

资产证券化基础资产附着担保 及其实务处理探究

诸培宁*

摘要:资产证券化是基于基础资产本身的信用而进行的证券化融资,因此特别看重基础资产的信用情况。实务当中,影响基础资产信用的,除了基础资产本身的盈利能力之外,还有大量的附着在基础资产之上的担保,包括原始权益人作为担保人的担保,也包括原始权益人作为担保权人的担保。稳妥解决附着担保有关法律问题,对于提升基础资产信用意义重大。根据资产证券化有关规则,对于原始权益作为担保人的担保,需要在证券化前化解,对于原始权益人作为担保权人的担保,可以在证券化的同时转由信托或专项计划持有。

关键词:资产证券化 基础资产信用 担保

一、问题的提出

相较于传统的企业信用证券化而言,资产证券化是基于“资产信用”即基础资产本身的信用状况

* 武汉大学法学院2015级博士研究生。

而进行的证券化融资,资产支持证券的还款来源主要以基础资产产生的现金流为主或以基础资产作为还款的保障,与原始权益人和发行人的整体经济实力和成长性关系不大。拥有良好“信用”的基础资产,方能支持证券在市场上取得应有的交易价值。因此,基础资产的信用状况关系着基础资产信用级别、证券化交易结构的设计、证券化项目融资的优劣、甚至成败。在实务当中,影响资产信用状况的因素可划分为资产内部和外部因素。内部因素诸如资产有特许经营权以及特许权营收益有关盈利能力及其稳定性,外部因素则主要是附着在基础资产上的担保等第三方权利。

在实务中,大量的资产证券化项目均涉及担保法律问题的解决。然而,不少项目却因未能妥善解决附着的担保问题,构成证券化交易的“硬伤”,导致项目无法通过。为此,本文试图从如何解决基础资产附着担保这一角度,结合现行资产证券化有关规则,对涉及担保的基础资产的信用的建立和完善、提升进行研讨。

二、基础资产所附着担保的分类及其对基础资产信用的影响

担保是为保障主债权实现而在担保人与担保权人之间设置的从属性的法律关系。法律规定的担保方式包括保证、抵押、质押、留置和定金等。在资产证券化项目实务中,涉及较多的保证、抵押和质押。保证又称“人保”,即保证人承诺在债务人不履行债务时,将按约履行债务或承担责任,是基于保证人主体信用的担保。抵押和质押(含保证金担保)为“物保”,即基于一定担保物本身的价值而设的担保,又根据是否转移占有担保物分为抵押和质押,抵押不需要将担保物交由担保权人实际占有,如以房地产等不动产提供担保,质押则需要将担保物交由担保权人控制,如以保证金和设备等动产以及能带来收益的票据、股票、知识产权等权利凭证设置的担保,故质押担保又分动产质押和权利质押。有关担保的主要立法包括《民法通则》、《担保法》和《物权法》以及相关司法解释,《物权法》相较《担保法》为新法,若《担保法》与《物权法》内容不一致的,以《物权法》为准。

在资产证券化项目中,对基础资产的本质要求为能够产生独立、稳定的、可预测的现金流。为了确保基础资产满足该要求,需要原始权益人或发起人对基础资产拥有独立、完整的权利,以尽可能排除或最大限度的降低来自第三方的权利主张对基础资产未来吸引现金流的稳定性和可预测性产生影响。因此,资产证券化各主管部门,对于附着有担保的资产入池作为基础资产均特别关注,并制定了相关特别规则加以甄别规范。

实务中的基础资产所附着担保可以分为两类:一类是原始权益人作为担保义务人的担保;另一类是原始权益人作为担保权利人的担保。

对于第一类担保,对基础资产证券化起着减损性的影响。在这种担保情形下,担保权人与资产支持证券持有人并非同一主体,担保标的物却为拟证券化的基础资产合二为一。一旦债务人违约触发担保权行权条件,则根据《担保法》第53条等规定,担保权人有权选择与担保人协议以担保标的物折价或者以拍卖、变卖该担保标的物所得的价款受偿;协议不成的,担保权人可以向人民法院提起诉讼,请求对担保标的物进行拍卖、变卖。不管何种处理,均会导致担保标的物易主,债务人基于担保标的物的权利受限或者被消灭。相应地,也破坏了基础资产未来现金流的可预测性和稳定性,直接影响资产支持证券持有人的投资回报。

此外,又根据《担保法》第35条的规定,禁止在担保标的物上设置超额担保,即担保人用以所担保的总债权不得超出其担保标的物本身的总价值,对于已设置抵押等担保的,再次设置担保所担保的债权,不得超出担保标的物价值余额部分,即利用资产设置担保不能超出资产本身的“信用”。后《物权法》第199条在立法宗旨上对此作了突破性修订,认为重复抵押的风险应由当事人自己去判断,无论是否存在重复抵押,抵押标的物拍卖、变卖所得款项按规定的清偿先后顺序清偿。

尽管如此,资产证券化的基础为“资产信用”,因此对于已设置了抵押、已充分利用了“资产信用”的担保标的物,若继续作为资产证券化融资的基础资产,则会随时发生因担保权行权而中断供应偿还资产支持证券投资人之现金流的风险,无法保障投资人的权益。这就需要重新设计证券化交易结构,否则难以满足主管部门监管和获得资产支

持证券投资人的认可。

对于第二类担保,对基础资产证券化则起着助益性的影响。在这种担保情形下,基础资产为担保的主债权而非担保标的物。在将基础资产信托或转让给资产证券化中的特殊目的机构发行人时,若选择将附着的担保一并转移,则有助于提升入池基础资产的信用评级;若选择剥离或保留相关担保,则也不会必然导致入池资产证券化的失败,只是因基础资产信用评级较低,难以取得理想的售价,影响证券化项目融资效益。

当然,这一类担保在转移过程中还可能面临需要取得担保人同意、最高额担保转移、担保登记变更等环节掣肘,可能会增加发行成本。

三、原始权益人作为担保人的基础资产附着担保的实务处理

如前所述,在原始权益人作为担保人的情形下,担保标的物却为拟证券化的基础资产合二为一,可能因为导致“资产信用透支”而不被监管部门及投资者所接受。

中国证券基金投资业协会去年颁布的《资产证券化业务风险控制指引》第4条规定,基础资产在法律上能够准确、清晰界定,符合《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》相关规定。原始权益人应当拥有基础资产相关权属证明或运营许可。按照穿透原则,基础资产不应附带担保负担或者其他权利限制,能够通过资产支持专项计划(以下简称专项计划)相关安排解除基础资产相关担保负担和其他权利限制的除外。中国保监会保险资金运用监管部发布的《项目资产支持计划试点业务监管口径》(资金部函〔2014〕197号)也明确规定:没有附带抵押、质押等担保责任或者其他权利限制,能够通过相关安排,解除基础资产相关担保责任和其他权利限制的除外。

故此,若要继续推进资产证券化进程,对原始权益人作为担保人的基础资产通常需要区别情况作以下处理:

(一)解除基础资产上附着的担保

解除基础资产附着的担保是最直接的方式,当然成本也最高。故

从原始权益人角度考虑,要最大限度的降低成本。解除附着在基础资产上担保的方式主要有偿还主债权后解除和置换担保标的物或担保方式。

一般情形下,原始权益人没有能力直接偿还债务。根据《资产证券化业务风险控制指引》规定的例外情形,能够通过资产支持专项计划(以下简称专项计划)相关安排解除基础资产相关担保负担和其他权利限制的除外,那么,我们在设计资产证券化交易结构时可以将解除担保一并考虑。又根据《物权法》第228条第2款的规定,应收账款质押后,质押人不得再转让应收账款,除非经过质权人的许可,转让所得应优先清偿质权人或提存。其他类可质押物的质押以及抵押也有类似规定,即均需要通过相应担保权人同意,并保证将转让所得优先用于清偿主债权或提存。比如,就发行资产支持证券获得债权人的认可,并承诺将所融资金优先用于偿还主债权,在交易结构和现金流管控上也相应作出安排,使债权人有权管控所融资金的使用,以保障其优先获得清偿,相关权利义务及安排须落实在各有关协议当中并确保合法有效。从这个角度看,资产证券化也是一种可以改善原始权益人资产负债结构的有效方式。

这种安排的要点在于适当确定融资及还款的时点,使现金流管控分配节奏紧凑,债权人和资产支持证券持有人的相关风险降至最低,如此才能得到债权人和资产支持证券持有人的认可。

原始权益人也可以通过置换担保标的物或担保方式来将担保从基础资产上转移至他物、他人。这涉及担保义务的转移,根据《合同法》有关规定,债务人所负义务的转移需要通过债权人同意方可。这就需要原始权益人有协调债权人、第三方同意接受置换担保标的物或变更担保方式的能力,否则无法实现转移。当然,相应担保登记的注销也需要选择恰当的时点办理完成。

(二) 嵌套信托:将基础资产转为信托受益权

当基础资产质押无法直接解除时,原始权益人可在证券化前选择信托来转移有关风险,这种情形下,资产证券化基础资产变为信托受益权,而原附着了担保的基础资产变成了信托受益权的底层资产,相应的原始权益人也有底层资产持有人变为了信托受益权的权利人。具体操

作是：首先需要原始权益人提供一笔过桥资金并委托信托机构设立一单单一资金信托，信托机构再将信托资金向持有底层资产的标的公司发放一笔贷款，标的公司以所持有底层资产未来产生的现金流作为主要偿还资金来源；发起人设立一单资产支持计划，原始权益人将所持有信托受益权打包转让给资产支持计划，计划发起人将利用计划所融资金作为对价，原始权益人获得对价后退出资产证券化交易结构。转移以后，底层资产未来产生的现金流将转为用于偿还资产支持证券持有人的本息等投资回报。此情形下，相当于底层资产未来的现金流通过信托背书，再将之证券化，底层资产所附着担保而产生的风险转移由信托机构承担，当然，底层资产持有人将向信托机构提供抵押、质押或差额支付承诺等保障措施。

需要特别指出的是，在上述模式下，仍需要取得底层资产担保权人或底层资产持有人债权人的同意。

这种化解基础资产附着担保的方式，因嵌套信托而导致交易结构更为复杂、交易环节更多，相应地，融资成本也会加大，需要底层资产持有人综合权衡取舍。

四、原始权益人作为担保权人的基础资产附着担保的实务处理

基础资产上附着的担保之担保权人若是原始权益人，则相关担保可视为基础资产的增信措施。根据《担保法》第 22 条和《物权法》第 172 条、第 192 条等有关规定，担保合同是主债权债务合同的从合同，担保权不得与主债权分离而单独转让或者作为其他债权的担保。债权转让的，担保该债权的担保权一并转让，但法律另有规定或当事人另有约定的除外。对于此类担保，在法律没有禁止性规定和有关基础协议和担保合同没有约定禁止担保权转让的情况下，对于原始权益人而言，一般会倾向于将担保权一并随基础资产转让或信托进入资产池。

在法律上，担保权转移实质为担保权人将其在担保合同项下的担保权转让给第三方。根据《合同法》相关规定，权利转让人应当将权利转让通知义务人，而无须义务人同意，在未通知的情况下，权利转让对

原担保义务人不发生效力。权利转让若按法律、行政法规规定应当办理批准、登记等手续的,应当办理相关手续。

实务中担保权转让主要涉及以下具体问题:

(一) 保证担保权转让

根据《担保法》第22条和《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》(法释〔2000〕44号)有关规定,保证期间,债权人依法将主债权转让给第三人的,保证人在原保证担保的范围内继续承担保证责任。保证合同另有约定的,按照约定。可见,在保证合同没有具体禁止性约定的情况下,原始权益人将基础资产转让给资产证券化项目中特殊目的机构的,保证人在原保证担保范围内继续向特殊目的机构承担保证责任。此种情形属于法定转移,其原理是保证为从属权利,将随主债权的转移而转移,条件是主债权在保证期限内转移且保证人的保证范围不变,较为简单。

(二) 抵押权转移有关登记变更

根据《物权法》规定,抵押担保合同经双方签署后生效,但担保物权系物权的一种,经物权担保登记主管部门依法登记后才生效。比如,对房屋这类不动产,根据《城市房地产管理法》、《物权法》、《房屋登记办法》相关规定,抵押担保登记结果为他项权证,即办理了他项权证,房屋抵押方设立并生效,他项权证是担保权人有效持有担保物权的凭证。担保权人为他项权人,依法持有他项权证。相应地,若担保权发生转移,新的担保权人享有担保物权也应以完成相关担保物权登记为准,即需要针对新的担保权人重新办理担保物权登记。

实务中,尤其金融信贷资产证券化项目中,附着此类担保权的基础资产的笔数较多,若均重新办理物权担保登记,则耗时费力,会大大迟滞资产证券化项目的推进,难以满足资产证券化项目的效率需求。

同时,在担保物权未办理转移登记的情况下,原始权益人仍为法律意义上的担保物权持有人。根据《物权法》规定,抵押权和质押权均适用善意取得制度,即未经登记公示的抵押权和质押权,可由名义抵押权人或质押权人转移由不知情的善意第三人享有,且经办理抵押权和质押权转移登记手续后,相关担保物权依法生效,为善意第三人享有。故《资产证券化业务风险控制指引》指出,在附属担保权益无法完成向专

项计划转让的法律手续的情况下,管理人应当采取恰当措施防止附属担保权益被原始权益人侵占或者被第三方获得,从而影响投资者的合法权益。

鉴于此,理想的处理方案为,在担保权随基础资产转移时,并不立即办理抵押权变更登记。于交易合同中明确设立“权利完善事件”,一旦基础资产债务人行为导致权利完善事件发生,则原始权益人有义务立即按特殊目的机构的要求办妥相关担保登记。同时在交易合同中约定有关违约责任,即若在指定期限内未能办理完毕相关资产项下的抵押权的登记手续且导致受托机构所享有的抵押权无法对抗善意第三人的,则原始权益人应将该等资产作为不合格资产予以赎回。

(三)就担保权转移而对担保义务人的通知

如前所述,担保权人转移担保权,应通知担保义务人,未通知的,担保权转移对担保义务人无效。故《资产证券化业务风险控制指引》第5条提示“基础资产为债权的,管理人在转让环节应当关注转让登记、通知债务人、附属担保权益转让等相关安排”。

同样地,当基础资产笔数较多,担保人较多时,一一通知担保人也费时耗力,而且可能引起担保人和债务人的不满,因此在实务当中,我们也采取与办理抵押权转移登记类似的处理方式,即设置“权利完善事件”,当触发权利完善事件时,才办理有关通知。

(四)最高额抵(质)押权转移

根据《担保法》和《物权法》第203条等有关规定,为提高担保设置的效率、降低在同一标的物上重复设置担保的成本,法律创设了最高额抵(质)押制度,抵(质)押人以最高额担保的最高限额为限在一定期限内连续发生的主债权承担担保责任,而不是针对其中一笔或部分笔数的主债权承担担保责任。其相对于普通担保的主要特点之一是:最高额抵押所担保的主债权在担保期间内经常变化,处于不稳定或不确定状态。如果允许最高额抵押担保在担保期限内,随已发生的某笔主债权一并转让,则就要考虑对其他未清偿债权和后续发生债权的影响。立法对此非常谨慎。

颁布于20世纪90年代的《担保法》第61条就明确规定:“最高额抵押的主合同债权不得转让。”最高额抵押是对一定期间连续发生的

债权作担保,而且最高额抵押所担保的债权在担保期间内经常变更,处于不稳定状态。如果允许主债权转让,就会引发最高额抵押权是否转让、如何转让,尤其是当数个债权分别转让给不同的第三人时,最高额抵押权由谁行使、如何行使等实务问题。在市场机制尚不健全的情况下,上述问题在一定程度上会导致相关担保法律关系出现混乱局面,为保障交易安全和践行诚实信用原则,在当时的经济社会环境条件上,立法规定最高额抵押的主合同债权不得转让。但随着市场经济的发展完善和市场机制的建立健全,最高额抵押的主合同债权转让与否以及相关担保关系的处分,应当首先尊重担保权人与担保人意思自治的原则,可以由当事人自己决定。因此,2007年颁布的《物权法》突破了最高额抵(质)押不得转让的规定,最高额抵押所担保的主债权是可以转让的。

《物权法》第204条和《最高人民法院关于审理涉及金融资产管理公司收购、管理、处置国有银行不良贷款形成的资产案件适用法律若干问题的规定》有关规定,最高额抵押主债权在债权金额确定后可以转让,最高额抵押权也随之一并转让。可见,附着有最高额担保的主债权若要转让,其要点是主债权的金额确定,即将未来期限内连续将发生的债务所带来的不确定性因素祛除,此时即可以实现主债权转让。因此之故,《物权法》第206条又进一步规定,当新的债权不可能发生时,抵押权人的债权确定。

基于此,我们认为,至少有三个处理方案,可供项目各方根据项目具体情况斟酌确定:

方案一是最高额担保保留,不随入池的基础资产转移,而继续为未入池的在担保期限内持续发生的债权提供担保;对于入池的基础资产即转为无担保基础资产。该方案只需要将入池债务确认为普通信用贷款,程序简单,同时有利于确保未入池债务的担保存续,借款人可以在最高额担保项下余额范围内继续向银行举债。缺点是如此操作会降低入池债务信用评级,因为入池债权已与担保分离或被剥离出担保范围了。

方案二是原始权益人通过向特殊目的机构承诺不再向相应债务人形成新的债权或相应新债务不再纳入最高额担保范围,以使最高额担

保主债权金额锁定,再将最高额担保全部转为普通担保随基础资产全部入池。此方案需要债权人有效作出特别承诺,并使债务人在最高额担保期限内后续未入池债务脱离最高额担保,但可以提高基础资产信用评级。

方案三是将最高额担保分割,最高额抵(质)押项下与入池基础资产金额相当的部分抵(质)押转为普通担保,抵(质)押权一并转由特殊目的机构享有;同时,相应减少最高额抵押担保限额,剩余担保额度将继续用来为债务人后续向原始权益人的举债提供担保。该方案可以兼顾原始权益人和债务人基于担保的利益,这是一种使担保人、担保权人以及受让方等各方利益最大化的方案。该方案的缺点是原始权益人须就此与担保人达成补充协议,增加资产证券化的谈判协商难度。优点也比较多,具体包括可以提高入池债务信用评级,同时可以为未入池债务继续提供担保,最终实现担保标的物担保价值的最大化。

五、结语

资产证券化业务是一类综合性强且对创新思维要求非常高的业务,而基础资产附着担保处理得当与否是项目成功与否的关键所在。法治社会要求金融创新必须在法律的框架下展开和进行。这就需要我们借助专业力量和智慧,充分运用法律赋予的有效空间,拿出令相关当事各方均愿意接受的解决方案。