理费及其他相关收入)质押给信托并作为贷款本息偿付来源。参见李佳澎整理:《海印股份信托受益权专项资产管理计划案例述评》,载《金融法苑》总第 95 辑,中国金融出版社 2017 年版,第 147—154 页。

^④ 参见洪艳蓉:《资产证券化法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 33—39 页。

^⑤ 参见沈朝晖:《企业资产证券化法律结构的脆弱性》,载《清华法学》2017 年第 6 期。

^⑥ 例如某市房屋管理局要求申请人必须具有银保监会批准的贷款资质,才能作为抵押权人办理房屋抵押权登记手续。信托公司因具有发放信托贷款的资格而符合要求,证券公司则不具备资格。

^⑦ 专项计划最初来源于证券公司的客户资产管理计划,2014 年 2 月证监会取消对它的审批之后,专项计划从中剥离并被单独规定于《管理规定》,但证监会仍要求开展证券化业务的证券公司应具备客户资产管理业务资格。

简称《负面清单指引》)的规定,^⑥无疑限制了采用单层 SPV 模式的企业可证券化基础资产的类型和数量。双层 SPV 在将信托受益权作为基础资产的基础上,可将企业多种类型或不同属性的资产,如应收账款、租金、物业费、房屋所有权,现存债权与将来债权等纳入底层资产,作为企业偿还信托贷款本息的担保,最大限度地根据企业未来经营收入规划证券化融资规模,而投资者也可从设定担保的多项底层资产中获得更有保障的信托利益分配。

其三,在信托层面通过信托贷款和客户引流新模式的有效结合,帮助新型企业通过证券化引入资本市场资金促进业务发展。市场经济的深化带来资金商品供需两旺和竞争加剧,买方市场下有效的客户引流已成为企业的制胜法宝,但实践中具有引流优势的企业未必持有放贷牌照且常存在资金短缺问题。双层 SPV 模式可借道信托发放信托贷款解决这类企业的放贷资格和资金匮乏之忧,将资本市场资金通过引流企业借贷给客户(债务人),助力业务发展。例如 2016 年的中金—宜人精英贷信托受益权资产支持专项计划,通过宜信的 P2P 平台汇集客户贷款需求,再利用信托发放贷款;2016 的长安新生车贷一期资产支持专项计划,经由多家汽车经销商向客户推销汽车,再利用信托向购车者发放汽车消费信贷;2017 的中信证券·自如 1 号房租分期信托受益权资产支持专项计划,通过自如完成租房及客户需求信息收集,再利用信托向租户提供房租分期贷款。

其四,在信托层面通过信托贷款合同更好地契合企业的经营状况和融资需求,构造更合理的 ABS 偿付机制。与银行贷款和债券融资通常会限制募集资金用途,以确保借款人的清偿能力不同,资产证券化是企业售卖资产获得资金融通,因而享有对所募资金的自由使用权。尽管双层 SPV 模式下未必有单层 SPV 模式下的这种募集资金使用自由度,但通过信托贷款合同的约定,往往可灵活地设计资金用途、使用条件和还款安排等内容,更好地契合企业的经营特点和收入周期,并在专项计划端进一步重组资产现金流,形成契合投资者需求的 ABS 品种,充分协调投融资双方的意愿,体现证券化结构性融资的优势。

三、双层 SPV 资产证券化的风险及其引发的挑战

双层 SPV 资产证券化复合信托和专项计划两层法律关系,链接融资企业、信托公司、证券公司、投资者及其他服务中介等多元主体形成结构性融资安排,由基础资产衍生的现金流、权益流和信息流内嵌于叠加的交易架构和联动的商事合同中,历经贷款端、信托端和证券端三个节点和多个主体层层传递,比单层 SPV 模式和其他传统金融工具更复杂也更容易埋下风险隐患,值得关注。

(一)独具中国特色的双层 SPV 资产证券化

从发展历程看,被双层 SPV 资产证券化倚重的信托受益权作为基础资产类型,首见于证监会 2013 年 3 月发布的《证券公司资产证券化业务管理规定》。究其原因,一是取经我国台湾地区的“金融资产证券化条例”,^⑦拓展证券化的运用范围;二是基于务实的考虑。彼时中国人民银行、银监会正根据《信贷资产证券化试点管理办法》在银行间债券市场开展信贷资产证券化业务试点,但实行审批制和额度控制无法满足金融机构需求,业界因此建议在证监会主导的企业资产证券化立法中加入“信托受益权”,以便将信贷资产转换成信托受益权进行跨市场业务操作。后一构想因证监会与央行、银监会未达成监管协调而无果,但 2014 年 8 月海印股份信托受益权专项资产管理计划的发行,却展示了双层 SPV 资产证券化借助信托受益权转换权利和重构现金流的魔力,引发高度关注。2014 年 11 月,证监会发布《管理规定》取代上述部门规章,在保留信托受益权作为基础资产类型的同时以事后备案制取代了之前的审批制。^⑧在这种利好环境下,双层 SPV 模式由于上述商业利益驱动和法律动因,发展成为市场青睐的资产证券化模式。

采用双层 SPV 构造资产证券化并非新鲜事物,海外市场早有实践。例如在美国法下,常见一种被称为

^⑥ 负面清单第五项规定:法律界定及业务形态属于不同类型且缺乏相关性的资产组合,如基础资产中包含企业应收账款、高速公路收费权等两种或两种以上不同类型资产。

^⑦ 第 4 条第二款第三项规定可证券化的资产类型包括:“创始机构以前三目所定资产与信托业成立信托契约所生之受益权”。

^⑧ 与此同时银监会也以备案制取代审批制,来自管制的动因消失,不再成为证券化发展障碍。

FINCO(finance company) structure 的证券化操作:首先由原始权益人将超过 ABS 本息偿付额的基础资产(构成所谓的超额担保—overcollateralization),按照破产法上真实销售(true sale)的要求转让给其全资所有的 SPV I,防止原始权益人破产时合并基础资产为破产财产;其次,SPV I 将基础资产销售给独立的免于破产风险威胁的 SPV II,^②这一步只需满足会计出表处理的要求(以免被合并到 SPV I 表内)而未必要达到破产法上的真实销售要求。最后,由 SPV II 以基础资产为信用基础发行 ABS 销售给投资者,募集资金。当项目偿付完毕后,超额担保剩余权益(如有)基于 SPV I 与 SPV II 之间的担保融资关系归属于 SPV I,并最终通过分红或并表等方式返回至全资所有 SPV I 的原始权益人手中,由此减少其融资成本。^③

FINCO structure 下分别构造两个 SPV 是为满足证券化在法律、会计层面的风险隔离要求,形成“担保融资+全资并表”的联合操作,以便原始权益人回收超额担保的剩余价值,在实现证券化融资的同时降低运作成本。但双层 SPV 模式下多构造一个 SPV(SPVI)的目的不是风险隔离,而是为创设信托受益权作为合规基础资产,继而利用信托这一成熟的法律组织形式和信托贷款这一灵活的融资方式,实现借壳证券化引入资本市场资金满足持有一定底层资产的企业融资需求,是我国法商环境下独具特色的金融创新。

(二) 双层 SPV 资产证券化的实质:回归主体信用的担保融资

相比贷款、债券等利用商事主体信用融资的金融工具,资产证券化以未来能够产生稳定现金流的资产为担保发行证券,开创全新的“资产信用”融资模式,被誉为具有信用创造功能的金融创新。^④对企业而言,证券化可改变传统融资对主体信用的依赖,拓展更宽的融资途径,还可帮助企业盘活沉淀的存量资产或把未来经营收入提前兑现到当下使用,获得更高的资产周转效率和经营效益。对投资者而言,ABS 本息偿付取决于基础资产的担保而非企业主体信用,其与企业之间的融资关系失去身份色彩而表现为纯粹的经济关系,由此可摆脱持续跟踪和分析企业信用的信息不对称和巨额成本,将关注点放在基础资产这一独立财产权的表现上,使投资更安全 and 有效率。^⑤“非人格化债权需要的无限提高和从全部财产引出尽可能确实的、便宜的、多额的担保价值,正像表里相连。其结果,是债权与担保权融为一体”,^⑥资产证券化因这一资产信用融资属性又被看作是资本市场发展的高级阶段和高端金融工具。

在双层 SPV 模式下,ABS 本息偿付来源于信托受益权的利益分配,形式上符合证券化的“资产信用”融资特点,但如果按照实质重于形式理论所支撑的“穿透”原则进行“事实发现”,^⑦那么可见:(1)信托受益权的利益分配,主要来源于企业对信托贷款的还本付息,只有企业具备清偿能力并按时履约,信托财产才能产生足够的收益并按时分配,投资者也才能及时取得投资收益,其投融资法律关系仍建立在企业信用之上。(2)企业往往既是信托贷款借款人,也是合同约定的第一还款义务人,尽管通常要求底层资产设为贷款担保,但法律上属于第二债务偿还来源,诉讼上只能以企业为被告而无法越过企业直接主张对底层资产的权利。进一步考虑,这些底层资产主要是企业的未来经营收入,需要企业持续经营或确保经营依附的基础设施不存在瑕疵或免于被查封、扣押、冻结等才能产生,底层资产的担保作用实际上与企业主体信用密不可分,甚至需要以之为基础。(3)从投资者要关注的事项看,信托受益权的收益被动取决于贷款的本息偿付,投资者仅评估信托受益权无法获知未来现金流状况,需要穿透到企业层面,结合其经营状况及底层资产的担保效果才能清楚地评估投资收益与风险,最终仍无法摆脱对企业主体信用的考察。因此,双层 SPV 模式尽管形式上是符合资产证券化要求的法律构造,但“资产信用重新被融资方的主体信用所取代”,^⑧实质应视为基于企业主体信用的担保贷款融资。

^② 参见郭杰群、吕巧玲、陈雷:《中美资产证券化中一些基本问题的比较》,载《金融市场研究》2018年第3期。

^③ See Steven L. Schwarcz, The Alchemy of Asset Securitization, Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol.1, Issue 1, 1994, p.142.

^④ See Julian Walmsley, New Financial Instruments, 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc., 1998, p.4.

^⑤ See Jason H.P. Kravitt ed., Securitization of Financial Assets, 2nd edition, Aspen Law & Business, 1998, Chapter 1, p.6.

^⑥ [日]我妻荣:《债权在近代法中的优越地位》,王书江、张雷译,中国大百科全书出版社 1999 年版,第 49 页。

^⑦ 参见叶林、吴烨:《金融市场的“穿透式”监管论纲》,载《法学》2017 年第 12 期。

^⑧ 参见金雪儿:《我国收益权资产证券化的合法性与偏离化》,北京大学 2017 年硕士学位论文,第 40 页。

(三) 双层 SPV 资产证券化的风险及其引发的问题

1. 从金融工具功能视角看双层 SPV 资产证券化可能的功能偏移

基于资产信用融资的证券化原理,是否真正拥有可产生稳定现金流的资产,成为企业成功运用这项技术的关键。相比单层 SPV 模式需要从企业形态各异的资产中甄选出适当的基础资产,双层 SPV 模式直接使用存续或创设的信托受益权作为基础资产,继而通过信托贷款将资金导流给企业,不仅合规而且灵活简便,但这种以信托受益权为基础资产的操作,可能造成证券化工具价值的偏移。

一方面,企业可能因此过度加杠杆融资并增加融资负担,埋下清偿风险。证监会等在 2016 年的《八部委联合意见》中要求用好金融工具,进一步增强金融服务实体经济的能力,推动工业去产能、去库存、去杠杆、降成本等,提出“稳步推进资产证券化发展”、“加快推进应收账款证券化等企业资产证券化业务发展,盘活工业企业存量资产”的意见。政策本意是鼓励企业运用证券化技术盘活沉淀的存量资产,加快周转回收资金并因此降低企业的新增信贷需求,而非鼓励企业以未来资产进行证券化,提前兑付收益并因而提升负债杠杆。^③ 实践中双层 SPV 模式更多的不是用于盘活企业的存量资产,而是将企业未来经营收入作为底层资产为企业借入的信托贷款提供担保。这实际上是帮助企业通过证券化技术获得传统途径下难以获得或额度有限的信贷融资,加大了企业的金融杠杆率。企业在金融中介的游说下难免过度使用未来经营收入融资,容易丁吃卯粮。考虑到未来经营收入取决于企业持续经营状况和市场需求诸多因素,加上资产证券化下缺乏对企业运用所融资金的严格限制,一旦企业将资金大量用作他途,未预留必要的经营费用以及一旦市场环境发生剧变,那么这种主要基于未来经营收入融资的操作,将因企业本身有限的偿付能力以及虚空的底层资产担保而发生偿付危机。双层 SPV 资产证券化的实质是给企业提供担保贷款,本可通过传统贷款方式完成的融资过程,却因构造了复杂的证券化结构而徒增不少中介费用和发行成本,尽管企业可能获得常规下难以获得的融资,但要付出较高的融资成本和诸多中介费用,也是沉重的负担。

另一方面,金融中介可能因此滥设信托受益权进行证券化,形成新形态的影子银行,导致资金隐蔽流入受限领域,影响国家宏观调控效果;偏重资产证券化功能而忽视双层 SPV 资产证券化跨市场、跨业务特点的监管缺失,可能埋下风险隐患。双层 SPV 资产证券化除存量模式外,还大量存在着由金融中介创设信托受益权形成的增量模式。在银信类业务监管趋严^④和各类资产管理业务要求统一监管标准的背景下,存量模式盘活了流动性受限的信托受益权,成功实现非标转标,为银行使用资本市场资金替换高成本的资管产品资金,利用信托发展表外业务,规避非标监管提供了有效途径,监管部门着力整顿的非标业务存在着失之实效的风险,这类通过证券化实现的表外业务有可能是最活跃的影子银行。^⑤ 而增量模式下,金融中介可以统合客户资源并募集成本较低的资本市场资金,再使用灵活的单一资金信托隐蔽地发放给那些可能受到国家宏观调控或有高负债杠杆率的企业,获取资金端与客户端之间的巨额价差作为利润;更进一步的,尽管存在分业经营限制,但信托机构主导的增量模式间接帮助信托公司获得进入资本市场发行证券募集资金的途径,而证券公司主导的增量模式则赋予专项计划通过嵌套信托向企业发放贷款的功能。通过双层 SPV 资产证券化的结构设计,金融机构的混业经营已能运用自如,但目前监管者在分业监管体制下仍各管信托业和证券业一端,对这种跨市场、跨业务操作可能形成的资金融通和风险传导未有针对性举措,反而基于利用资产证券化功能的政策支持而予以豁免,^⑥其存在的监管缺失不免令人担忧。

2. 从投资者保护视角看双层 SPV 资产证券化隐含的金融风险

投资以追求安全和效益为目标,对于基于资产信用的证券化产品,投资者通常需要考察:(1)基础资产能否产生足以偿付 ABS 本息的现金流,特别是环境发生剧变对现金流产生的影响程度;(2)基础资产所生现金

^③ 因未来收益不在企业资产负债表内,以此为担保进行的融资,一般贷记为企业的一项负债。

^④ 例如银监会 2017 年 11 月 22 日发布了《关于规范银信类业务的通知》,要求商业银行在银信类业务中,应按照实质重于形式原则,将商业银行实际承担信用风险的业务纳入统一授信管理并落实授信集中度监管要求。

^⑤ 资产证券化是 2013 年发布的《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知》中概括的我国影子银行的一大类别。

^⑥ 例如 2018 年 4 月 27 日的《资管新规》将资产证券化排除于适用范围之外,尽管这符合业内对资产证券化作为融资工具而非投资工具的共识,但很容易因企业资产证券化采用投资端发起的融资结构及其非标转标功能而滋生监管套利。

流能否通过证券化的交易结构从融资端完整而安全地传递到投资端;(3)证券化交易结构中的其他权益设置(例如增信措施、流动性安排、回购/回售权等)对 ABS 本息偿付的影响程度;(4)上述内容倚重的信息能否得到真实、准确、完整、及时的披露,具有良好的信息透明度,等等。

双层 SPV 资产证券化较之单层 SPV 更为复杂,尽管多设一层 SPV 是为符合《管理规定》的要求,但也因此改变了证券化的资产信用融资属性,变动了承担 ABS 本息偿付的责任主体,投资者需要穿透专项计划和信托两层法律关系才能最终对借款企业主张权益;同时也改变了证券化的风险形成和传导路径,现金流需要经历信托层面和专项计划层面才能到达投资者手中,而信息流也同样需要经由借款企业、信托受托人和专项计划管理人之手才能最终被知晓和公开,形成了从贷款端到信托端再到证券端的长链条资金、信息传递过程。众所周知,证券化是以基础资产为媒介,围绕 SPV 这个中心建立起来的多主体间的法律关系组合,双层 SPV 带来的法律层级增加和法律关系延伸,对证券化合同内容和金融中介的服务水平提出了更高的要求:投资者用于保障权益的合同之间更需要相互呼应和彼此联动,承担资产管理责任的受托人和管理人之间也更需要彼此协作和相互配合。自 2014 年 11 月企业资产证券化实行事后备案制管理以来,监管者及证券交易场所等倾向于采用监管问答或指南一类的软法规则来指引证券化操作,实践中主要依靠金融中介提供的合同样本完成证券化组织架构的搭设和彼此间权利义务的衔接与转承,但业内更多的经验在于单层 SPV,双层 SPV 因基于企业未来经营和底层资产的差异,通常既缺乏依样画葫芦的样本,又在统合各方权责上要求更专业细致的规划,也因此更容易存在遗漏和产生冲突。这种行业监管和合同约定的先天不足,无疑带给双层 SPV 模式下投资者权益的维护不小挑战。

如果按照上述投资关注要点,考察现金流、权益流和信息流等在双层 SPV 资产证券化的运动情形,可以发现在以下方面蕴含着可能威胁投资者权益的金融风险:

其一,来自现金流断流的风险。双层 SPV 模式虽以信托受益权为基础资产,实质上却以借款企业为第一还款义务人,以底层资产担保为第二还款来源,此外可能还有借款企业的差额补足承诺、第三方担保等增信措施作为第三还款来源。企业是否具备清偿能力取决于企业的固有资产和未来经营收入与负债的比率。实践中运用双层 SPV 的企业通常已有较高负债率,可供周转的资金有限,主要依靠未来经营收入作为偿付贷款来源,在结构设计上赖以开展经营的基础设施及未来经营收入被纳入底层资产抵质押给信托,作为企业偿还债务的担保。如上所述,证券化没有限制募集资金的使用,企业取得贷款之后如用作他途(偿还银行贷款、解除基础设施抵押、被母公司调用等),而未用于经营或预留必要的运营资金,那么企业未来的清偿能力和承诺的差额补足可能不可期;如果企业未能通过持续经营提供服务,那么这部分未来经营收入只能是虚幻的,无法发挥担保作用;如果企业经营依赖的基础设施没有办理相应的解抵押或存在质量等瑕疵,以及可能因司法查封、扣押等被限制使用或处分,那么不仅企业经营可能受影响而难有收入,也无法通过基础设施处置获得资金的优先受偿来发挥担保作用。此外,那些高估经营能力多测算收入而贷入更多资金的企业,以及业务单一或商业模式老化的企业,容易因商业环境变化或在竞争中遭遇不利导致未来资金断流,以此为对象的证券化操作在双层 SPV 中并非没有,也是影响投资者权益的一大威胁。

其二,来自现金流传递的风险。按照双层 SPV 资产证券化的设计,企业偿还的贷款本息要纳入信托财产由受托人以信托利益形式分配给信托受益人(专项计划),再由管理人以专项计划投资收益形式分配给 ABS 投资者,完成现金流传递。《管理规定》第 13 条要求建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制,以免发生资金混同及被侵占、挪用的风险。业内通常设置用原始权益人名义开立的监管账户归集基础资产所生现金流,设置用专项计划名义开立的专项计划账户接收该现金流并用于 ABS 本息分配,委托监管银行/托管银行负责账户监管,聘请资产管理服务人负责催收、归集基础资产现金流进入监管账户并按约定划付给专项计划账户。在双层 SPV 模式下,现金流传递风险主要来自两个方面,一是信托贷款本息偿还账户与监管账户可能不一致,现金流未能按约定日期和金额划付至监管账户。实践中借款人可能只有一方,还款人却可能是其旗下的诸多子公司或相关机构,抑或借款企业主要提供公共事业服务或其他服务,在交易时才能确定使用人取得营业收入。为避免上述情形下更改回款路径的不易、成本或客观不能,通常仍由借款企业使用原账户收集资金,而未更替为监管账户。二是信托利益分配账户与专项计划账户可能不一致,现金流未能按约定日期和金额划付至专项计划账户。在双层 SPV 模式下,专项计划受让原信托受益人的信托受益权成为

新信托受益人,实践中可能存在未将原信托受益人持有的信托利益接收账户变更至专项计划名下(即变更为专项计划账户)的情形,导致受托人本应直接向专项计划分配的信托利益,经由原信托受益人之手后再按一定的额度和频率转付给专项计划账户。如果原信托受益人主导项目,为获取对应资金的使用利益,这种做法并不鲜见。上述两种情形下,最终用于偿付ABS的现金流可能发生与借款企业、原信托受益人固有资产的资金混同风险或存在被侵占、挪用可能,以及被他们的担保债权人优先主张权益或当他们陷入经营困境时被纳入破产财产的风险,从而损害投资者的权益。

其三,来自信息流不畅或阻断的风险。“信息披露应该依循资产证券化功能中蕴含的风险逻辑”,^④监管者虽在《管理规定》中设有信息披露专章规定并附有《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》(以下简称《信息披露指引》),但内容主要聚焦于基础资产,更适用于单层SPV模式。双层SPV模式虽以信托受益权为基础资产,但现金流却来自借款企业的还本付息,其信息披露要点需围绕影响借款企业主体信用和清偿能力,也即其生产经营和底层资产表现的相关事项而展开,而非放在基础资产作为资产信用本身的自我清偿上,简单执行《信息披露指引》的要求可能无法揭示投资者真正关心的信息,起到提供决策和预警风险的作用。事实上,即使能够厘定主要信息披露要素,在双层法律架构和多元主体组成的双层SPV模式下,也存在着信息披露梗阻和时滞等问题,可能会使信息披露效果大打折扣。申言之,资金信托法律关系和专项计划法律关系下,承担信息披露义务的主体、需履行的义务及程度等不尽相同。《信托法》第33条第一、二款虽然规定受托人必须保存信托事务的完整记录,应当每年定期将信托财产的管理运用、处分及收支情况报告委托人和受益人,但未有更详尽要求,而信托财产的运用情况不等同于借款企业的清偿能力变化,受托人未必有义务^⑤及时向受益人报告影响借款企业清偿能力的重大事件,更多的取决于信托合同的约定,合同内容虽可在增量模式搭建双层SPV结构时一并协调,但存量模式下可能面临重新修改信托合同的问题,无疑增加操作难度和风险。按照《管理规定》承担信息披露义务的是管理人证券公司,需履行《信息披露指引》的种种要求,但双层SPV模式中专项计划的身份是信托受益人,即使由证券公司代为行权,按照上述对资金信托信息披露的分析,证券公司很难及时从信托公司那获取足够的信息制作年度资产管理报告,或及时发现影响ABS偿付的重大事件信息^⑥并向投资者披露,从而恶化信息不对称风险。

其四,来自权益流衔接不当的风险。信托和专项计划属于广义的资产管理,即由金融机构代为管理他人资财并履行勤勉尽责义务,投资者作为受益人享受收益而不参与具体资产管理,但在涉及重大利益事项而又非受托人或管理人自主能决定或相关合同有约定的情况下,需交由投资者或证券持有人大会决断。^⑦在双层SPV模式下,相比信托作为通道主要用于发放贷款和登记担保权益,专项计划发挥着重要的承上启下作用,既是信托受益人,又是ABS投资者倚重的特殊目的载体,包括上述现金流、信息流及其他可能影响证券化运作的重大事项处理,都需要通过专项计划及时行权或上传下达才能实现。申言之,这些情形包括:(1)信托受益人一般被动接受信托利益,但发生改变利益分配方式等法定或约定事项时,需要信托受益人表达意见或作出决议;(2)当发生触发证券化增信机制时,因担保登记于信托公司名下,需要专项计划指示其及时行权;(3)当发生专项计划终止事项,引发信托随之终止时,可能需要向借款企业提前收贷或要求其回购信托受益权;当发生信托终止事项,也会引发专项计划提前向投资者清偿ABS或终止计划。由于双层SPV模式下信托和专项计划利益分配的捆绑性和权利行使的联动性,加之信托的通道角色,如作为核心的专项计划在表

^④ 参见张春丽:《信贷资产证券化信息披露的法律进路》,载《法学》2015年第2期。

^⑤ 《信托公司集合资金信托计划管理办法》第38条规定,受托人应在获知信托资金使用方的财务状况严重恶化等情形后3个工作日内向受益人披露,并自披露之日起7个工作日内向受益人书面提出信托公司采取的应对措施。但该条并不适用于单一资金信托的情况,而这正是双层SPV模式常采用的信托方式。

^⑥ 例如《信息披露指引》第15条规定年度资产管理报告内容应当包括特定原始权益人的经营状况;第19条规定重大事件包括特定原始权益人涉及法律纠纷、可能影响按时分配收益;特定原始权益人作出减资、合并、分立、解散、申请破产等决定,可能影响资产支持证券投资者利益,等等。

^⑦ 例如《信托法》第53条规定经信托当事人协商同意,信托终止;第22条规定,委托人(受益人)请求法院撤销受托人违法处置信托财产行为并要求赔偿损失,以及第23条的解任受托人等;专项计划募集说明书中约定的属于ABS持有人会议职责范围内的事项。

决权、担保权、终止权等方面未能良好衔接,及时行权或接受投资者指示而行事,很容易令证券化项目运作陷入僵局或风险频发,使投资者为管理不善所累。根据《管理规定》专项计划不具有独立法律主体资格,需要由管理人证券公司代为行权,为此需要在规划双层 SPV 资产证券化时,就证券公司行使上述职权,在信托端和专项计划端的系列文件中做好衔接与安排,以降低上述风险的发生。

四、双层 SPV 资产证券化的发展之路:商业需求与制度约束的再平衡

(一)肯定双层 SPV 资产证券化商业和法律价值基础上的适度发展

按照功能结构主义的观点,一定的结构有助于实现特定功能;反之,特定功能也可借助不同的结构实现。只有深入理解金融创新带来的功能改善和潜在风险,并在投资者保护上平衡发展与监管的关系,才能摆正应对新金融工具的态度,看待双层 SPV 资产证券化上更需如此。

双层 SPV 资产证券化在我国资本市场的运用,有着“无心插柳柳成荫”的初始,并在后续商业实践和法律博弈过程中塑造了自身的商业与法律价值。在国内,双层 SPV 资产证券化明显区别于单层 SPV 的操作,而相比证券化创始国美国常规的证券化操作,它不仅具有迥异于 FINCO structure 的双 SPV 设计,也是投资端而非融资端驱动的资产证券化,^④更多地以未来资产为对象的增量模式而非美国法下以盘活存量资产为主的资产证券化,^⑤可谓我国法商环境下独具特色的金融创新。

本质上,双层 SPV 资产证券化是回归主体信用的担保贷款融资,从监管的公平性看,应否褪去“证券化”外衣,纳入贷款监管范畴?理论上,同类事项统一监管的目的是为避免监管套利,保护投资者合法权益。金融创新往往带来如何有效监管的挑战,需要监管者在平衡金融创新的效益与潜藏的风险之后作出抉择。晚近以来,取代遏制金融创新的一种更积极的监管态度是,在风险可控基础上促进金融创新的发展,^⑥以更好地使经济发展和社会福利受益于金融创新。双层 SPV 模式构造信托受益权作为基础资产,形式上符合资产证券化的操作要求,遵照商事外观主义纳入企业资产证券化法律框架进行监管,并不比纳入贷款监管框架更突兀或存在更多障碍,反而如果简单地把它纳入贷款监管范畴,尽管可直观地管控风险,但可能因此丧失这类金融创新带来的诸多商业便利和经济法律效益,也会损害 ABS 投资者的信赖利益。事实上,在双层 SPV 模式的 SPV1 层面,同样需要遵循信托贷款的相关操作,融资企业一样要支付信托通道费和按比例缴纳信托业保障基金,没有区别待遇。

2008 年美国金融危机的教训表明,资产证券化的价值取决于基础资产,^⑦重启这一市场只有建立在更稳固的基础资产之上,才能再次赢得投资者的信心,并因此调整了约束基础资产表现的制度规则、金融中介职责和信息披露机制。^⑧因此将双层 SPV 模式纳入企业资产证券化框架内发展,应以管控其潜藏风险为底线,以发挥其积极功效为导向。考虑到现行企业资产证券化框架更多的是为监管单层 SPV 模式而设,未来的总体监管思路可从以下两个方面进行调整,至于微观层面的具体风险控制举措,留待下文分析。

一方面,从结构设计入手,贯彻必要原则,强调企业在具备持续经营条件和适当清偿能力的基础上,只有利用双层 SPV 模式才能合法引入外部资金的,才允许其加以运用;那些本可通过传统途径融资,但受限于过高负债率或受到国家宏观调控的企业,不宜允许其借双层 SPV 模式过度加杠杆。双层 SPV 资产证券化中的财产权模式,相关财产权早已存续,是契合证券化本质的资产信用融资,双层 SPV 设计可克服法律障碍,使担保权登记于信托层面实现对投资者的更好保障,因而无需限制其运用。应审慎对待的是资金信托中创设信托受益权的增量模式,这种模式主要以企业未来经营收入作为偿付 ABS 来源,如果广开企业以此融资的门路,那么这一偿债基础本身既存在巨大的不确定性,又容易导致企业过度夸大未来收益和弱化极端情况

^④ 参见楼建波、刘燕:《论信托型资产证券化的法律逻辑》,载《北京大学学报(哲社版)》2006 年第 4 期。

^⑤ 同前注^④,郭杰群等文。

^⑥ [荷]乔安妮·凯勒曼、雅各布·德汗、费姆克·德弗里斯编:《21 世纪金融监管》,张晓朴译,中信出版社 2016 年版,第 13 页。

^⑦ See Steven L. Schwarcz, the Future of Securitization, 41 Connecticut Law Review, Volume 41, Number 4, May, 2009, pp.1317-1318.

^⑧ 参见洪艳蓉:《重启资产证券化与我国的发展路径》,载《证券市场导报》2011 年第 9 期。

出现的概率及影响程度,埋下风险隐患。过于复杂的结构设计不仅耗费金融资源,也会造成严重的信息不对称,国际社会在2008年金融危机之后更倡导一种简化、透明和具有可比性的证券化操作,^④作为健康发展资产证券化市场的共识,双层SPV模式不应成为叠床架屋、规避监管的加杠杆工具。考虑到金融资源的稀缺性,如允许企业以未来经营收入融资,那么宜运用政策引导宝贵的资金流向服务于公共事业及可产生更多社会效益的行业或企业。近年来,双层SPV模式被监管层运用于长租公寓、廉租房、保障房、公共事业收费权、民办教育收费权、助农贷款、绿色项目、PPP等领域融资,发挥了积极的经济和社会效应,应予以肯定并更多地推广。

另一方面,从基础资产入手,贯彻穿透原则,强调信托受益权需对应信托关系下特定的底层资产,通过底层资产设担保,锁定现金流服务于ABS权益的偿付并防范资金流入国家宏观调控受限领域。双层SPV模式下信托受益权是为满足证券化的合规基础资产要求而做的外观设计,为避免利用过桥资金和信托机制滥设信托受益权规避监管,有必要穿透信托受益权到真正承担还本付息义务的融资企业层面,这一操作也可排除那些受到调控或限制的企业绕道融资。不同于纯粹以企业为债务人的信用贷款,双层SPV模式下的还本付息主要来源于底层资产所生现金流,实际上是通过设置担保权,实现底层资产的特定化和专项计划享有优先于企业其他债权人的受偿权。从更广泛的意义看,也可视为一种“信用融资”,只不过该模式下偿还基础资产(信托受益权)债务的是企业本身,而非单层SPV模式下的企业的债务人。双层SPV模式在穿透之后更重要的是使信托受益权对应和锁定底层资产,而且为避免集中度风险,需要底层资产具备风险分散特征。如果双层SPV模式以单一信托受益权为基础资产,那么容易解决对应和锁定底层资产的问题,但底层资产的现金流如只来源于单一或少数几方主体,则需要关注风险过度集中问题;如果是多笔信托受益权为基础资产,底层资产的风险分散度可能无碍,相反需要关注的是信托受益权如何有效对应和锁定不同底层资产的问题,应要求各信托受益权与底层资产之间建立一一对应关系,以形成明晰的法律关系并便于信托机构高效行权。^⑤

(二)防控双层SPV资产证券化滥用和风险治理的举措

针对双层SPV资产证券化在操作中可能引发损害投资者利益的各种风险,可有针对性地采取以下措施:

其一,资金流断流风险。(1)考虑到底层资产现金流是偿付ABS的主要来源,因此除了遵守《管理规定》第24条关于基础资产“不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制”的规定外,应将这一要求延伸适用于底层资产,特别是其中的未来经营收入(应收账款)更应质押给受托人,以锁住现金流;而其中的不动产如资产价值过大或一时无法解抵押,应争取同时设担保于其上,保障信托受益人享有更优位的担保顺序。(2)做好尽职调查,摸清企业负债状况,避免为过高负债的企业再提供证券化融资,同时摸清底层资产有无权属或其他瑕疵,以及是否存在被司法查封、扣押、冻结等可能,并将相关可能作为风险触发事件,要求企业提前偿还贷款或回购信托受益权。(3)考虑到底层资产现金流的产生有赖于企业的持续经营,其主体地位类似

^④ See The Basle Committee on Banking Supervision, the International Organization of Securities Commissions, Criteria for Identifying Simple, Transparent and Comparable Securitizations, July 2015.

^⑤ 监管层面已关注到底层资产的穿透和分散度问题,并提出了一些监管建议。例如2016年5月13日证监会在《资产证券化监管问题(一)》中提出,以单一信托受益权为基础资产的,除基础资产应满足法定要求外,还应当依据穿透原则对应和锁定底层资产的现金流来源,同时现金流应当具备风险分散的特征。资料来源:证监会官网, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/gszqjgb/zcfggzsq/zqbjgwd/201605/t20160513_297243.html;深圳证券交易所在2017年3月修订的《资产证券化业务问答》中,对以多笔信托受益权为基础资产的资产证券化项目,提出了“风险可控、底层穿透、一一对应、充分披露”的建议。资料来源:深圳证券交易所官网。

于单层 SPV 中的特定原始权益人,因此应将《管理规定》第 11 条^⑤的规定延伸适用于融资企业,特别是对只有底层资产收入来源的企业,应适当限制募集资金用途,要求其从中预留必要的经营资金和维护费用,或由有实力的第三方对其持续经营所需费用提供可靠的保障,避免募集资金全部用作他用或被母公司抽用。

其二,资金流传递风险。(1)理顺双层 SPV 模式下各资金账户之间的关系,建立闭环的资金归集机制。对于信托贷款本息偿还账户与监管账户不一致的情形,在难以更改归集路径的情况下,应制定和严格执行资金划转频率、划转额度安排,并设置触发事件机制。一旦企业信用大幅降低、出现违约划转或其他可能影响企业信用的重大事件,应加快资金划转频率和额度,乃至最终要求资金直接偿付到监管账户。对于信托利益分配账户与专项计划账户不一致的情形,应在项目设立之时寻求变更专项计划账户为信托利益接收账户,无法实现的也应采取类似上述监管账户做法的更紧密和严格的资金划转安排,密切关注原信托受益人的信用状况,避免信托利益分配旁落他人。(2)聘任适当的资产管理服务人,有效归集资金流服务于 ABS 偿付。证券化运作实现资金的有效归集需要依靠专业机构强有力的服务,通常聘用资产服务机构负责贷后管理、贷款催收、资金归集与划转。双层 SPV 中专项计划管理人作为信托受益人的代理人,主导资金归集师出无名且可能缺乏相应的经验,而信托公司作为通道设计的受托人也无义务协助专项计划管理资产,为此需要在双层 SPV 模式下寻求合适人选充当资产管理服务人。如果是银行主导双层 SPV 模式的操作,宜聘请银行担任这一角色,这既能倚重银行管理贷款的专业经验,也因其主导项目有动力进行督导并保障项目成功运作。如果是信托公司主导双层 SPV 模式的操作,特别是以多笔信托受益权为基础资产的,宜聘请信托公司担任这一角色,这既可克服信托公司在通道信托中的被动性,又使信托公司建立与专项计划管理人更紧密的服务关系,便于管理人利用信托公司在一线的地位充分掌控现金流动态,更好地完成项目运作。

其三,信息流不畅或阻断风险。(1)拓展《管理规定》和《信息披露指引》的内容,要求双层 SPV 模式下的信息披露对象从基础资产延伸到底层资产,并将后者作为披露重点,在设立和存续期内凡可能影响企业信用和底层资产现金流产生的重大事项都应属于披露范围,^⑥同时考虑到两个 SPV 结构之间的联动性及后果,应将影响任何一个 SPV 结构变动的因素也作为信息披露的内容。这些事项披露的频率和深广度应该与单层 SPV 模式下的操作无异。(2)拓展双层 SPV 模式下的信息披露义务人范围并建立彼此间的信息传递与协作关系。应将关系底层资产现金流产生的融资企业和最能知晓现金流变动的信托公司纳入信息披露人的范畴,责成他们真实、准确、全面而及时地提供影响底层资产现金流产生的重大信息,在信托层面汇集于资产管理服务人处,在专项计划层面汇集于管理人处,并通过资产管理服务合同或立法使二者建立信息流动通路,有效地向投资者披露信息。

其四,权益流衔接不当风险。有必要充分认识双层 SPV 模式下两层 SPV 联动的特殊性,专项计划和信托在我国不具有法律主体资格而需要由管理人和受托人代为履职的特点,以及专项计划在双层 SPV 模式下作为信托受益人的被动性和专项计划投资者人数众多形成的集合性等特点,区分只需受托人、管理人独立履职的事项和需要投资者(持有人大会)最后决议的事项,在合同中约定必要的授权安排和当事人之间关于事务处理的联动机制,以免出现权利空白或权利落空的问题。

结论

双层 SPV 资产证券化自 2014 年 8 月首次出现,就备受市场关注并逐步得到广泛运用,成为新经济形态下资本市场服务实体经济的又一金融工具类型。相比常规的单层 SPV 模式,这一模式通过构造信托受益权作为合规基础资产,形成“专项计划+信托”的双层 SPV 融资结构并因此实现权利转换和重塑现金流,锁定

^⑤ 该条规定:业务经营可能对专项计划以及资产支持证券投资者的利益产生重大影响的原始权益人(以下简称特定原始权益人)还应当符合下列条件:(一)生产经营符合法律、行政法规、特定原始权益人公司章程或者企业、事业单位内部规章文件的规定;(二)内部控制制度健全;(三)具有持续经营能力,无重大经营风险、财务风险和法律风险;(四)最近三年未发生重大违约、虚假信息披露或者其他重大违法违规行为;(五)法律、行政法规和中国证监会规定的其他条件。上述特定原始权益人,在专项计划存续期间,应当维持正常的生产经营活动或者提供合理的支持,为基础资产产生预期现金流提供必要的保障。发生重大事项可能损害资产支持证券投资者利益的,应当及时书面告知管理人。

^⑥ 2018 年 6 月 8 日发布的《深圳证券交易所基础设施类资产支持证券信息披露指南》对此已有所考虑,可谓一大进步。

底层资产现金流服务于ABS本息偿付,是中国法商环境下独具特色的金融创新。

在商业实践中,双层SPV资产证券化衍生出诸多形态和类型,反映了商业利益诉求与金融工具供给之间良好的互动关系。具有非标转标功能的存量模式,折射出我国分业经营及其监管体制下对混业经营的行业冲动及对信托受益权流动性的行业呼吁,是未来金融监管需要积极面对和予以改进的一大命题。对于基于企业未来经营收入,创设新信托受益权的增量模式,折射出我国现有金融体系和法制环境难以充分满足多元商业主体的融资需求并为投资者提供有效保障的局部缺陷,而这正构成了双层SPV资产证券化勃兴的商业理性和法律动因,是其金融工具价值的升华和凝聚,有必要予以肯定和重视。

双层SPV资产证券化特别是增量模式,实质上是回归融资企业主体信用的担保贷款融资,但它又有别于传统的贷款融资,主要以底层资产所生的特定范围内的现金流而非企业的概括性财产作为支付手段。这种结构设计既能满足特型企业的融资需求,也能克服当下一定的法律障碍,在帮助企业成长的同时促进金融中介走向主动管理,做大做强,是多方共赢的金融创新。但不可否认的,这种操作也隐含着总体加大企业融资杠杆,异化为新形态影子银行,以及因复杂结构设计而可能使投资者遭受更多风险威胁的问题。如果简单地将它纳入贷款框架进行监管,可能不仅无法解决上述问题,也会扼杀其发挥有利于商业发展和深化金融的功效。而如果按照商事外观主义的标准将它纳入企业资产证券化监管框架,尽管保留了其服务商业的良好功效,却可能面临基于单层SPV操作而设计的监管规则无法有效防范风险的挑战。

为此,一个更可行的做法是,在将双层SPV资产证券化纳入企业资产证券化监管框架的基础上,结合其融资构造设立一些专门的监管原则和规则。申言之,应强调贯彻必要原则,审查企业融资非采用这一模式不可的理由,防范其滥用权利创设,盲目加杠杆埋下风险隐患,更应当的是将这种政策支持下的融资结构用于诸如改善民生、促进经济民主、提供公共事业服务、提升文化和教育水平等这些具有更多经济和社会效益的行业和企业;也应强调贯彻穿透原则,审查企业融资真正依赖的信用基础,锁住用于未来偿付ABS本息的底层资产现金流,守住这类金融创新的风险底线。2014年11月证监会取消对企业资产证券化的项目审批之后建立了一套以行业自律为主的监管机制,主要通过证券交易所出具无异议函和向中基协事后备案的方式进行管理,除了《管理规定》和《负面清单》规则外,主要适用上述机构发布的监管问答、指引、指南进行业务指导,更多的证券化结构安排和权利义务约束主要由参与各方通过合同进行约定,体现出高度的市场化导向和市场纪律约束。然而,商事合同固然可以更多地体现当事人的意思自治,创造更契合商业需求的金融创新,但合同的相对性和不完备性可能无法从宏观层面考察和防控双层SPV模式潜藏的金融风险,也可能无法或缺效率从微观层面贯穿分离的合同建立有效的联动机制。为此在促使双层SPV资产证券化规范运作的分工上,对于必要原则、穿透原则的强调,底层资产解除担保等负担及设定担保给信托、相关责任人对信息披露的义务,包含底层资产表现等在内的强制信息披露要求,以及投资者应享有的基本权利和主要决议事项等方面的内容,还需要通过立法层面予以一体化解决,而非留给合同约定进行个案处理。

Abstract: Asset Securitization with two-tier SPVs is a financial innovation promoted by financial intermediaries in China with commercial rationality and legal motivation which helps companies financing by constructing the trust beneficiary as an underlying asset for compliance. The essence of this model is a guaranteed financing based on corporate credit which may not only have the risk of being misused to help corporate increase leverage and conduct regulatory arbitrage threatening financial security, but also have the risk of not able to protect investor effectively because the information disclosure and related liability constraints are not in place. It is necessary to incorporate the two-tier SPVs asset securitization into the regulatory framework of corporate asset securitization based on the affirmation of this model's commercial value to assist its health development, by implementing the principles of necessity and look-through, improving the transparency of information disclosure and establishing effective binding rules to respond to the risk transmission mechanism under its complex legal structure.

Key Words: Two-tier SPVs; Asset Securitization; Commercial Rationality; the Principle of Necessity; the Principle of Look-through; Risk Regulation

(责任编辑:李安安)