

证券公司专项资产管理计划的制度缺失

——中国联通租赁费收益计划方案评析

On System Defects About Specific Asset Administration Plan Of Securities Company

李敏

(北京市君泽君律师事务所 北京 100007)

内容摘要:联通收益计划作为我国第一单证券公司的专项资产管理计划业务,开创了一种新型的金融产品。这种产品本质上属于资产证券化产品,但由于该计划的基础资产并非一项独立的财产权利,而是采取委托代理的法律结构,使该产品无法实现真正的资产信用。如果不能在制度上完善,则资产证券化作为制度创新的优越性也就不存在了。

关键词:资产管理 证券化 资产信用 委托 信托

一、联通收益计划概况及其法律结构

为了满足中国联通集团的融资需求,中金公司根据《证券公司客户资产管理业务试行办法》募集、设立及管理联通收益计划。中国联通新时空公司(简称联通新时空)将所拥有的 CDMA 网络租赁给联通集团的实体运营公司,并收取相应的租金。“联通收益计划”所募集的资金用于购买联通新时空根据(CDMA 租赁协议)的规定就网络租赁服务所收取的租赁费中的收益权(该等收益权就成为“计划”的基础资产)。于“计划”到期日,联通新时空即将约定的金额划入“计划”专门开立的相关账户中,由中金公司及托管银行将此资金按投资比例分配给各投资者。

根据募集说明书,联通收益计划采用了“委托”这种资产管理的法律形式,具体包括四个法律关系。一为委托代理关系:计划份额持有人作为委托人,中金公司作为受托人,受托人根据双方的合同约定,对委托人交付的资金进行管理,资产的所有权归属委托人,管理的法律后果也由委托人享受和承担。二为资产购买关系:中金公司作为代理人,代计划份额持有人作为买方向原始权益人联通新时空(作为卖方)购买基础资产。购买的标的资产为一定时期内联通运营实体向联通新时空支付的 CDMA 网

络租赁费收入。买方支付的对价即为计划所募集的资金。三为担保关系:由银行作为担保人,中金公司代计划份额持有人作为担保人,原始权益人作为被担保人,担保标的为原始权益人根据约定未来应向计划支付的资金。四为专项服务法律关系:评级机构、托管银行、中金公司作为服务提供者,对“计划”进行信用评级、账户托管以及全面管理的服务,并由中金公司代份额持有人从计划财产中支付约定的佣金。

二、评析

联通收益计划以基础资产未来的现金流为支持向投资者发行受益凭证,并为受益凭证的流动提供平台,应该说已具备了资产证券化的一些基本特征。所谓资产证券化是指发起人^①将缺乏流动性但能在未来产生可预期的稳定现金流的资产或资产集合出售给特殊目的结构(SPV),由其通过一定的结构安排分离和重组资产的收益和风险并增强资产的信用,转化成为资产产生的现金流担保的可自由流通的证券,销售给金融市场上的投资者。资产证券化作为一种新型融资方式,发端于 20 世纪 70 年代的美国,并在全球获得了迅速的发展。

资产证券化在世界资本市场波澜壮阔的发展催生了我国对这一金融创新工具的探索。继央行推出信贷资产

证券化试点后,中国证监会也积极推动证券公司开展资产证券化的理财业务,以期借助复杂精密的法律结构的安排,实现建立在资产信用之上的融资,为无法获得银行贷款及无法发行股票及债券的企业提供更便捷和成本更低的融资方式。限于我国国内金融分业及信托业专营的行政管理体制,“联通收益计划”在结构上存在一些问题。本文仅从资产信用的建立和法律结构的选择这两个问题入手,逐次评析证券公司运用资产证券化的方式实现资产证券化的一些法律问题。

(一) 关于资产信用的建立

资产证券化之所以能够成为一种融资方式的创新,就是因为它实现了资产信用,而传统的融资方式是建立在企业信用基础之上的。因为证券投资权益偿付的未来现金流限于证券化资产及其所产生的现金流,由此使证券的风险锁定于客观、稳定、可靠的资产信用上而与发起人的信用、经营风险或治理风险无关。以这种方式实现融资有很多优势:首先,它可以拓宽投资者的范围,尤其在我国现阶段,企业法人治理结构还不完善,存在内部人控制的巨大风险,企业法人经营者道德风险化收编一项资产更不可靠。风险更容易确定的资产证券化产品无疑可以吸引更多、更稳定的投资者。其次,资产证券化无法借助传统融资方式而又拥有优质债权资产的企业开辟了进入资本市场的通道。再次,它为企业提供了在股权不受影响、保留完整的经营管理权和不增加企业债务负担的条件下,以资产信用进入资本市场,筹集低成本长期资金的途径。

应该说资产信用是资产证券化的灵魂,资产信用通过过将基础资产“真实销售”给特定目的机构,相应地将基础资产与委托人和受托人的其他资产分割开来,以使基础资产避免受到各方破产的有害影响。

笔者认为,联通收益计划并未建立资产信用,本质上仍然是一种企业信用和银行信用,其与普通的企业债券并无区别。以下从基础资产的界定方面对此问题进行初步探讨。

在联通收益计划中,虽然存在着“计划”向联通新时空购买资产的法律关系,但购买的标的却是所收取的租赁费中的“收益权”。“收益权”是否是一项民事权利,是否可以作为购买的标的,是一个值得研究的问题。所谓民事权利,是民法规范赋予当事人为了实现其利益所可实施的行力范围。权利就其功能而言,是当事人实现法律上利益的工具;就其内容而言,则是法律容许的行为范围;而就其效力来源而言,却是法律之力。笔者认为,在

“联通收益计划”中联通新时空并未向“联通收益计划”转让一项独立的债权,因为债权的转让直接导致联通新时空与承租方之间合同主体的变更,且此变更更需通知债务人,债权转让后,债务人也应直接面向“联通收益计划”履行债务。但根据“计划”募集说明书,承租方并不直接向计划的投资者支付租赁费,仍然是向联通新时空履行义务,而后由联通新时空归集所收取的租赁费并用以向投资者支付。此“资产”买卖也未履行通知债务人的法律手续。可见,“计划”不但没有转让债权,也未转让债权的一项权能,因为受让方并不具备向债务人提出请求或接受债务人清偿的能力。

那么,既非任何一项财产权,又不是财产权的一项权能的“收益权”到底如何在法律上定性呢?笔者认为,此处的“收益权”仅仅是一个文字游戏,归根结底,这种“收益权”仅是联通新时空的一种承诺,即于未来确定的时间向“计划”支付一定金额的款项,而该等款项来源于联通新时空行使债权所实现的利益。这种承诺并无相应的法律结构予以保障,联通新时空的债权利益相连接。在联通收益计划中,因为未将债权转让给“计划”,所以联通新时空的债权人具有充分的法律权利执行联通新时空专门开立的收款账户中的资金,因而无法实现资产证券化中风险锁定的功能。应该说,可以作为基础资产如果是不独立的权利而仅仅是一项权能,甚至仅仅是一种承诺,则资产信用就成为无本之木、无源之水,是无法真正实现的。

尽管一个典型的资产证券化交易包含一份有关购买和出售产生收入流的资产的条件或文件,然而,在国内外,仅有这份合同或文件并不能确保法院会对交易如此定性。^②当事人不能仅仅通过在交易上贴上销售的标签就将贷款转变为销售。转让的法律特征和经济实质将会成为判断转让是“销售”还是“贷款”的主要决定因素。对于联通收益计划我们更应该将其定性为贴了“销售”标签的贷款行为。

关于何种资产可以用以证券化,无论是中国证监会颁布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》还是《信贷资产证券化试点管理办法》中均未对“资产”做出法律界定。笔者认为,在法律上界定,它应指独立的财产权。例如,我国台湾地区的《金融资产证券化条例》(2002 年 7 月 24 日公布)规定,可以用于证券化的金融资产包括:汽车贷款债权或其他动产担保贷款债权及其担保物权;房屋贷款债权或其他不动产担保贷款债权及其担保物权;租赁债权、信用卡债权、应收账款债权或其他金钱债权等。由此可见,它可以作为金融资产证券化的基础资

作者簡介:李敏(1973-),女,汉族,内蒙古包头人,中国人民大学民商法专业法学博士,北京市君泽君律师事务所律师。

① 指出能产生用于证券化的人,包括资产的原始权益人和从资产取得权益人在购买资产汇集成一个资产池并再次出售的人。
② 洪德海:《资产证券化法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 1 页。

③ 张俊浩:《民法学原理》,中国政法大学出版社 1991 年版,第 80 页。
④ 权能是权利的具体作用状态,是权利的内容,例如所有权以占有、使用、收益、处分等权能,债权则具有给付请求、给付保有和强制执行权能。见张俊浩:《民法学原理》,中国政法大学出版社 1991 年版,第 82 页。
⑤ Jafari E. Seeking Perfectionism in Bankruptcy: an Alternative to Judicial Recharacterization in Structured Financing at <http://www.law.com>, edn/BJD/volumes/10107/objekt.html, October 17, 2001.

产只有债权及其从权利(担保物权)或受益权,这些权利都是独立的权利。

资产证券化这一金融创新产品之所以应运而生,全赖其可以建立资产信用,而摆脱银行信用和企业信用。而建立资产信用必然要求基础资产是一项独立的财产权利,唯此,才具备破产隔离的可能性。

(二) 关于法律结构的选择

联通收益计划采取委托代理来架构计划投资者和计划管理人(即证券公司)之间的法律关系。根据计划募集说明书,“证券公司在专项资产管理业务中涉及的主要法律关系为客户与证券公司之间的委托代理法律关系。”根据委托原理,“作为委托人的资产所有人与作为受托人的证券公司签订委托合同,在合同中约定证券公司的权限和双方的权利义务,证券公司以委托人的名义管理受托资产,资产的所有权仍然归于委托人,委托人对证券公司在权限范围内的投资行为,以包括受托资产在内的自有财产承担民事责任,包括取得收益和承受损失,证券公司并不对委托人或受托资产的债务承担责任,其通过获得管理费来取得收入。”^⑥

根据计划募集说明书所阐述的法律关系,我们再步入联通收益计划的迷阵中深入分析,结果清晰而令人吃惊:投资者将资金委托证券公司管理,在委托当时拥有资金的所有权,但当证券公司按照募集说明书将该等资金支付给发起人后,由于发起人并未将一个真实的资产转让给投资者,在此时,投资者既不对资金拥有所有权,也不对基础资产拥有所有权,其享有的仅是对发起人的债权,而该等债权在不考虑外部担保的情况下,与发起人的其他债权人相比并没有任何优先效力。就法律实质而言,投资者的地位与贷款银行一致,面临着借款人经营波动的巨大风险。

证券公司的专项理财计划本质上是资产管理的一种形式,从国际上看,资产管理借以运作的法律形式主要有四种:一是代理,投资者不转移资产的占有,委托管理者代表投资者,以投资者自己的名义进行资产管理,管理的后果由投资者自行承担;二是信托,投资者转移资产的占有,委托管理者以自己的名义进行管理,管理的后果最终归属于投资者(受益人);三是公司,由投资者组建公司,然后由公司董事会将公司财产委托给专业化的管理者进行管理,资产损益由投资者按出资比例分担或分享;四是有限合伙,投资者作为有限合伙人,管理者作为普通合伙人,由管理人管理投资者投入的资产并对管理活动承担无限责任,投资者按出资比例分享利益并只以出资额为限承担有限责任。应该说,资产管理的四种法律形式各

有自身的价值和应用领域。但在我国目前的制度环境下,合伙并不适合成为特殊目的载体的组建形式。对于公司而言,目前我国《公司法》及其他法律所规定的公司的内部组织、资金调度及税务安排均不符合特殊目的公司的功能目的和组织特征。资产证券化的法律结构如果采用代理方式,就有很大的局限性。综合而言,专项资产管理计划作为资产证券化的一种产品,应当采取信托方式架构特殊目的载体,以实现破产隔离功能,并实现资产管理的长期规划。

根据我国《信托法》之规定,信托财产具有独立性,这种独立性表现在信托一旦有效设立,信托财产即从委托人、受托人及受益人的自有财产中分离出来。无论财产形态发生何种改变,都不影响其作为信托财产的属性。在信托存续期间,受益人并不享有信托财产的所有权。^⑦信托财产的独立性使信托关系的任何一方的债权人,原则上均无权就信托财产申请强制执行或拍卖,信托财产也不属于任何一方的破产财产。但是在委托代理的法律结构下,就不可能存在一个保障基础资产独立的载体。因为根据民法基本原理,委托财产的所有权属于委托人即投资者,这样基础资产不能独立于投资者,也无法对抗投资者的债权人或破产清算人对基础资产主张权利。同时,因为投资者人数众多,且不断变动,在需要进行权属登记的情况下,“基础资产”无法登记到全体投资者名下,从而使基础资产的权属不明晰。

委托代理关系因其不稳定和脆弱,仅适合运用于较短期的资产管理。因为委托代理原则上于当事人一方死亡或丧失民事行为能力时即归于消灭,而且被代理人可以随时取消委托,代理人也可随时辞去委托。^⑧委托代理中,即使在委托合同中约定“受托人破产、辞任、解任时,委托合同对继任的受托人仍然有效”,但因为这是一种涉他合同,未经继任者确认,原来所设定的委托并不当然对继任的受托人有效。由此可见,委托代理法律关系对于计划的长期存续增加了很多不稳定因素。相比较而言,信托可以作为长期财产管理的恰当方式。因为信托一旦设定,除委托人在信托文件中明确保留了撤销权外,委托人不得废止或撤销信托;受托人一旦接受信托,也不得随意辞去其职务;信托的存续更不会因委托人或受托人一方的死亡、破产、丧失行为能力而中断,这是信托法提供的制度保障。

综上所述,如果无法解决基础资产的转移及独立性问题,无法运用恰当的法律结构实现资产信用,则资产证券化作为制度创新的优越性也就不存在了。

⑥ 参见《中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划募集说明书》第 23 页。

⑦ 周小明:《信托制度比较法研究》,法律出版社 1996 年版,第 13-14 页。

⑧ 参见我国《民法通则》第 69 条。