

我国信贷资产证券化对将来债权的引入

刘晓静（中美比较法 13 级）

摘要

资产证券化作为一种金融创新工具,近几十年来在国际金融市场上备受青睐,其中将来债权的证券化在各国已有成功实践。目前我国的资产证券化以信贷资产证券化为主,采取的是信托方式,基础资产限定为现有债权。由于资产证券化在我国尚属新兴的金融工具,我国的法律体系还没有做出与之相适应的调整,对于将来债权更是缺乏规定。鉴于此,本文针对我国的信贷资产证券化实践的需要,利用比较和分析的方法,主要以德国和美国的相关法律为参照,对将来债权的可转让性及转让的生效时间进行了分析;在设立信托的具体问题上,对其在我国现行法律背景下遇到的法律障碍进行了分析,进而对将来债券的证券化操作提出建议,希望能对我国的信贷资产证券化的开展起到一定的借鉴意义。

关键词: 资产证券化 将来债权 转让 信托

一、概述

资产证券化是 20 世纪 70 年代起源于美国的一项重要金融创新活动,美国证交会在其 2005 年颁布实施的专门规范资产证券发行和信息披露的新规则中将资产证券被定义为:“以按其条款可在一定期间内转换为现金的应收款或其他金融资产组成的特定资产池的现金流(固定或循环)作为主要偿付来源的证券,附带用来保证向证券持有人支付或及时分配收入的任何权利或其他资产。但是,在金融资产为租赁的情形下,可以通过处分该租赁项下实物资产所得的现金收入将那些资产部分转换为现金。”简单而言,资产证券化是指资产的原始权利人将资产出售给特殊目的机构¹(Special Purpose Vehicle, SPV),SPV 以受让的该基础资产的未来现金收益为支持发行证券,以证券发行的收入来支付购买基础资产的价款,并以资产产生的支付流支付本息给投资者。资产证券化的产品种类丰富,如不良资产证券化、汽车贷款债权的证券化、信用卡应收贷款的证券化、著作权的证券化等。总体而言,可以作为资产证券化标的的资产分为三种:金融债权、不动产物权和知识产权。²

我国于 2005 年真正启动资产证券化的实践³,目前资产证券化市场分为信贷资产证券化和企业资产证券化两大体系。因企业资产证券化尚难解决表外处理的难题,其发展受到限制,采用信托结构的信贷资产证券化成为我国资产证券化的主要代表。根据中国人民银行、中国银行业监督管理委员会公布的《信贷资产证券化试点管理办法》对我国信贷资产证券化进行的定义⁴,我国信贷资产证券化

¹ 特殊目的机构,或“特定目的机构”,一般有特定目的公司、特定目的信托、一般合伙(有限合伙)或隐名合伙(有限合伙)等形式。特定目的公司和特定目的信托是 SPV 的主要形式。

² 甘勇:《资产证券化的法律问题比较研究》,武汉大学出版社,2008 年第一版,第 11 页。

³ 2005 年 3 月,国务院正式批准中国建设银行和国家开发银行作为信贷资产证券化的试点单位,并成立了信贷资产证券化试点国祥小组。同年央行和银监会颁布实施了《信贷资产证券化试点管理办法》,银监会同年 11 月发布了《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》。

⁴ 《信贷资产证券化试点管理办法》第二条:“在中国境内,银行业金融机构作为发起机构,将信贷资产信

的发起人为信贷机构，资产转让方式是信托结构，资产支持证券的发行人是信托公司，基础资产是金融机构的信贷资产。

信贷资产证券化作为资产证券化的一种重要方式，对于推进我国资产证券化的发展、活跃金融市场有重要意义，其业务的发展与成熟值得研究。目前我国信贷资产证券化的基础资产仅限于现有债权，现有法律法规对将来债权缺乏明确规定，对将来债权的证券化的开展造成了法律风险；而将来债权作为基础资产在其他国家都有成功的经验，本文将重点探讨将来债权能否构成我国信贷资产证券化的基础资产。

二、信贷资产证券化的基础资产

资产证券化的核心问题是资产的“真实出售”，即原始权利人向特定目的机构转让资产，该拟证券化资产与原始权益人的其他财产分割开来，其债权人对该证券化资产的追索权被切断。基础资产能否被转让是“真实出售”的关键，基础资产能否产生可预见的稳定的未来现金流则是资产证券化的必要前提，因此，基础资产的构成对于资产证券化具有重要的影响。可预见性和可转让性是证券化产品的基础资产让与时应具备的基本特点。⁵对于我国信贷资产证券化的基础资产，《信贷资产证券化试点管理办法》中没有提到基础资产的概念，而仅仅时使用了“信贷资产”的描述。

信贷资产是金融机构资产的主要组成部分，具有独立价值并具有生息特性，具有能产生可预见性的未来现金收益的特称，从其被发放到收回具有一个时间差，其实行证券化具有较好的流通性。信贷资产是由金融机构与借款人之间的借款合同形成的，法律属性上是金融机构对借款方的债权。

美国最早发展信贷资产证券化，其信贷资产证券化的产品市场发展成熟，信贷基础证券化的基础资产种类较多，涉及房地产抵押贷款、汽车贷款和不良贷款的证券化等等，对于如信用卡贷款、应收账款贷款等短期资产也进行了证券化的设计⁶，即通过循环或补充方式，使这些债权资产在整个证券化的存续期间被不断清偿、新产生的债权资产不断产生——这些新的债权资产在证券化之初并未存在。⁷美国推行的信用卡贷款的证券化产品是将来债权在信贷资产证券化中的运用因而，信贷资产证券化的基础资产本质属于债权，可以包括现有债权和将来债权。

三、将来债权与基础资产

在我国的信贷资产证券化实践中，基础资产目前主要商业银行发放的贷款以及不良资产；商业银行尚未选择短期信贷资产作为基础资产，所选择都是期限较长、已经发放的对企业的贷款作为基础资产。换言之，我国信贷资产证券化的基础资产目前仅限于现有债权，而不包括将来债权。我国发展信贷资产证券化可否

托给受托机构，由受托机构以资产支持证券的形式向投资机构发行受益证券，以该财产所产生的现金支付资产支持证券收益的结构性融资活动。”

⁵董京波：《资产证券化资产转让法律问题研究》，知识产权出版社 2009 年，第 56 页。

⁶短期的信贷资产周转期限较短，如果用个别群组资产的方式进行资产证券化，成本较高，也难以吸引投资人的兴趣。

⁷王文宇，黄金泽，邱荣辉：《金融资产证券化—理论与实务》，中国人民大学出版社 2006 年版，第 91 页。

采取将来债权作为基础资产值得研究。

3.1 将来债权的概念界定

将来债权，或未来债权，各国法对其规定不一。美国法对基于现有合同而产生的“将来债权”和对尚不存在基础合同的将来债权的转让的效力存在一定的差异，通常认为只有基础合同关系不存在的债权才属于将来债权。⁸在英国法上，根据现存合同可能产生的债权被视作是现有债权，而根据一项尚未签订的合同可能获得的款项才被视为一项未来应收款。

我国学术界对将来债权的界定不乏论述。台湾学者史尚宽先生对将来债权的定义具有代表性：“将来之债权，即将来有可能发生之债权”。⁹史尚宽先生更其分为三类：（1）已有基础法律关系存在，仅依某事实的发生，如时间经过或一方行为，才产生债权。（2）尚无基础关系存在，仅仅完成了法律关系必要的部分要件，将来是否产生债权，不能确定。（3）现在尚无债权发生的根据，而只有债权发生的可能性。也有学者对将来债权作了广义与狭义之分。广义的将来债权包括：

（1）尚未发生的附始期债权。（2）尚未发生的附停止条件债权。这种债权已经成立，但未生效，待特定事实产生，才能成为现实的债权。（3）已有基础法律关系、但因欠缺一定事实而尚未发生的债权。（4）仅有事实关系而无法律关系存在、且未发生的债权，例如有待缔结的买卖合同所涉及的债权。狭义的将来债权则仅指第四种，亦称纯粹的将来债权。¹⁰中国人民银行《应收账款质押登记办法》第四条规定：“本办法所称的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，包括现有的和未来的金钱债权及其产生的收益”，这是我国国内法律规范中第一次提出“未来金钱债权”的概念，但我国法律尚未明确限定将来债权的内涵。本文拟探讨的是狭义的将来债权，即无现存合同关系且未来发生的债权。

3.2 将来债权的可让与性

将来债权可否转让，一直是民法领域争论较多的问题。传统民法对其可让与性持否定立场，“让与一个尚不存在的债权在法律上是不可能的”，单纯的“期待利益”的让与是不够严肃的，存在投机的可能。¹¹但近年来，由于经济交易的迫切需求，各国基本上都承认了将来债权的可让与性。

德国民法对将来债权没有任何规定，在其 2002 年进行的德国债法现代化改革亦未对其进行规定；德国《民事诉讼法》第 259 条则认可了债权受让人在此条规定的范围内可以主张将来之给付；德国司法实践也有了将来债权转让进行认可的判决。可以说，德国对于将来债权的转让持认可立场。¹²

美国《第二次合同法重述》第 321 条的规定，依据将来将订立的合同所产生的权利是不可让与的，因为一个人不能向他人让与他目前还没有的东西。然而美国 1972 年颁布的《统一商法典》改变了这一原则，其第九章第 204 条规定：“担保协议中可以约定未来发生的与融资相关的抵押证券、应收账款、动产票据、无形资产支付、本票的转让。对债务人以现有的或将来的资产所设定之担保利益，

⁸ 王勤劳：《债权让与制度研究》，法律出版社 2013 年第一版，第 74 页。

⁹ 史尚宽：《债权总论》，中国政法大学出版社 2000 年版，第 712 版。

¹⁰ 张道周：“应收账款管理契约之研究”，台湾大学法律学研究所硕士论文，2001，第 94 页。转引自董京波：《资产证券化资产转让法律问题研究》，知识产权出版社 2009 年，第 67 页。

¹¹ 【德】海因克茨：《欧洲合同法(上册)》，周忠海、李居迁、宫立云译，法律出版社 2001 年第 1 版，第 92 页。

¹² 同引上，第 81 页。

均认为有效。”这里所说的未来的权利包括未来将订立的合同的权利。¹³而 2000 年修订的《统一商法典》，则扩大了一般无体财产的含义，将来取得的一般金钱债权也包含在内，这意味着《统一商法典》明确承认了将来债权的可让与性。¹⁴

另外，国际公约也开始确认将来债权的让与。例如，《联合国国际贸易中应收款转让公约》第 9 条第 1 款明确规定，现有或未来一项或多项应收款和应收款组成部分或其未分割权益的转让，在转让人和受让人之间以及对债务人而言具有效力。该条第 2 款则进一步表明，当转让具有连续性时，除非另行议定，一项或多项未来应收款无须为转让每一项应收款办理新的转让手续即可具有效力。¹⁵

实际上，我国也出现了转让将来债权的实践。例如，高速公路的建设需要银行贷款，而许多商业银行在发放贷款时为能够避免风险，设计了公路收费权质押贷款。上述对收费权的质押本质上是对纯粹的将来债权的设质，而质押的财产必须是可让与的财产，由此可见，我国的商业银行贷款的实践承认了将来债权的可让与性。

3.3 我国将来债权成为基础资产的法律障碍

我国《合同法》第 79 条对可让与债权进行了高度的概括，根据其规定，债权人可以将合同权利全部或部分转让给第三人，除以下三种情形：（一）根据合同性质不得转让的；（二）根据当事人约定不得转让的；（三）依照法律规定不得转让的。除此之外，合同法并无条文对将来债权的转让进行规定；而依据第 79 条的规定，很难看出我国《合同法》对于将来债权可否转让的立法立场。除《合同法》未明确表明将来资产可否转让外，《信贷资产证券化试点管理办法》也缺乏对信贷资产的种类予以明确说明。

另外，根据我国《信托法》的本意，可设立信托的财产应该是具有现存性和积极财产性，“将来财产不能作为信托财产”。¹⁶我国《信托法》第 11 条明确规定：“有下列情形之一的，信托无效：（一）信托目的违反法律、行政法规或者损害社会公共利益；（二）信托财产不能确定；（三）委托人以非法财产或者本法规定不得设立信托的财产设立信托；（四）专以诉讼或者讨债为目的设立信托；（五）受益人或者受益人范围不能确定；（六）法律、行政法规规定的其他情形。”根据此规定，信托财产应该具有确定性。具体到信贷资产证券化中，其基础资产的法律性质为债权。与物权不同，债权是相对权，其最终实现本身就存在不确定性，而对于将来债权，其确定性更加弱化，如果依照传统信托理论，将来债权不能够作为证券化基础资产。商业银行如果选择将来债权进行证券化可能会导致转让过程中不必要的法律风险，无法保证真实出售与债权交易的顺利展开，故而我国目前的信贷资产证券化中，商业银行在选择证券化基础资产时对未来债权的选择采取普遍回避的做法。

四、将来债权对于我国信贷资产证券化

从美国发展资产证券化的成熟市场经验看，质量和风险具有可控性、并能在未来产生稳定现金流的资产或资产池均可以成为资产证券化的基础资产，信用卡贷款的证券化亦成功证明了将来债权对于信贷资产证券化的适用性。总体而言，

¹³李永军：《合同法》，法律出版社 2004 年版，第 420 页。

¹⁴王勤劳：《债权让与制度研究》，法律出版社 2013 年第一版，第 85 页。

¹⁵张晓凌：《美国资产证券化法律问题研究》，中国商务出版社 2012 年第一版，第 187 页。

¹⁶同引上，第 206 页。

资产所有人已经履行完毕所有相关义务的金融资产数量有限,而把将来债权设为基础资产能有效扩大适格证券化资产的范围,¹⁷能推动资产证券化市场的整体发展。

现代资产证券化的发展对于将来债权的证券化提出了迫切需要,成熟资本市场的立法和国际公约也广泛承认了将来债权让与的有效性。从我国实践来看,将来债权在商业银行的资产种类中占有的比重越来越大。如果我国法律不能及时对将来债权的可转让性做出回应,不能及时调整可信托财产的范围,开展信托业务不能把将来债权作为信托财产,只能导致资产证券化的实际操作回避此类资产,毫无疑问将会影响商业银行开展证券化业务的积极性,阻碍我国信贷资产证券化业务的正常开展。

4.1 我国应允许将来债权的可转让性

如前所述,随着公路收费权质押等债权质押在相关领域得到普遍开展,我国将来债权让与的实践已经走在了立法前头;对将来债权的可转让性予以认可,是法律适应经济需求的表现。当然,不可忽略的是,将来债权的转让也会隐含了不利后果,其可能会不公平地损害转让人的其他债权人的利益,尤其是当转让人破产时,由于转让人的真实的经济状况不确定,转让债权在法律上的确定性也受到影响。有学者指出将来债权的普遍成立还可能引发商业欺诈或转移资产逃避债务。¹⁸但是,对于将来债权转让可能产生的弊端,不能简单地禁止将来债权的转让;相反,在存在普遍实践和现实需求的情况下,我国应从法律层面对现实中已经存在的将来债权让与予以承认或确认,亦可以从中提炼出较为共同的规则进行统一规定,并注重风险防范,促进交易的顺利进行。

4.1.1 将来债权转让的生效时间

将来债权转让的生效时间决定了基础资产的真实出售与否。如果法律认定将来债权只有在未来形成或确定时才可以转让,那么一旦发起人破产,其未来应收款等将来债权就会成为发起人破产财产,从而无法实现与发起人的“破产隔离”。因此,将来债权转让的生效时间对于资产证券化至关重要。

虽然将来债权的可转让性在国际上基本形成了共识,但对于将来债权何时生效的问题上,注意有以下几种观点:第一种观点由当事人约定转移时间,即将来债权的具体转移时间全凭当事人意思自治;第二种观点认为将来债权产生之时转移;第三种观点认为将来债权在合同签订时移转。¹⁹观察各国立法,没有任何一个国家的立法采用第一种观点的做法。²⁰由当事人自由约定将来债权的转移时间,充分体现了意思自治的精神,但当事人所约定的将来债权转移的时间不可能早于约定本身,即只能是合同签订后的某个时间。并且依此观点,将来债权的转移会产生不同的情况:一种是将来债权尚未产生依照约定发生转移;另一种则是将来债权已经实际发生,成为现有债权后依先前的约定发生转移。第一种观点在实际操作中比较复杂,故不被立法者所采纳。

目前各国立法对将来债权转让的生效问题,大致可分为两种,一种是以德国法为代表,规定将来债权实际发生时转移;另一种是以美国法为代表,认为将来债权在应收款转让合同签订时实现转移。

(1) 将来债权的实际发生时间

¹⁷ 张晓凌:《美国资产证券化法律问题研究》,中国商务出版社 2012 年第一版,第 185 页。

¹⁸ 董京波:《资产证券化资产转让法律问题研究》,知识产权出版社 2009 年,第 72 页。

¹⁹ 张林春:“应收款转让若干法律问题研究”,厦门大学 2006 年博士论文,第 40 页。

²⁰ 王勤劳:《债权让与制度研究》,法律出版社 2013 年第一版,第 89 页。

德国民法将债权让与视为准物权行为,²¹并将债权让与区分为两个行为:其一是负担行为,作为基础原因存在的负担行为并不发生债权移转的效果;其二是处分行为,处分行为能使权利变动,直接发生债权移转的效果。依此理论,让与人让与将来债权时,因债权尚不有效存在,故仅负担行为生效,处分行为则可以看作是一个附生效条件的法律行为,待将来债权发生时处分行为方生效。故而,债权让与人须先取得债权,才能将其处分给受让人。在此种理论下,资产证券化的发起人将其将来债权转让给特定目的机构,而将来债权需等到该债权实际发生时才产生移转的效果。假设此将来债权实际发生时,此发起人恰好陷入了破产清算阶段。则发起人在破产清算阶段转让之债权将被认定无效,无法实现资产“真实销售”。德国法的规定不能保证将来债权让与的安全,影响到将来债权融资效果,导致证券化中的特定目的机构在接受将来债权时顾虑重重。如果为了避免将来资产的转让被认定无效,则特定目的机构也许会要求对此类资产设定担保,这无形中增加了融资成本。

(2) 将来债权转让合同的签订时间

美国则选择合同签订时将来债权转移的立法,规定先受让人在约定受让将来债权的同时,即已经取得该将来债权所对应的权利。对于双重让与的情况,一般认为先受让人优先,除非存在第一次让与无效或原让人基于其他理由回复该权利等特殊情况。美国将来债权转让的生效模式能促进交易的效率、快速分离风险;当然,我们也应看到此种模式很可能损害不明真相的投资人的权益。为了充分保障投资人的权益,美国对将来债权的转让进行了完善。美国把将来债权纳入原先设计之担保利益登记系统,通过公示的方法使得债权人能够评估债务人的债信渠道。²²将来债权转让经过完善后,优先权根据登记的时间来确定,无论是善意或恶意的转让以及转让时间的先后。将来债权的转让登记制度便于当事人查询债权转让情况,便于解决优先权冲突,为债权的交易提供了确定性。

4.1.2 我国的立法选择

我国属于大陆法系,但不同于德国的是,我国把债权转让行为视作是事实行为而非准物权行为。在我国,债权的转让是合同生效的结果。立法背景的不同,加上实践效果的比较,德国对将来债权的规定对我国的借鉴意义不大。而美国对待将来债权的做法使其归属确定性增强,并且能有效消除受让人的疑虑、提高资产的信用;从真实出售的角度来看,则能有效地隔离特殊目的载体和发起人的风险,防止发起人因为破产而可能拥有的对资产的追回权,对于我国具有借鉴意义。

本文认为我国信贷资产证券化对于将来债权的转让可以效仿美国的做法,即在签订将来债权的合同时,将来债权的转让生效;并建立起债权转让的登记制度,保护各方利益。我国网络信息技术的发展也为这一登记查询制度提供了可行性与便利性。

4.2 我国可以允许将来债权的可信托性

依《信托法》第7条²³的规定,信托的设立必须有确定的信托财产,并且该信托财产必须是委托人合法所有的财产。故信托财产在信托行为成立时必须确定,如果在设立信托时,信托财产尚不存在或仅属于委托人未来期待可得的财产,则该信托无法设立。而从我国现有的实践来看,我国信贷资产证券化中对债权设立

²¹ 准物权行为指以债权或无体财产权作为标的之处分行为。

²² 王文宇,黄金泽,邱荣辉:《金融资产证券化—理论与实务》,中国人民大学出版社2006年版,第103页。转引自董京波:《资产证券化资产转让法律问题研究》,知识产权出版社2009年,第76页。

²³ 《信托法》第7条:“设立信托,必须有确定的信托财产,并且该信托财产必须是委托人合法所有的财产。本法所称财产包括合法的财产权利。”

信托已与信托财产的确定性形成冲突。信贷资产证券化的基础资产法律性质为债权，债权是相对权，债权债务关系只存在于特定的当事人之间，债权人只能向债务人主张权利。在债权人或债务人违约、债权人逾期行使权利受到债务人抗辩等情况下，债权就可能不能实现，其确定性就无从保证。因此，我国开展信贷资产证券化因其特地的信托的财产内容而不被《信托法》所包容。

而《信贷资产证券化试点管理办法》²⁴则明确了我国信贷资产证券化的信托模式，因此现有债权通过设立信托的方式实行证券化有了法律依据。但如前所述，《办法》本身未明确规定将来债权可否成为基础资产。本文认为受托人管理、运用债权资产并不为国际惯例所禁止，美国资产证券化的创新亦从实践上证明了将来债权证券化的可操作性，将来债权至少在资产证券化领域内是可以设定信托的。如前所述，信贷资产证券化的开展与我国《信托法》对于可信托财产的范围存在一定冲突，《办法》的颁布则明确了金融资产可以通过信托方式实行证券化；同样，我国可以在制定资产证券化的专门法律²⁵时，明确允许将来债权在资产证券化范围内设定信托。在投资领域，收益与风险并存，投资服务机构需要对投资者进行投资者教育和风险提示。本文认为对于以将来债权为基础资产的证券化产品中，信托合同和资产支持证券发行说明书中应对此予以明确说明，作出明确的风险提示，并做好将来债权实现过程中的信息披露工作，对可能影响其实现的因素予以明确说明，以确保投资者对基础资产的构成情况有明确的了解，并能权衡投资的收益和风险。

结语

随着资本和技术的发展，债权已成为市场交易的重要标的，将来债权在债权交易的比重中越来越高，资产证券化的发展也对将来债权的证券化提出了迫切需要。可转让性是将来债权成为我国信贷资产证券化基础资产的前提。成熟资本市场的立法和国际公约广泛承认了将来债权让与的有效性，我国也在实际上认可了将来债权的可转让性，将来债权的转让具有理论和现实的可行性。为适应现实和经济发展的需要，我国法律应认可将来债权的可转让性。美国对将来债权的做法值得我国借鉴，我国可以规定将来债权在合同签订时即发生转移，并效仿美国对其进行完善。在我国信贷资产证券化的具体操作中，将来债权还面临着《信托法》中信托财产范围的限制，本文提出我国可以明确将来债权在资产证券化范围内能够通过设定信托实行证券化，以促进我国信贷资产证券化业务的发展。

²⁴ 《信贷资产证券化试点管理办法》第2条的规定。

²⁵ 目前较多学者建议制定专门的资产证券化法规，对资产证券化中涉及的法律问题作出比较全面的规定，以利于资产证券化的进行。因为资产证券化是一种复杂的结构融资方式，其成功操作依赖于其中所涉及的各个方面的法律问题的成功解决。在我国目前的法律框架下，进行信托型资产证券化可能会遭遇到重重障碍，影响到证券化目标的实现。如果对现有的各个法律部门中所涉及资产证券化的法条都进行修改，则必须履行严格的修改法律的程序，工程量浩大、耗时长，这与我国目前进行资产证券化的迫切需求是不相适应的。

参考文献

- 【1】甘勇：《资产证券化的法律问题比较研究》，武汉大学出版社，2008年第一版。
- 【2】董京波：《资产证券化资产转让法律问题研究》，知识产权出版社，2009年。
- 【3】王文字，黄金泽，邱荣辉：《金融资产证券化—理论与实务》，中国人民大学出版社，2006年。
- 【4】王勤劳：《债权让与制度研究》，法律出版社，2013年第一版。
- 【5】史尚宽：《债权总论》，中国政法大学出版社，2000年。
- 【6】【德】海因克茨：《欧洲合同法(上册)》，周忠海、李居迁、宫立云译，法律出版社，2001年第1版。
- 【7】李永军：《合同法》，法律出版社，2004年。
- 【8】张晓凌：《美国资产证券化法律问题研究》，中国商务出版社，2012年第一版。