

【HJ1】

【AM】 【SM(】 【HT4”； 5K】 资产证券化法律问题探析——对外国相关立法的研究与借鉴 【SM)】

【DM(】 内【容】提【要】 【DM)】

【BT1】 内【容】提【要】 【HT4” SS】

资产证券化是晚近国际上金融创新的最主要成果。它极大地革新了传统融资方式，是一种成本低、可分散风险的新型融资方式。同时它导致了金融业“脱媒”现象的出现，也向金融监管当局提出了挑战。本文考察了美、日、欧洲多个国家的相关立法，运用分析、比较与综合的方法，对开展资产证券化所面临的法律问题及证券化所引起的国际金融法制变革进行了探讨。

本文包括导言、主文、结束语三大部分。主文共分三章。

第一章阐述了资产证券化的基本原理。对资产证券化的概念、基本结构、合同安排一一作了介绍和分析。

第二章针对资产证券化所面临的法律问题，考察了美、日及欧洲若干国家的立法，在此基础上，提出对我国开展资产证券化的立法建议。具体而言，首先分析了资产证券化两个主要阶段即破产隔离阶段及资产证券的发行与交易阶段所涉及的法律问题；其次，就影响资产证券化成本支出的最重要因素即税收法制进行研究，认为多数国家都在一定程度上给予税收优惠待遇；再次，对银行这一特殊的发起人参与资产证券化活动所产生的法律上的困扰作了专门讨论；最后，在上述探讨基础上，对我国开展资产证券化所需解决的立法问题提出粗浅的看法。

第三章侧重从实证角度论述了资产证券化所引发的国际金融法制变革。具体是从金融监管模式的演变、表外

业务金融监管标准的统一化、管制放松与监管加强、国际金融惯例地位上升四个方面展开分析。

【HTH】 关键词： 【HTSS】 资产证券化【法律问题】外国法【国际金融法制变革】

【LM】

【LM】 【AM】 【DM(】 目【录】 【DM)】

【HT】 【HJ*2/3】 【HT4” SS】

【BT1】 目【录】

【HTH】 导【言】 【JY。】 1

第一章【资产证券化的基本原理】 【JY。】 4 【HTSS】

一、资产证券化的概念 【JY。】 4

【(一)资产证券化的定义】 【JY。】 4

【(二)资产证券化的特征】 【JY。】 5

二、资产证券化的基本结构 【JY。】 6

【(一)资产证券化交易结构模式】 【JY。】 7

【(二)资产证券化的运作程序】 【JY。】 8

三、资产证券化的合同安排 【JY。】 10

【HTH】 第二章【资产证券化若干法律问题探析】 【JY。】 16 【HTSS】

一、与“破产隔离”有关的法律问题 【JY。】 16

【(一)“真实销售”若干法律问题】 【JY。】 16

(二)SPV 的法律问题	【JY.】	20
(三)避免“实体合并”问题	【JY.】	22
二、资产证券发行与交易法律问题	【JY.】	23
(一)发行方式的选择	【JY.】	23
(二)与资产池有关的证券发行问题	【JY.】	26
(三)证券登记程序的革新——橱柜登记	【JY.】	27
(四)“交易合并”的避免	【JY.】	28
(五)资产证券交易中的信息披露问题	【JY.】	29
三、资产证券化涉及的税收法律问题	【JY.】	30
(一)发起人的税收问题	【JY.】	31
(二)SPV 的税收问题	【JY.】	31
(三)投资者的税收问题	【JY.】	34
四、银行参与资产证券化的主要法律问题	【JY.】	34
(一)资产证券化对银行的影响	【JY.】	35
(二)对银行资产证券化活动的监管	【JY.】	36
(三)银行的资产证券化活动与资本充足率	【JY.】	38
(四)银行的资产证券化活动及其保密义务与披露义务的冲突 与协调	【JY.】	38
(五)资产证券化与抵销权	【JY.】	40
五、对我国开展资产证券化的立法建议	【JY.】	42
(一)立法模式的选择	【JY.】	42
(二)确立附担保的公司债信托制度	【JY.】	44
(三)设立担保公司债券制度——对我国《公司法》的补缺	【JY.】	44
(四)明确 SPV 的法律地位	【JY.】	45
(五)放宽机构投资者的投资范围	【JY.】	46
(六)完善住宅金融法制	【JY.】	46
【HTH】第三章 资产证券化引发的国际金融法制变革	【JY.】	47
【HTSS】		
一、推动综合性金融监管模式的建立	【JY.】	47
二、促进“表外业务”金融监管标准的统一化	【JY.】	49
三、导致金融管制放松、金融监管加强	【JY.】	51
四、推进国际金融惯例地位的上升	【JY.】	52
【HTH】结束语	【JY.】	54
主要参考文献	【JY.】	56
后记	【JY.】	62
【HTSS】	【AM】	
【LM】	【HT】	【HJ1】
【HT4” SS】		
【YM5BZ. , S】		
【DM(】	导言	【DM】
【BT1】	导言	

改革开放以来，我国引进外资的方式主要包括外商直接投资、在境外发行上市股票、国际贷款以及发行国际债券等。外商直接投资和在国外发行上市股票，一方面会导致中方股权和管理权的削弱，另一方面此类外资引进也将因我国外资准入的限制性、禁止性法律规定而受到限制。国际贷款与发行国际债券的成本较高，金融机构如采用这两种方式融资会因负债加重而增大其资

本充足压力。所以，法律所允许的低成本、低风险的融资新方式就成为一种必然的需求。国际金融领域内的创新工具——资产证券化(Asset Securitization/Asset Securitisation)为满足上述需求提供了

可能性。简而言之，资产证券化是指有融资需求的发起人(Originator)将其拥有的具有未来现金收入流但缺乏流动性的资产组合成一个“资产池”(Asset Pool)(这是个形象的比喻，指资产的汇

集)，然后将该“资产池”出售给某个

特殊目的实体(Special Purpose Vehicle，以下简称 SPV)，发起人取得了销售资产池的收入

，而 SPV 获取了资产池的所有权；SPV 运用资信评级 信用增级手段增强信用，然后发行以资产池所产生的现金收入流为担保的证券，资产池所产生的现金收入流首先用于向投资者支付证券的本息，再扣除 SPV 购买资产池的成本以及发行证券的各项费用支出之后，余额即为 SPV

的利润收入；如果 SPV 到期无法向投资者支付本息，则由提供信用增级服务的担保方负责支付本息。由上述资产证券化的融资过程可以看出，这种融资方式可以使中国企业在可以不交出经营管理权和股权的前提下筹集资金。对于基础设施建设和大型技术改造的建设项目而言，利用资产证券化方式能够在无国家担保，又不发生外债及无追索权的条件下，从国际资本市场筹集建设所需的大量资金。而且我国的国有商业银行也可以在无追索权又不分散股权的条件下，将其缺乏流动性的贷款债权出售给 SPV，从而获取有流动性的资金，SPV 发行以贷款

债权资产为担保的证券，将信贷资产的违约风险分散到众多的投资者之中，使银行在提高其信贷资金的周转率和流动性的同时，也满足了资本充足率要求、分散了信贷风险。

传统的融资方式多以间接融资为主。在间接融资过程中，商业银行和其它存

款金融机构发挥了中介作用。而资产证券化却使传统的融资方式和金融中介服务发生了变化。

正如美国著名经济学家弗兰克·法布齐和弗兰克·莫迪格利亚尼所指出的：“资产证券化的金融创新浪潮，其真正意义并不在于发行的证券本身，而在于这种金融工具彻底改变了传统的金融中介方式，在借款人与贷款人之间，架起了更有效的融资渠道。”【ZW(】汪利娜

著：《美国住宅金融体制研究》，中国金融出版社 1999 年版，第 262 页。【ZW)】这

种融资的发展趋势被称为“非中介化”或“脱媒”(disintermediation)。【ZW(】脱媒是指银行业存放款媒介作用减少，表现为存款储户与借款客户的减少。“脱媒”现象不仅引起金融界的讨论，而且引发了法律界的关注。参见刘丰名：《金融创新

与新世纪国际金融法》，载于陈安主编：《国际经济法论丛》第 1 卷，法律出版社 1998 年版，第 301 页、第 316 页。【ZW)】

资产证券化起源于美国 60 年代末的住宅抵押债券的发行，随后资产证券化技术被广泛运用于

其它资产，并在 80 年代的欧洲市场得到蓬勃发展，且于 90 年代进入了亚洲市场 在发达国家

，资产证券化已发展成为公司融资活动的主要手段。例如，资产证券化市场已成为美国仅次于联邦政府债券的第二大市场，资产证券化也成为美国资本市场上最重要的融资工具之一。

【ZW(】1968 年，美国联邦国民抵押协会首次公开发行“过手证券(Pass-Through Securities)，此举开全球资产证券化之先河。(参见王开国等编著：《资产证券化论》，上海财经大学出版社 1999 年版，第 15 页。)到 1997 年，美国资产担保证券的发行额已达 2146 亿美元，是 1990 年的 5 倍 其中，发行额最大的三种资产证券是：汽车贷款担保资

产

证券、信用卡担保资产证券和住宅权益担保资产证券。在美国，未清偿抵押贷款证券和资产证券占债券市场的份额，也分别从 1986 年的 10.4% 和 0.1%，上升为 1997 年的 15% 和 4% 而 1997

年财政债券的比重为 30%，联邦机构债券的比重为 8%，市政债券的比重为 11%。（参见汪利娜著，前引书，第 254 页、第 269 页

。）〔ZW〕而在我国，随着证券市场国际化的逐步推进，也陆续有了一些资产证券化的操作实例。〔ZW(1)〕1992 年，上海证券交易所上市了第一支人民币特种股票——电真空 B 股；1993 年，中国企业在香港直接发行股份（称为 H 股），标志着中国企业开始步入世界融资市场。（参见陈安总主编、李国安主编：《国际货币金融法学》（国际经济法学系列专著之一），北京大学出版社 1999 年版，第

241 页。）1996 年 8 月珠海市人民

政府在开曼群岛注册了珠海高速公路有限公司，成功地根据美国证券法律的 144A 规则发行了

资产担保债券。该债券的国内策划人为中国国际金融公司，承销商为世界知名的投资银行摩根·斯坦利公司。珠海高速公路有限公司以当地机动车的管理费及外地过往机动车所缴纳的过路费作为担保，发行了总额为 2 亿美元的债券，所发行的债券通过内部信用增级的方法，将其分为两部分：其中一部分为年利率为 9.125% 的 10 年期优先级债券，发行量为 8500 万

美元；另一部分为年利率为 11.5% 的 12 年期的次级债券，发行量为 11500 万美元。该债券发行收益

被用于广州到珠海的铁路及公路建设，资金的筹集成本低于当时以商业银行贷款的成

本。1998 年 5 月，由香港豪升集团、花旗发展基金及印尼 ABS 金融公司等投资机构所创立的豪升 ABS(中国)控股公司与重庆市政府签订了发行 ABS 的计划合作协议。其债券发行的收益主要投资于交通、能源、工业、安居工程以及农业与旅游业等方面。（参见陆志明：《ABS 融资方式与传统融资方式之比较》，《经济导刊》1998 年第 5 期，第 36 页。）1998 年 7 月，中国银行

上海分行和广东发展银行上海分行签订了转让银行债权的协议，这是国内第一笔贷款出售，为我国开展信贷资产证券化奠定了基础。（参见沈沛：《信贷资产证券化——一项亟待实践的创新》，《资本市场杂志》1999 年第 3 期，第 14 页。）中国远洋运输总公司(COSCO)也在 1997 年通过私募形式发行 3 亿美元的以其北美航运收入为担保的浮息票据。（参见何小锋、刘永强：《资产证券化：中国的一个早期案例》，《资本市场杂志》1999 年第 3 期，第 30 页。）

〔ZW〕

鉴于资产证券化的诸多优越性，充分运用资产证券化这一创新融资技术，更有效地利用外资、盘活债权，已是我国融资领域的明智选择。与此相适应

，需要借鉴发达国家相关的法律制度；同时作为一项重要的金融创新，资产证券化所导致的“脱媒”现象亦值得从国际金融法角度予以研究。基于上述两种目的，本文试图对与资产证券化有关的若干重要法律问题作一尝试性的研究，以期抛砖引玉。

〔LM〕

〔HT〕〔HJ*2/3〕〔HT4” SS〕

〔DM(2)〕第一章■资产证券化的基本原理〔DM〕

〔BT1〕第一章■资产证券化的基本原理

〔BT2〕一、资产证券化的概念

作为一项重要金融创新，资产证券化目前仍处于不断完善与深化的过程中，其范围、载体和方式也正日益多样化和复杂化。相应地，处于不同发展阶段和站在不同的立场，对其概念会有不同的认识，在学界亦因此未对其形成统一的定义。为了便于对其有关法律问题开展探讨

，有必要先对其内涵作出界定，同时结合其与传统融资方式的比较，对其特征作必要刻画。

【BT3】(一)资产证券化的定义

关于资产证券化，有学者仅以其金融本质来定义，如 Gardener 认为：“它是使储蓄者与借款者通过

金融市场得以部分或全部地匹配的一个过程或工具。在这里，开放的市场信誉(通过金融市场)取代了由银行或其他金融机构提供的封闭市场信誉。”【ZW(】

张超英、翟祥辉编著：《资产证券化——原理·实务·实例》，经济科学出版社 1998 年版，第 2 页。

【ZW)】此外，美国证券

交易委员会的定义是：创立主要由一组不连续的应收款或其它资产组合产生的现金流支持

的证券，它可以是固定的或循环的，并可根据条款在一定的时期内变现，同时附加其它一些权利或资产来保证上述支撑或按时向持券人分配收益。【ZW(】王开国等编著，前引书，第 2 页。【ZW)】分析上面两种定义，可以看出，前

者是从资产证券

化的“非中介化”本质来定义，却没有揭示其运作的

基本步骤与结

构，不利于从法律关系的角度来理解这一概念。后者较前者更为具体地描述了资产证券化的运作机制，揭示的内涵是将应收帐款或其它资产转化为在金融市场上可以流通的

债务证券的过程，但仍然未描述其中的当事方及其相互关系，所以不够详尽。

鉴于上述两定义的利弊，笔者认为：资产证券化是一种结构融资过程(

当然亦是一种融资方式)，具体是指资产的原始权益人为了融资而将其拥有的、缺乏流动性、但

具有某种可预期现金收入属性的资产或资产组合汇集成一个“资产池”，然后将该资产池出售给

特别目的实体(special purpose vehicle, 简称 SPV)从而获取资产销售所得，SPV 则以该资产池的预期现金收入流作担保以发行证券。同时通过信用评级、信用增级等手段增强证券的信用以吸引投资者，资产池的现金收入流首先用于投资者所持证券的本息支付。

【BT3】(二)资产证券化的特征

资产证券作为创新金融工具，其融资机制与传统融资方式运作机制有巨大差别，而这种差别正是它的显著特征之所在。鉴于此，有必要将它与传统融资方式作一比较，以加深理解。

1. 资产证券化与其它传统融资方式的差别

(1)资产证券化与发行股票债券融资方式之区别。从金融学角度而言，前者被称为“二级证券化

”，后者则是“一级证券化”。“一级证券化”又被称为初级证券化，是指资金需求者采取发行股票、债券等方式在金融市场向资金提供者直接融通资金，其方式多为信用融资，只有政府和信誉卓著的大公司才能以较低的成本采用这种方式融资，属于增量的证券化；而“二级证券化”是指将缺乏流动性但能够产生可预见的稳定现金收入流的资产，

通过

一定的结构安排，对资产中风险与收益要素进行分离与重组，进而转化成为在金融市场上可以出售和流通的证券的过程。

“二级证券化”注重资产运作，是从已有的信用关系基础上发展而来的，基本上属于存量的证券化。〔ZW(〕王开国：《关于中国推行资产证券化问题的思考》，《经济研究》1999年第6期，第29页。〔ZW)〕此外，资产证券化项下的证券(以下统称为“资产证券”)和股票、债券所表征的权利内容不同。资产证券是属于有担保的债券，投资者对SPV享有设担保的债权，而股票则表明投资者对公司拥有股权，债券则是指投资者对发行人拥有普通的即无担保的债权的凭证。

(2)资产证券化与普通的抵押贷款的区别。资产证券本身的信用与发起人的信用等级相隔离，包括与发起人的破产风险相隔离，融资者与资金提供者之间不存在信用中介，属于直接融资方式；而抵押贷款情况下，商业银行起着“金融中介”角色，这种融资方式属于间接融资，而且借款人即使为此设置抵押却仍然没有将其信用与贷款本息的偿还相隔离。

(3)资产证券化与项目融资不同。资产证券是以资产池所产生的现金收入流所体现的应收款债权作为担保，而项目融资则是以项目的未来收益及作为附属担保物的项目公司资产作为还本付息来源，实行的是“浮动抵押”。

2. 资产证券化的显著特征

从前述比较可以看出资产证券化作为一项新型融资方式与传统融资手段有各种差别，其显著特征可归结如下：

(1)资产证券化是一种结构融资方式。这种融资方式的要点是将资产按其特点(期限、利率、信贷品种)进行分解、细分、重新组合和重新定价，并重新分配风险与收益，这是对金融中介的初级产品的一种“深加工”，以实现提高金融产品质量、信用等级和分散风险的目的。同时，资产证券化将传统的借款人——金融中介机构——储蓄者的信用链条，延长为一种较长的信用链，即一个由储蓄者、借款人、中介机构、保险机构、投资机构和众多中小投资者组成的更长的信用链，〔ZW(〕汪利娜著，前引书，第263页。〔ZW)〕使传统金融中介机构的功能得到合理的分解，其风险更分散，从而增强抗风险的能力。

(2)资产证券化是一种非负债型融资方式。根据1997年的美国财务会计准则第125号《转让和经营金融资产及债务清理的会计处理》的规定，鉴于被证券化的资产已经以真实出售的方式转让给SPV，原始权益人(亦即资产证券化的发起人)已经放弃了对这些资产的控制权，允许原始权益人将证券化资产从其资产负债表剔除并确认收益和损失，从而在法律上确认了以表外方式处理资产证券化交易(即指资产证券化的运作过程)的原则。

〔ZW(〕王开国等编著，前引书，第6页。〔ZW)

〕因此在不改变资本的前提下减少了资产

的库存，使原始权益人的资产负债情况有所改善。由于对原始权益人无追索权，资产的风险由投资者和担保机构等承担。

〔BT2〕二、资产证券化的基本结构

资产证券化作为一种新型的结构融资方式，理解其基本结构是廓清其基本法律关系的前提，而从金融特征看，

交易当事人、交易程序(或运作程序)以及当事方的法律关系共同形成资产证券化的基本结构。以下作进一步介绍与分析。

〔BT3〕(一)资产证券化交易结构模式

交易结构模式是从静态角度描述资产证券化的基本结构。为了便于理解，特将其交易结构模式作图如下：

〔CRFL61，BP#〕

从上述图解可知，资产证券化融资的当事人包括：资产的原始债务人、资产的原始权益人即证券化的发起人、SPV(即发行人)、投资银行、资信评级机构、信用增级机构、服务人、投资者、受托管理机构及通常由其提供某种中介服务的律师、会计师、审计师等(由于这些中介服务提供者，如律师、会计师等在所有融资方式中均存在，故在图中从略。)

在资产证券化融资过程中，发起人、SPV、投资者是最重要的当事人，他们之间的关系是整个融资过程的主轴。因为依前述资产证券化的定义可知，由发起人向 SPV 出售资产或资产组合，SPV 以资产池的现金收入流为担保向投资者发行证券，证券发行收益由 SPV 用于向发起人

支付资产价款，资产池产生的现金收入流量用于向投资者支付证券的本息。整个融资过程需要投资

银行、资信评级机构、信用增级机构、服务人、受托管理机构、律师、会计师等提供各种功能的服务，否则无法实现资产证券化目标，所以从这一角度而言，这些主体仅处于辅助地位。

由于发起人是原始权益人，便于向原始债务人请求履行债务，所以他往往又充当资产池的服务人，负责收取资产池的现金收入流量。

从总体而言，要实现资产证券化的融资目标，理论上需要以下客观条件：(1) 拟证券化的资产，

能够产生可预期的稳定的现金收入流，这种收入流是固定的或循环的；(2) 发起人对拟证券化

的资产拥有所有权；(3) 发起人将资产以“真实出售”的方式转让给 SPV；(4) SPV 是有法律地位

的法律实体、享有税收优惠、经营范围与活动也受到一定的限制；(5) 存在理性、成熟的证券投资者。

〔BT3〕(二)资产证券化的运作程序

资产证券化的运作程序是从动态角度对资产证券化基本结构进行描述。为了进一步理解资产证券化原理，结合上图，按步骤将其运作程序详细介绍如下。

1. 确定证券化目标，组成资产池(Asset Pool)。发起人首先应根据自身的需求确定证券化目标，对自己所拥有的能够产生未来现金收入流的

资产进行清理、估算和审核，依据证券化目标确定拟证券化的资产规模，对这些资产再进行汇集组合，形成一个资产池。为了使证券化能够成功，要确保资产池的预期现金收入流入量大于资产证券的预期还本付息额。

2. 组建 SPV，实现“真实销售”。SPV 在资产证券化过程中处于核心地位，如果缺少它，那么就无法实现该融资的目标。

SPV 以经营资产证券化为唯一目的，在法律上是一个独立的实体 因此对 SPV 的经营必须作必要的限制，如，不能发生证券化业务以外的任何资产和负

债，在对投资者付还本息之前不能分配任何红利、不得破产等。其收入主要来自资产证券的发行收益。

SPV 组建之后，由发起人通过与 SPV 签订买卖合同将资产池出售给 SPV。为了确保该出售是“真实销售”，应当在合同中明确约定当发起人破产时，该资产不列入破产财产范围，从

而达到“破产隔离”(bankruptcy remote)的目的,也就是将资产池的质量与发起人自身的信用水平分隔开来,从而使投资者利益不会因发起人破产而受损害。在判断是否实现真实销售时,应当考虑到发起人出售资产的行为是否为所在国破产法所禁止,如果该资产出售行为

是违法的,那么就没有实现真实销售。【ZW(】例如《中华人民共和国企业破产法》(试行)第35条之规定。【ZW)】

3.完善交易结构,进行内部评级。SPV要与发起人指定的服务人签订贷款服务合同;与发起人一起确定一家托管银行并为之签订托管合同;与银行达成提供流动性支持的周转协议;与证

券商签订证券承销协议,通过一系列的合同安排来完善交易结构。【ZW(】有关的合同安排在本文以下部分作专门分析。【ZW)】然后,聘

请信用评级机构对该交易结构及设计好

的资产支持证券进行“内部评级”。信息评级机构主要是通过对各种合同与文件的合法性与有效性进行审查,从而对交易结构和资产支持证券给出内部评级结果。

4.信用增级。如果仅仅以资产池的现金收入流作担保,发行的资产证券是难以吸引投资者的,因此,

SPV必须采取各种信用增级手段,提高该证券的信用等级。信用增级手段可以分为内部信用增级与外部信用增级。内部信用增级方式有:(1)

破产隔离;(2)发行优先级证券和次级证券。优先级证券有权先获得本金和利息的支付,

只有当优先级证券持有人获得完全支付的情况下,次级证券才可能被支付。次级证券的利息高

于优先级证券利息,使其仍具有吸引力。外部信用增级手段主要是第三方提供担保,即以银行信用证或保险公司的保单等为资产证券提供担保,一旦SPV违约,则由银行或保险公司支付到期证券的本息。

5.证券的发行评级及销售。在信用增级之后,SPV聘请知名的信用评级机构对资产证券的发行进行评级,并将评级结

果向投资者披露,然后由证券承销商向投资者销售证券。

6.SPV获取证券发行的收入,向发起人支付购买资产的价款。

7.资产证券发行完毕后,到交易所挂牌上市。

8.实施资产管理,到期支付证券本息。由资产证券化的发起人自身或“服务人”负责对资产池进行管理,具体负责收取、记录由资产池产生的

现金收入,并将这些款项全部存入托管行的应收款专用帐户。托管行按约定建立积累金(该积累金是用于证券本息的支付),交给SPV管理,由受托管理机构向SPV收取证券本息后再对投资者进行支付。

9.由SPV支付聘用各种机构的服务费用。


【BT2】三、资产证券化的合同安排

由前述资产证券化的交易结构可知,一个成功的证券化交易的关键之一是SPV的组建与运作。其它参与方都是通过一系列的合同安排与其建立某种法律关系

,从而构成一个严密而完整的运作结构及流程,达到证券化融资的目的。以下是一个关于资产证券化的合同安排结构模式图。

【TPA, +150mm, BP#】

为便于理解上图,以下将其中的合同或协议按资产证券化的几个主要阶段作简要分析。

【BT(3+1)】(一)组建资产池所涉及合同——应收帐款合同  (Underlying Receivables Contracts) 【BT)】

■ ■ ■ 本合同是发起人与债务人之间签订的，发起人依此合同有权向债务人主张应收帐款债权，合

同项下的应收帐款是发起人准备将其汇集成资产池而进行证券化的资产。该合同是组建资产池的基础性法律文件。

【BT(3+1)】(二)出售资产池所涉合同——应收帐款出售协议 ■ ■ ■ (Receivables Sale Agreement) 【BT】】

■ ■ ■ 本协议是发起人向 SPV 出售资产池时所签订的，主要内容是发起人将其应收款所涉债权转让给 SPV，从而使 SPV 可获取该让与债权所涉应收款资产的

所有权，达到“真实销售”(true sale)的目的，这样该应收款资产就从发起人的资产负债表中移出，在发起人与 SPV 之间创造“破产隔离”(bankruptcy remote)，使发起人的破产风险与被证券化的资产进行隔离，即使发起人进行破产清算，投资者的本息回报也不受影响，同时投资者也因此对发起人不具有追索权，发起人融资行为相应也被称为“表外融资”。

【BT3】(三)与 SPV 运营有关的合同文件

1. 信托契约与担保文件(Trust Deed /Indenture and Security Documents)

这些契约、文件是 SPV 与受托人签订的，其中信托契约规定了信托的条款，包括受托人对证券持有人的义务以及受托人对信托财产的权利。在美国，由 1939 年《信托契约法》对此种契约进行调整，即规定那些由美国证券交易委员会

登记的公开发行的债券的通常责任。受托人的职责包括代表 SPV 的利益从发起人处购买资产，也包括向投资者发行证券。服务人将资产池的现金收入流存入 SPV 的信托帐户，由受托人将其转给投资者。如果款项没有马上转给投资者，受托人有责任对款项进行再投资。最后当服务人取消或不能履行其职责时，受托管理人应该并且能够代服务人履行其职责。

资产的信托是由 SPV 与信托人组建的，其主要职责是对资产进行联营、进行一般的贷款，收回到期贷款的权利，用于担保贷款安全的债券利息的管理、保险金管理及信用增级等。

2. 公司服务协议(Corporate Services Agreement)

本协议由 SPV 与公司服务提供商签订，主要内容是规定了公司服务提供商(不同于一般意义上的

“服务人”)在证券化交易中的角色与义务，即公司服务提供商在收取服务费的同时向 SPV 提供独立董事

，以帮助 SPV 进行经营决策与管理，更重要的是用于维护投资者的利益。设置独立董事的目的

在于保证 SPV 的不易破产性，以保证证券的还本付息。如果 SPV 设立董事会，则至少应有一个

独立董事。在实质性地改变 SPV 的目标和修改其组织文件时，需征得独立董事的同意，以保持其中立性。基于这种形式基础上的资产转让，被认定为“真实销售”，因此法律允许对其进行“表外处理”。

3. 公益信托(Charitable Trust)协议

由 SPV 与参与受托人签订的公益信托协议，是有决定权的信托(discretionary trust)的一种

形式，其中的信托财产由受托人为公益目的而不是特定具体的个人或一些人的目的而持有。

这种信托经常用于作为证券化中破产隔离的 SPV 的组建的一部分。在英国，公益信托豁免于所得税及资本利得税费。【ZW() John Deacon, *Securitisation: Principles, Markets and Terms*, 1st ed., Asia Law & Practice Publishing Ltd.1998,p219. 【ZW()

【BT3】(四)为 SPV 提供服务的合同安排——服务协议(Services Agreement)

本协议由普通的服务人或仅提供担保的服务人与 SPV 签订。其主要内容是：由服务人向发起人收取被证券化的资产所产生的现金收入流，并将其支付给 SPV，同时由 SPV 向其支付服务费

。在证券化交易的实际操作中，发起人往往担任服务人，由于应收款是依发起人与债务人的标的应收款合同而产生的，由发起人收取应收款更为方便、有效，同时也让发起人获取服务费收入。服务人还向受托管理人和证券持有人提供有关资产组合(即指“资产池”)的月份或年度报告。这些报

告将详细说明收入和支出资金(包括本金和利息)的来源、本金余额、遵守信用应支付的费用数额，以及用以向证券持有人说明财务状况和纳税情况的必要信息。

【BT3】(五)与信用增级有关的合同安排

1.流动性便利协议与信用证(Liquidity Facility and /or L/C)

为了吸引投资者，证券化过程中须对证券发行进行信用增级，其中由 SPV 与流动性便利或信用证提供者签订的相应协议即是一种信用增级手段。本协议中的 SPV 的相对方一般是银行，由后者对前者的资产流动性提供支持或提供信用证来保证向投资者支付证券本息。

2. 偿付协议(Reimbursement Agreement)

该协议由 SPV 与单线保险人【ZW() 单线保险人在此指仅仅从事信用保险业务的保险人。如果债务人不能全额支付则由单线保险人签发保险单来保证向债权人

履行支付义务。See John Deacon, *supra*, p181. 【ZW() 或担保人签订。由后者在证券化交易

中为应收帐款的债务人向 SPV

提供担保，保证其支付义务不受外汇的汇兑风险的影响。单线保险公司在美国较常见，一般都持有 AAA 级信用级别，由其担保向 SPV 偿付应收款，那么 SPV 发行的证券的信用级别也因此

会升至 AAA 级。【ZW() John Deacon, *supra*,p219. 【ZW()

3. 保险单或相应担保协议(Note Insurance Policy or Guarantee)

这些文件是由单线保险人或其它担保人向投资者提供的，由前者向投资者提供证券还本付息的担保。

【BT3】(六)与 SPV 的资产风险管理有关的合同安排

1. 担保投资合同(Guaranteed Investment Contract,简称“GIC”)

该合同由 GIC 提供人与 SPV 签订 由于在证券化交易中投资者会因被证券化资产提前偿付而承

担再投资风险，即受领提前偿付的人在当前市场中仅仅可以低利率对提前偿付资产进行再投资所致的损失，因而为规避该风险可以由提前偿付的资产受领人，通常是 SPV 来安排一个有担保利率的再投资，GIC 就是这种规避再投资风险的合同安排。【ZW() Id.,p198. 【ZW() 不论使用 GIC 还是其它投资形式，信用评级机构将要求投资是一个恰当地被评

级的实体的保证金或由该实体发行的票据。【ZW() Id.,p18. 【ZW()

2. ISDA 主协议或国际外汇交易主协议

ISDA 主协议是指 ISDA(英文原称为 International Swaps and Derivatives Association, 指国际互换与衍生工具协会)出版的主协议的标准格式, 其包括“ISDA 主协议 1987”和“ISDA 主协议 1992”两种格式。这些标准协议中的衍生工具和外汇交易的条款与条件为主协议的当事人在另一方破产时提供保护。〔ZW(1)〕所谓“互换”即在约定的日期到来时, 双方按约定的条件向对方支付本金和利息。参见陈安总主编、李国安主编, 前引书, 第 566 页。〔ZW〕

国际外汇交易主协议(英文原称为 International Foreign Exchange Master Agreement, 简称 IFEMA)。它包含了现货外汇交易合同与远期外汇交易合同的主要条款与条件。SPV 与金融互换相对方或外汇交易相对方签订了上述两种协议, 目的在于对资产进行保值及规避利率与汇率风险, 是证券化交易中的风险管理手段。

〔BT3〕(七)与资产证券的发行有关的合同安排

1. 认购或承销协议或中间商协议(Subscription/Underwriting Agreement or Dealer Agreement)

这些协议由 SPV 与牵头经理人或证券承销商或中间商签订。依前述, 牵头经理人有职责为 SPV 发行证券, 故签订协议来规范其认购或承销行为。但是在资本市场中, 投资银行往往是资产证券的主要承销商或中间商, 它们都具有丰富的承销经验, 与其签订承销协议或中间商协议有利于证券的发行。协议主要规定承销证券的类型、数量、价格处理、法律适用等问题。

2 FRNs 或 CP 与保证契约及发行公告或信息备忘录(FRNs or CP and Deed of Covenant and Offering Circular or Information Memorandum)

FRNs 英文原名为 Floating Rate Notes, 意即浮动利率票据, 是一种以浮动利率支付的类似于

债券的债务工具, CP 英文原名为 Commercial Paper, 意即商业票据。这种商业票据可以是英

格兰

银行管制下的在英国市场中流通的最长不超过 364 天的或在欧洲市场上为期一年或少于一

年

的

无担保的短期债务工具。在美国市场

上

流通的不超过 270 天的商业票据可得到美国证券交易委员会规则 3(a)3 的豁免, 如期限为

183

天或更少, 那么也可以得到 1982 年税收公平与财政责任法的豁免。〔ZW(2)〕John Deacon, su

pr

a, p138. 〔ZW〕保证契约是证券发行人(通常由 SPV 或其受托人担任)与投资者订立的, 规定

SP

V 不履约造成损害时, 投资者可向其进行追索, 并且由发行人对必要的、根本的信息的准确

性与可靠性作出必要保证。

发行公告是由证券发行人(即 SPV)制作的陈述证券发行条件的文件, 如果证券发行要在证券

交易所挂牌上市, 则须满足相应的要求。对于不挂牌上市的证券, 如向公众发行, 则发行公

告中应包含公告说明书(后者是英国独有的要求)。信息备忘录是中期票据或商业票据发行计

划的一般条款, 可包含特定事项目录表或公告说明书。〔ZW(2)〕John Deacon, supra, p169.

〔ZW〕 这些文件均是规范证券发行人与投资者的证券发行法律关系的基本文件，以保证发行的公开性、准确性和可靠性。

综上，可以看出资产证券化融资方式涉及多方当事人，而这些相关的当事人均通过合同紧密联结起来，形成一定的合同结构，各方依相应的合同行使权利，履行义务，并从相应的合同中获得应有的利益，从而保障资产证券化目标的实现。所以，有人主张说，资产证券化是在特定环境下，相关利益主体利益驱动机制作用的结果，也就是说，资产证券化的出现是发起人(原始权益人)、投资者、许多中介组织、SPV 等市场主体的内在利益驱动的共同

结果。同时资产证券化的成功也有赖于法律环境、监管环境、资产属性、市场体系、风险等外部约束。〔ZW(〕 尹龙：《资产证券化：动力、约束与制度安排》，《金融研究》1999 年第 2 期，第 59-61 页。〔ZW〕 因此，从某种意义上讲，资产证券化的合同结构是交易各当事方内在利益驱动力和外部约束条件在法律关系上的反映，融资过程因此具有稳定性，资产证券化也就相应成为一种成熟的融资方式。

〔LM〕 〔DM(〕 第二章■资产证券化若干法律问题探析〔DM)〕

〔BT1〕 第二章■资产证券化若干法律问题探析

由于美国、欧洲国家、日本等国资产证券化的市场运作及立法实践经验丰富，研究和借鉴相关

的法律规定，有利于我国开展此项业务以及我国企业到海外发行资产证券，也有助于我国相关立法的完善。首先，考虑到资产证券化运作

过程的各个阶段具有相对独立性，本文拟对其中最重要的破产隔离、资产证券发行与交易两阶段所

涉及的法律问题加以分析；其次，税收是影响资产证券化成本的主要因素之一，对与资产证券化有

关的税收法律与政策的分析，有助于当事人选择可享受税收优惠待遇的资产证券化运作方式；接着，由于银行是金融体系的重要组成部分，其从事资产证券化对金融体系、银行监管有巨大影响，银行从事证券化交易的法律问题具有特殊性，故本章特辟专节予以研究；最后，虽然我国已有零星

的资产证券化操作实例，但广泛开展还有赖于完善的法律制度环境的创设，而如何在我国创设有助于资产证券化深入开展的法律环境，则是更值得研究的课题，这也是前面从外国法角度对

几个重要法律问题分析的目的和归宿所在。

〔BT2〕 一、与“破产隔离”有关的法律问题

〔BT3〕 (一)“真实销售”若干法律问题

“破产隔离”(Bankruptcy Remoteness)是指当发起人破产清算时，被证券化的资产不纳入其破产财产，该资产所产生的现金收入流将按照证券化交易的运作程序用于向投资者支付证

券的本息，从而使投资者的投资回报不因发起人破产而受任何影响。可见，“破产隔离”是资产证券化成功的关键要素之一。而根据资产证券化原理，实现“破产隔离”的前提，则是资产的“真实销售”。为此，以下先就“真实销售”涉及的几个问题作若干探讨。

1. 判断资产出售与融资担保的标准

在资产证券化的具体操作中，常常出现资产出售与融资担保难以区分的情况，而这种不确定性的存在，势必影响到“

真实销售”能否实现。因此，有必要就资产出售与融资担保的区别规定一个判断的标准。

在美国，财务会计准则委员会(Financial Accounting Standards Board,简称 FASB)早在 1981 年就将此列入议程，并于 1983 年颁布了 FAS77 即《转让人对转让有追索权的应收帐款的报告

》。在该《报告》中，FASB 提出，如果满足以下三项条件，转让人的转让行为视为销售：
A. 转让人必须放弃对应收帐款任何未来利益的控制权；
B. 转让人因转让资产协议中有追索权条款而可能承担的负债是能够合理估计的；
C. 除非通过转让资产协议中的追索权条款，受让人不能将应收帐款退还给转让人，否则转让人只能将其视为贷款。【ZW(】葛家澍主编：《中

级会计学》，中国人民大学出版社 1999 年版，第 437-438 页。【ZW)】

在英国法中，有三种转让应收帐款的简单而便利的机制，即更新(Novation)、从属参与(Sub participation)、让与(assignment)。

(1)“更新”是指依应收帐款合同而存在的权利义务被撤

销，而由另一个新的债权人来替代原债权人的过程。由于“更新”要求资产证券化的发起人、发行人和债务人的共同同意，所以在发行人组建巨大的应收帐款资产池时很少用到这种方式。

(2)“从属参与”是指从属参与人购买原始贷款人贷款收入的一种安排。因而从属参与被认为是一些金融资产收入的转让。在此，从属参与者承担着双重信用风险，即借款人未偿还贷款的风险，以及即使借款人偿还贷款，但贷款人不向从属参与者汇出收入款项的风险。从属参与者可以通过贷款协议中设置的抵押权条款来降低上述双重信用风险。但是，从属参与并未被

运用到证券化交易中，其主要原因是，向发行人转让应收帐款资产池的参与利益可能构成英国 1986 年《金融服务法》第 75 条意义上的“集体投资方案”而被严格监管，从而使从属参与者

可能成为“集体投资方案”的“方案参与者”，不得不承担该法所要求的登记义务。【ZW(】林准超等译：《英国金融服务法》，中国民主法制出版社 1997 年版，第 84-87 页。【ZW)】

(3)“让与”是建立资产池最常用的方法。根据让与安排，原始权益人(发起人)转让的是其合同权利而不是合同义务。英国法中有两种让与：成文法让与和衡平法让与。依照英国 1925 年《财产诉讼法》第 136 条规定，如果一项让与是由转让人以书面形式作成并且以书面形式通知了债务人，则该让与视为成文法上的让与，也就是指这种转让是一种从通知之日起在法律上有效的转让。【ZW(1) [英] A.G.盖斯特著：《英

国合同法与案例》，中国大百科全书出版社 1998 年版，第 405 页。【ZW)】如果让与不符合成文法的形式要件则视为衡平法的让与。发起人与发行人之间买卖应收帐款的协议，如果其有约因支持，也视为一项衡平法的让与。大多数资产证券化过程包括将应收帐款向发行人作衡平法让与。其原因有二：A. 完成一项成文法让与必须向债务人作书面通知，而应收帐款资产池规模庞大，债务人人数众多，通知义务的履行十分困难；B. 债权人不愿意让债务人知道其债权已售出。

从上可知，在英国，只有让与方式最适于资产证券化运作，所以判断转让是“真实销售”还是“融资担保”也就是“卖断的让与”和“为设定担保权益而作的让与”之区别问题。

而后者不同于前者，其关键在于让与人对受让人的债务解除时，让与关系将自动终止。【ZW(】沈达明编著：《英美合同法引论》，对外经济贸易出版社 1993 年版，第 183 页。【ZW)】也

就是在融资担保的场合，让与人一旦履行了对其受让人的义务，则有权取回让与资产的所有

权，该资产对受让人而言起着物权担保的作用，这样的让与类似于大陆法系国家的“让与担保”。

综上所述，要区别“真实出售”与“融资担保”，不论从会计处理准则的角度还是从法律角度分析，其关键均是如何认定真实销售的本质特征。从资产证券化的行业惯例看，可以得出这样一个结论，即真实销售的决定性特征是资产的原始权益人即证券化发起人已经真正转移了该资产的所有权益和相关的风险。〔ZW(〕

Meredith S. Jackson, Asset-Backed Lending to Asset-Backed Securitization -A Case Study, Stanford Journal of Law, Business & Finance, Fall, 1995.

〔ZW〕 2. 发起人提供担保与“真实销售”目的的冲突与协调

在证券化的证券发行中，往往要对证券化资产进行信用增级，因为只依靠该资产作为证券的担保是难以吸引投资者的。而在信用增级中有一种称为“内部增级”的形式，即由发起人为证券化资产（即其向 SPV 所让与的资产）的收入提供担保 这样就使 SPV 获得对发起人的追索权

，发起人实际上仍然承担了该资产的全部实质性风险。对于发起人而言，就难以实现“真实销售”的效果，即不会实现将资产出售而以“表外业务”处理和分散风险的效果。如果该发起人是银行，那么它仍然不能摆脱资本充足率指标的压力，也难以提高资金的流动性以改善资

产负债管理。简言之，发起人在向 SPV 提供证券化资产收益的担保时会产生与“真实销售”效果的冲突问题，使发起人仍然承担风险。

为避免这一问题的出现，最好采用第三方信用增级的方式，包括第三方部分信用增级与第三方完全信用增级。前者一般由信用等级较高的金融机构提供，如由银行提供承担主债务人责任的备用信用证以及由保险公司提供承担主债务人责任的金融担保。后者也包括两种形式，即由银行

出具信用证对证券本息的全额支付予以担保，以及由保险公司对证券的本息支付提供全额的保险。第三者完全信用增级完

全消除了投资者承担的信用风险。这种增级方式对投资者而言，他们无需精确估计信用担保在数量上的充分性，也无需精确分析资产池中的

资产信用状况，而只需对信用增级者的信用作出评估和判断。〔ZW(〕王开国等编著，前引书，第 79 页。〔ZW〕 3. 优先权问题

资产转让涉及到有关当事人的优先权。优先权是指能够抗辩被转让资产的多种请求权的权利级别

。在证券化的融资交易中，资产受让人通常都希望在应收帐款上拥有抗辩任何第三方的优先权。各国关于优先权的法律规定不尽相同，为协调它们之间的冲突，联合国国际贸易法委员会（以下简称联合国贸法会）下设的国际合同惯例工作组制定了《国际贸易中的应收款转让公约》草案，为统一“优先权”规则作出了努力。

依《公约》草案之规定，首先，若干受让人之间的优先权，由转让人所在国法律管辖，享有优先权的受让人可随时自愿将其优先权退让到其他受让人之后。其次，受让人与转让人的债权人之间的优先权，由转让人所在国法律管辖。再次，如果破产程序在转让人所在国以外的国家进行，则《公约》不适用于规范破产管理人的权利或资产转让人的债权人的权利。〔ZW(〕杨国华：《国际贸易中的应收款转让公约评介》，《国际贸易问题》2000 年第 2 期，第 57 页。〔ZW〕

此外,《公约》草案还设计了两种可供当事人选择适用的确定优先权的规则。一种是以登记顺序为依据的优先权规则,即若干个受让人之间的优先权,应当根据《公约》草案就该转让进行登记之顺序确定,而不论应收帐款转让的发生时间。另一种是以转让合同的订立时间为依据的优先权规则,即最早订立转让合同的受让人取得对应收帐款的权利。【ZW(1)】杨国华,前引文,第58页。【ZW】更为重要的是

《公约》草案第23条第(2)款还规定:“优先权的冲突可以通过存在争议的各方受让人订立协议来解决。”【ZW(2)】Steven L.Schwarcz,Towards a Centralized Perfection System For Cross-border Receivables Financing, 20 University of Pennsylvania Journal of International Economic Law.455,Fall,1999.【ZW】

由于证券化交易程序的分阶段特征,当事人尤其是发起人可在不同国家之间进行跨国证券化交易。同时,随着国际贸易的增长,其应收帐款的融资也日显重要。《公约》草案对转让应收帐款产生的优先权问题的准据法规则以及解决冲突的规则的统一规定,对国际贸易融资的开展,以及跨国证券化的实施、证券化融资方式的国际推广都提供了制度上的便利。尽管《公约

》草案尚未生效,但是在经济全球化、金融市场国际化的推动下,必将成为一个新的基础性国际贸易融资公约。其所确立的规则也为发起人与SPV之间实现真实出售基础上的“破产隔离”扫除障碍。

【BT3】(二)SPV(Special Purpose Vehicle)的法律问题

特殊目的实体SPV是英美法系法律制度的产物,离开SPV,证券化交易将无法实施。由前所述,证券化交易的法律关系体现于SPV与其它证券化交易当事人所签订的一系列协议。可以说SPV是证券化交易当事人中的核心。SPV的组建及其法律地位关系到其税收上的地位,影响到证券化交易的税费支出及成本。所以,必须专门就此作一分析。

1. 对SPV的行为的限制

设立SPV的主要目的在于破产隔离,为此,对SPV的行为应作必要的限制。首先,对行为内容的

限制,即SPV只能从事与证券化资产有关的经营活;其次,对承担债务的限制,即禁止S

PV承担债务,SPV只能以证券化资产为担保,发行证券并对投资者偿还本息。再次,对特殊的重大行动的限制,禁止SPV解散、破产、收购、合并,以及出售其所有或实际上所有的资产。这些限制性事项应当记载于SPV章程,且SPV组织文件的修改以及开始破产或清算程序,都应出示不受SPV或其联属机构控制的独立董事出具的表示同意的书面文件。【ZW(1)】Michae

l S.Gambro & Scott Leichtner,Selected Legal Issues Securitization, North Carolina Banking Institute,131, March,1997.【ZW】

对SPV的活动进行限制,是由SPV本身在证券化交易所处的地位与作用所决定的,SPV是为

实现“破产隔离”而设立的实体,在证券化交易中处于不可替代的核心地位,其它各方均以各种契约安排与之建立某种法律关系,从而完成整个交易。同时为了融资的效益和安全,SPV的行为须服从于“非破产性”和目标“单一性”要求,【ZW(2)】即指SPV只能从事与证券化资产有关的经营活。【ZW】尽量减少风险,降低成本。

2. SPV的组织形式

作为资产证券化起源地的美国,SPV的组织形式具有典型性。美国的SPV形式可以是信托、公司或有限合伙。【ZW(3)】Jennifer Burke Sylva, Bowie Bonds Sold For Far More Than

a Song: The Securitization of Intellectual Property as a Super-Charged Vehicle For

High Technology Financing, Santa Clara Computer and High Technology Law Journal, Vol15, January, 1999. [ZW]

首先, 信托形式的 SPV 有两种具体类型, 即让与人信托 [ZW] 这是一种在美国常用于证券化

交易的信托, 如果该信托不从事营利活动而且仅发行单独一类的信托利益凭证以及不能改变其中

的约定条件, 那么美国国家税务署将视其达到“财务透明”。See John Deacon, supra, p165. [ZW] (Grantor Trust) 和所有人

信托 (Master Trust)。[ZW] 所有人信托又称信用卡信托。在美国, 它常用于证券化交易, 具体

是用以汇集应收帐款的资产池并以该资产池及其收入为担保定期以系列“龙头发行”(即指发行人在融资需求充足时有能力发行更多的证券的情况下所作的发行)方式发行信托凭证。See John Deacon, supra, p179, p213. [ZW]

如果采取让与人信托, 那么对信托资产或收入拥有控制权的人负有

纳税义务。也就是, 如果对信托资产的所有本金和收入拥有控制权, 那么受益人(也即投资者)应就全部信

托收入和所得承担纳税义务而让与人信托本身无需纳税, 因为依美国联邦所得税法, 让与人信托是非应税实体。因此, 对于过手证券 [ZW(1)] 过手证券是资产证券的一种形式。它代表对具有

相似的到期日、利率和特点的组合资产的直接所有权。这些组合资产保存于 SPV, 所有权证书则出售给投资者。发起人要为这些资产提供服务(也就指发起人同时充当服务人), 并收取本金和利息, 从中

扣除服务费, 将剩余款项过手给投资者。[ZW] 的投资者而言, 其通过现金投资而成为让与人, 相应地应当按其信托中所占权益的份额进行纳税。在所有人信托情况下, 所有人信托只有一种权益类别, 在美国税法上这类信托被认为是固定投资信托, 即被认为从事营利活动且

具有一定的合伙组织特征, 而不被视为公司。由于合伙是免税实体, 所以所有人信托无需纳税。因此

, 购买资产权益的投资者, 也就是债券持有人和信托凭证持有人可以从中得到税收优惠。

其次, 公司形式的 SPV 较常见。因为公司营业执照和章程可以包含有利于开展融资的对商业活动进行限制的条款, 而且证券化融资中的参与者通常熟悉公司破产以及公司经营管理事宜。这样有助于当事人在遇到法律风险时解决问题。尽管公司的经营范围有限, 但 SPV 仍然可以发行符合 SPV 经营目标的证券 如果从税收减免角度而言, 公司未必是 SPV 最合适的形式

式。因为公司要单独缴纳税款, 这将在发起人与 SPV 存在母子公司关系而合并纳

税时导致总体纳税额的提高。如果 SPV 由第三方设立, 则不会导致和发起人合并纳税, 那么可以通过平衡 SPV 的收支来降低应纳所得税金额。

再者, 有限合伙组织中的普通合伙人负连带的无限责任; 而其中的有限合伙人以其出资为限对合伙债务负有限责任但无经营管理权。依美国税法, 合伙是免税实体, 为了避税, SPV 会采用有限合伙的形式。

[BT3] (三) 避免“实体合并”(Substantive Consolidation) 问题

所谓“实体合并”, 是指在母子公司均破产, 母子公司的财产加在一起不够支付所有债权人

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库