

# 浅析 P2P 平台资产证券化业务中的风险隔离制度

陈柯晔

(华东政法大学经济法学院, 上海 200042)

**摘要:**随着互联网金融的发展,网络开始在资本市场中发挥重要作用。作为 P2P 网络借贷平台与资产证券化相结合就是互联网金融创新下的产物。但是面对强金融监管的制约,P2P 平台资产证券化发展较为缓慢,其中蕴含了诸多法律风险。面对这种现状,如何平衡金融监管与金融效率之间的关系,使之能在促进金融创新的同时,保护投资者利益。为此,P2P 平台资产证券化过程中风险隔离制度不可或缺。本文试图从目前成功的类资产证券化 PPmoney 模式入手,分析在当前语境下 P2P 平台资产证券化业务的合法性,围绕风险隔离的两个角度,即 SPV 组织形式以及真实出售,尝试构建符合我国国情的风险隔离制度。

**关键词:** P2P 平台;资产证券化;风险隔离;SPV;真实出售

JEL 分类号:E10 中图分类号:F830 文献标识码:A 文章编号:1006-1428(2016)07-0065-06

DOI:10.13910/j.cnki.shjr.2016.07.009

## 一、P2P 平台资产证券化业务的合法性分析

“只要有稳定的现金流,就将它证券化”,这句流传于华尔街的名言勾勒出了证券化的核心特点。而借助 P2P 平台的网络借贷,其首要前提也是存在稳定的现金流,因此两者在某种存在一定契合度。据 Wind 数据统计,截至 2015 年 12 月 1 日,2015 年我国共发行 231 个资产证券化产品,发行总额超过 4851 亿元<sup>1</sup>,其中,信贷资产支持证券发行规模为 3291.86 亿元<sup>2</sup>。可见,信贷资产作为证券化的基础资产并不存在法律上的障碍。但是,学界对于 P2P 平台从事资产证券化的合法性仍存在诸多分歧,其质疑主要集中于 P2P 平台是否能够从事资产证券化业务。下文将以 PPmoney 模式为切入点,试图在目前的法律和法理下对 P2P 平台

资产证券化业务进行合法性分析。

### (一) P2P 平台资产证券化业务运作模式:一般资产证券化的突破

资产证券化是指以资产所产生的现金流为支撑,在资本市场上发行证券进行融资,对资产的收益和风险进行分离与重组的过程<sup>3</sup>。从法律角度看,资产证券化的基本交易结构就是由发起人将其能在未来产生现金流的资产(债权)进行重新组合,转让出售给特殊目的载体(Special Purpose Vehicle, SPV),该机构以该基础资产的未来现金收益为支撑向投资者发行证券,用发行证券募集的资金作为转移资产的对价,用资产产生的现金流向证券投资者支付本息<sup>4</sup>。由此可见,资产证券化的本质特征主要体现为两方面:一是以可预

收稿日期:2016-03-10

作者简介:陈柯晔(1990-),男,浙江慈溪,华东政法大学 2014 级经济法硕士研究生。

1 徐燕燕.资产证券化十年迎井喷:年内规模或达 5000 亿.载 [http://finance.ifeng.com/a/20151203/14105448\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20151203/14105448_0.shtml),访问时间为 2015 年 12 月 28 日。

2 杨红梅.资产证券化迎来发展黄金期.中国财经报,2015 年 12 月 1 日第 5 版。

3 李尚公,沈春晖.资产证券化的法律问题分析.法学研究,2000 年第 4 期。

4 参加张泽平.资产证券化法律制度的比较与借鉴.法律出版社 2008 年版,第 20 页。

见的稳定现金流为基础;二是资产收益与风险进行分离与重组。资产证券化是在债权逐步摆脱身份的色彩而实现独立财产化的过程中,具有流通性的证券与作为信用主要手段的担保相结合的产物<sup>5</sup>。

在P2P平台运作模式下,资产证券化产品是指将线下非标准的企业债打包成线上标准化的小贷资产包,合作担保和小贷公司承诺溢价回购的业务<sup>6</sup>。就资产证券化的本质来看,资产组合以及资产转移、再分配来看,P2P平台下的资产证券化符合理论上对资产证券化的界定。以PPmoney的“安稳盈”为例,其交易流程大致为:线下由小贷公司做项目筛选,将若干非标准化的企业债权,打包成标准化的小贷资产包;由广东太平洋资产管理有限公司和第三方担保公司(国有融资性担保公司),通过地方交易所向小贷公司购买小贷资产债权包,同时签署一份回购协议,约定小贷公司在到期日前溢价回购该债权;PPmoney理财平台通过线上平台将资产权益转让给公众和机构投资人,标的到期后,投资人从小贷公司的回购款中获取回报;整个交易过程处于有资质的产权交易所监管下,交易所对资产包和投资者权益进行登记和托管,对相关资金账户做出监控,并最终监督本息分配<sup>7</sup>。

从两种模式来看,由于P2P平台运作下的资产证券化仍存在一系列法律上的障碍,因此,在设计交易结构时与一般的资产证券化(交易结构可详见图1)存在诸多不同,主要体现为三点:第一,目前P2P运作下资产证券化不存在SPV,通过资管公司、小贷公司来完成,无法实现资产出表、风险隔离,存在资产混同的风险,也正因为这个原因,部分学者认为P2P平台的资产证券化仅为“类资产证券化”;第二,P2P运作模式下的资产证券化存在回购条款,资产并非单向流动的,使得基础债权无法得到清偿的风险有所减少;第三,P2P平台资产证券化业务下P2P平台尤为重要,部分或证券化产品通过P2P平台进行销售,同时存在平台成为类SPV现象。这些不同于一般资产证券化的内容,在很大程度上是为了回避法律规定而采取的交易结构,因此,从交易稳定来看,明确法律上对于P2P平台资产证券化业务尤为重要。

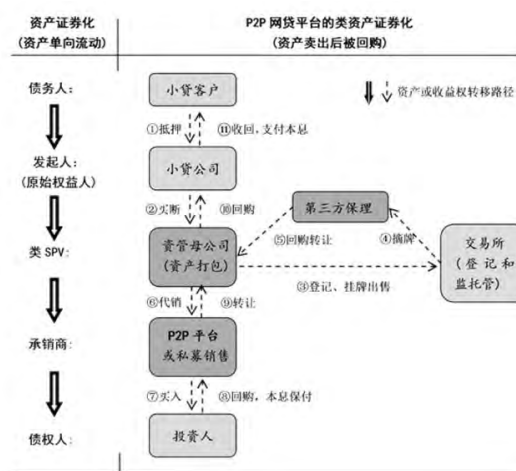


图1 P2P平台的类资产证券化流程图

资料来源:网贷之家<sup>8</sup>

## (二) P2P平台资产证券化业务的法律规范:法律缺位下对现行规定的冲击

目前,对于P2P平台资产证券化业务并不存在具有针对性的法律规范,虽然以PPmoney的“安稳盈”和联金所的“联金稳财”等为代表的P2P平台试图在现有法律框架下进行稳健创新,但是面对我国的金融监管和规范,P2P平台正式介入资产证券化业务仍有很长的路要走。就具体的法律规范体系而言,资产证券化的法律主要为2005年银监会颁布《信贷资产证券化试点管理办法》(以下简称“《管理办法》”)、2014年证监会颁布的《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》”),以及配套规则。而对于P2P平台的法律规范,主要集中在2015年12月28日向社会公开征求意见的《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法(征求意见稿)》(以下简称“《暂行办法》”)。由此可见,当前的法律规范体系对P2P平台资产证券化业务的规范存在空白,虽然有零星的规范,但对于可能产生系统性风险的金融创新而言,这种法律上的缺位必将对当前的法律规范和金融监管产生冲击。

从资产证券化业务的法律规范来看,P2P平台资产证券化并不属于当前法律规范的资产证券化范围内。《管理办法》明确规定,信贷资产证券化的发起机构是银行业金融机构,通过信托方式运作,在全国银

5 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15页。

6 肖洋.解析P2P网贷平台业务资产证券化到底是什么? 载 <http://p2p.hexun.com/2015-05-12/175741420.html>,访问时间为2015年12月28日。

7 参见沈超.产权交易所参与P2P风控,小贷资产证券化先锋?——PPmoney上线一年半交易额已破20亿.载 <http://36kr.com/p/213841.html>,访问时间为2015年12月28日。

8 肖洋.解析P2P网贷平台业务资产证券化到底是什么? 载 <http://p2p.hexun.com/2015-05-12/175741420.html>,访问时间为2015年12月28日。

行间债券市场发行交易。而《管理规定》则规定,开展资产证券化业务的主体为具备客户资产管理业务资格证券公司以及基金管理公司子公司,通过资产支持专项计划等方式运作,在证券交易所发行交易。相较而言,PPmoney“安稳盈”发行机构为资管公司,并不存在特殊目的实体,在产权交易交易所发行交易,并在P2P销售。这种模式下的资产证券化业务由于发起机构、特殊目的实体、交易场所均不符合法律规定,必然不属于《管理办法》以及《管理规定》规范的范围内。但是,从《管理办法》来看,以信贷资产作为基础资产进行证券化并不存在问题,而根据当前国家简政放权、放宽准入制度,在私法领域贯彻的“法无明文规定即自由”原则,P2P平台资产证券化虽不属于当前法律规范的资产证券化,但并不代表国家法律是对其否定性评价。

从P2P平台的法律规范来看,《暂行办法》征求意见稿的公布对P2P平台进行了系统规范,对于P2P平台能否从事资产证券化业务具有深远影响。其中,《暂行办法》第十条规定了P2P平台不得从事或者接受委托从事的活动,包括将融资项目的期限进行拆分以及发售银行理财、券商资管、基金、保险或信托产品。虽然《暂行办法》并未如部分报道所言将禁止“对相关项目进行资产证券化处理或发售理财产品”<sup>9</sup>,但是对P2P平台开展资产证券化业务确实造成部分阻碍。就P2P平台资产证券化业务运作模式来看,主要有两种:第一种是P2P平台作为发起人进行证券化,而证券化作为资本社会化的重要形式,对权利进行分割实现标准化过程是其核心流程,但是《暂行办法》禁止期限拆分,虽未彻底限制对基础资产进行拆分,但要求证券化的基础资产必须为同一期限的债权,必然会极大影响P2P平台资产证券化的可能性。第二种是P2P平台作为证券化的交易场所,PPmoney模式就是将平台定位于此种角色,但是就目前的《暂行办法》所规定的禁止“发售银行理财、券商资管、基金、保险或信托产品”来看,该规定试图禁止P2P平台成为变相的金融产品代售平台,但是由于规定未穷尽所有金融产品,所以仍给P2P平台资产证券化运作提供了可能性。

可见,目前国家对于P2P进行资产证券化处理并非彻底否定,而是尽量缩小其成长空间。而本文就是尝试在这些夹缝中构建风险隔离制度,以使在金融创

新的同时,保证金融安全,促进金融交易。

(三) P2P平台资产证券化业务的法理基础:资本市场中金融效率的回应

学界普遍认为金融法的重点在于平衡金融安全和金融效率,而如何协调两者之间的关系,化解或者缓和这组矛盾成了金融法制变革需要重点研究的课题<sup>10</sup>。但是,目前理论界过分强调金融监管,加之我国一直处于强监管体制下,因此,我国的金融市场迟迟未得到充分发展。但是,就金融法律制度的作用而言,主要体现为降低交易成本和转移交易风险,因此,金融法律制度建立的实质并不是国家对金融的控制,而是为了使金融效率最大化<sup>11</sup>。目前,P2P平台同质化现象严重,创新力不强,也正是这种金融父爱主义下的产物。

现有资产证券化无法实现小贷公司的资金流动。正如前文所提到的,我国对于资产证券化的主体、发行要求、交易场所等等有诸多规定,导致小贷公司极少能借助资产证券化工具实现盘活存量、用好增量的目的。就2014年Wind数据统计(见图2)表明,2014年信贷资产证券化得到快速发展,但是其中发起人为小贷公司而发行的资产证券化为0。因此,小贷公司通过P2P平台进行资产证券化处理是市场的必然选择,金融法要做的并不是去扼杀正常的金融交易需求,而是不断去引导使得金融交易更加规范、便利,防范风险。



图2 2014年信贷资产证券化发起人构成情况

资料来源:Wind,中金公司研究部。

同时,国外法律并未完全否定P2P平台资产证券化业务。以美国Social Finance为例,作为面向高校学生放贷的P2P网贷平台,是最早对其信贷项目实现资

9 张夏楠.网络借贷草案或成形 P2P 证券化尝试被叫停? 载 [http://finance.ifeng.com/a/20150509/13693905\\_0.shtml](http://finance.ifeng.com/a/20150509/13693905_0.shtml), 访问时间为 2015 年 12 月 28 日。

10 冯果.金融法的“三足定理”及中国金融法制的变革.法学,2011 年第 9 期。

11 刘丹冰.金融创新与法律制度演进关系探讨.法学杂志,2013 年第 5 期。

产证券化的平台。截止2014年11月,Socila Finance一共进行了三次信贷资产证券化。2013年12月,SoFi首次进行信贷资产证券化,将其1.52亿美元的信贷资产打包出售,其打包出售的信贷资产为价值1.68亿美元信贷资产池中的优先级资产,该证券化产品被加拿大评级机构DBRS评为A级<sup>12</sup>。Social Finance通过证券化拓宽了融资渠道并降低了融资成本,使得平台得到快速发展。而法律对其的保障就在于规范整个交易程序,使得交易各方权利得到保障。这也是我国在面对P2P资产证券化业务时的必然态度,通过法律规范金融交易,以此来维护金融安全。

## 二、SPV的组织形式与P2P平台资产证券化的风险隔离制度

正如前文所提及的在PPmoney模式下,其资产证券化产品都没办法组建合法的SPV,即不能像信贷资产证券化业务将资产委托给信托公司实现风险隔离;也无法像公司资产证券化业务那样通过专项计划实现“真实销售”,无法做到使证券化后的资产出表。但是,由于P2P平台作为互联网金融本身就面对信息不对称、逆向选择、资产短缺等一系列问题,相较于传统金融而言,具有更高的风险。而SPV作为发起人与投资者之间的中间,是整个资产证券化交易的中心,通过SPV将拟证券化的资产隔离出来,同发起人的信用隔离,不受发起人和其他机构的影响,达到破产风险隔离的效果。因此,有必要在P2P平台资产证券化业务中建立SPV。其中,风险隔离制度,其内涵主要就是破产隔离。即通过资产分隔重组,使得其与自身引起的破产风险以及与其他相关主题的破产风险相隔离,同时证券化资产也被设计成低破产风险的资产结构<sup>13</sup>。目前,根据各国证券化实践,SPV的组织形式主要包括公司、信托和有限合伙三种法律形态。虽然有部分国家采用有限合伙形式设立SPV,但运用较少,且无法实现彻底的风险隔离效果,因此,下文将讨论特殊目的公司(SPC)和特殊目的信托(SPT)在P2P平台资产证券化中的契合度。

### (一) 特殊目的信托形式在P2P平台资产证券化中的法律禁止

特殊目的信托是SPV重要的组织形式之一,信托制度本身具有的独特的风险隔离功能和权利重构功能,同时基于信托财产的独立性,能满足资产证券化

风险隔离的基本要求<sup>14</sup>。特殊目的信托使得财产的管理权与收益权两相分离,使受益人能享受财产收益的同时,无需管理资产,满足现代日益专业化的资本市场发展,有效隔离了财产的所有权人、管理人以及受益人。另外,信托在程序上对证券化也能形成保障。首先,对信托财产申请强制执行的法定性;其次,受托机构对信托财产行使抵销权的限制;最后,制度保证资产证券化信托长期连续稳定。因此,通过特定目的信托可以增强证券化融资资产的信用基础<sup>15</sup>。

就我国资产证券化的实践来看,目前我国存在三种资产证券化方式,虽然这三种方式的SPV各有不同(见表1),但是特殊目的信托已经成为我国资产证券化绝对多数、乃至唯一的组织形式。虽然我国《信托法》并未明确规定可以采用信托作为我国SPV的组织形式;但《管理办法》第二条规定:“银行业金融机构作为发起机构,将信贷资产信托给受托机构,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。”同时,《管理规定》规定了企业资产证券化采用资产支持专项计划方式,就其法律基础而言,这种专项计划中管理人作为受托人与资产支持证券持有人作为委托人之间构成了委托关系,虽然《管理规定》并规定了原始权益人将资产转移至专项计划,由管理人负责运营该项资金,而该资金独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产,使得该委托关系产生类似于信托制度的法律效果,但就其本质而言,不适用我国《信托法》中对于信托法律关系的认定,由此,在实践中可能无法实现破产隔离或无法达到真实销售的结果。因此,资产支持专项计划方式下虽然借鉴特殊目的信托方式进行运作,但是又试图绕过我国关于信托的法律规定,给予SPV更多的可操作性空间。不过,这也造成了资产支持专项计划下的委托关系无法确实保障投资者利益。由此可见,在我国现有法律体系下特殊目的信托具有较强的可操作性,能满足破产隔离要求,有效保障资产证券化的成功运作。

表1 我国资产证券化特殊目的实体对比

| 方式      | SPV组织形式  | SPV下的法律关系  | 是否能实现风险隔离 |
|---------|----------|------------|-----------|
| 信贷资产证券化 | 特殊目的信托   | 信托关系       | 能         |
| 企业资产证券化 | 资产支持专项计划 | 委托关系       | 不能        |
| 资产支持票据  | 不强制要求设立  | 无(仍由发行人管理) | 不能        |

虽然特殊目的信托无论在制度架构上还是法律规定上都具有一定优势,但是在P2P平台证券化下特

12 陈文.P2P投资基金系列报告1:海外篇.载 <http://www.dib66.com/industryNews-224-11.html>,访问时间为2015年12月28日。

13 刘晓纯.论资产证券化过程中的风险隔离机制.社会科学战线,2005年第2期。

14 王勇,赵金鑫.特定目的信托模式:我国资产证券化的可行选择.南开学报(哲学社会科学版),2015年第5期。

15 索婷.对信贷资产证券化信托设立中风险防控的法律探析.西部金融,2014年第2期。

殊目的信托并不合适。在 PPMoney 模式下,P2P 平台作为资产证券化中证券交易场所无论是可能的法律规范还是金融监管理念来看,均给予特殊目的信托这种组织形式否定性评价。一方面,从法律规定来看,《暂行办法》第十条规定,P2P 不得从事或者接受委托从事发售银行理财、券商资管、基金、保险或信托产品。虽然该《暂行办法》为征求意见稿,但是由此可见,监管者不希望 P2P 平台发售信托产品。因此,通过特殊目的信托方式将无法再 P2P 平台上发售,这也将丧失 P2P 平台资产证券化的最大优势。另一方面,从金融安全和金融效率协调角度出发,虽然通过 P2P 平台发售资管、信托产品,将大大提高资本的流动量,并且能使 P2P 平台资产证券化得到稳定发展;但是,由于平台准入门槛不高,根据《暂行办法》规定,网络借贷信息中介机构在领取营业执照后,向工商登记注册地地方金融监管部门备案登记即可,而就目前的金融分业监管体系而言,在未取得资质和缺乏相应监管下销售理财、资管、基金、保险或信托产品,可能产生监管漏洞,影响系统性金融安全;同时,这种方式也容易产生道德风险,存在代他人投资进而从中获利的情形,不利于金融安全。因此,从平衡金融效率和金融安全角度出发,P2P 平台资产证券化并不是非常适合用信托方式建立 SPV。

## (二) 特殊目的公司形式在 P2P 平台资产证券化中的适用可能性

特殊目的公司主要在美国、英国实践较多,通过公司形式能借助公司有限责任实现风险隔离的功能,而且通过交易安排、章程规定等方式,对特殊目的公司的经营进行适当控制,对鉴别资产质量和风险、商讨交易价格、谈判交易条件、管理资产等权利得到有效形式,不仅实现破产隔离的法律功能,同时发挥交易主体的作用<sup>16</sup>。另外,由于公司具有独立法人资格,能够独立发行证券,突出了特殊目的实体的独立性,有利于交易结构的建构。虽然公司形式下的 SPV 有诸多益处,但由于税收政策以及实质合并规则等限制,使得公司形式并不是最为合适或者经济的方式。加之,特殊目的公司被称为“纸面公司”(paper company),更多的是一种法律概念,体现破产隔离功能,发挥的是管道作用,对公司法来说是一种挑战。

由于特殊目的公司往往是为从事资产证券化业

务而设立的空壳公司,因此,在我国实践中受到《公司法》、《证券法》等法律法规的限制。首先,从法律规定来看,我国法律并未确立公司作为特殊目的的实体形式,正如前文所言,我国规定信贷资产证券化采取信托方式,而企业资产证券化采取资产支持专项计划方式,公司作为 SPV 的组织形式在法律上并未确立。其次,从发行主体来看,SPV 的业务范围限定为职能从事证券化经营活动,属于金融领域,而我国有关既然弄法规对经营金融业务有着严格的注册资本、牌照等门槛要求和分业经营的限制要求,导致设立特殊目的公司的成本极大。最后,从破产角度来看,根据《破产法》规定,公司一旦破产,以其全部资产为限清偿公司债务。因此,公司形式下极容易出现实体合并下将证券化资产作为破产财产的一部分。实体合并,从法律的角度看,是指由于符合某种条件,SPV 被视为发起人的从属机构,其资产和债务,在发起人破产时被归并到发起人的资产和债务中,视同为一个企业的资产和债务<sup>17</sup>。由此可见,通过公司形式作为资产证券化中的 SPV 仍存在法律上的诸多障碍。

但是,在 P2P 模式下运作资产证券化,公司形式最为合适。虽然我国并没有确立特殊目的公司形式,就目前的法律环境而言,以公司形式成立 SPV 也存在一系列制度上的障碍,例如公司治理的要求、税收征收问题等等。但是在 PPMoney 的“安稳盈”和联金所的“联金稳财”模式下,均通过公司形式作为类 SPV 主体。公司形式能够在 P2P 模式下对资产包进行再分配,将新分配的资产包收益权或者所有权转让给投资者,是其独立人格下的优势。为此,在 P2P 运作模式下收购小贷公司的资产管理公司可以通过专门的子公司方式从事资产证券化业务,明确公司的法律性质,一般为有限责任公司;确立设立要件和组织机构<sup>18</sup>;并建立特殊目的公司的业务规范、资金运用等约定、章程规范,对特殊目的公司进行全面规范,防止出现实质合同的情形,保障特殊目的公司的独立性<sup>19</sup>;就国家层面而言,由于 SPV 更多体现为管道作用,因此,国家立法层面需要对其设立、治理结构、税费问题进行不同于一般公司的规范,放宽其治理要求,同时给予税费方面部分免除。为此,无论是国家还是证券化过程中的私人参与主体都需要在原基础上进行变化,以应对社会投融资的需要。

16 叶凌风.关于我国资产证券化业务中特殊目的机构的反思.银行家,2015年第12期.

17 朱崇实.资产证券化的法律规则——金融危机背景下的思考与重构.厦门大学出版社2009年版,第177页.

18 王妮妮,房绍坤.资产证券化中特定目的公司制度的法律构建.当代法学,2007年第3期.

19 郭玉军,甘勇.论我国资产证券化中特殊目的机构的法律构建.武汉大学学报(社会科学版),2015年第3期.

### 三、真实出售与 P2P 平台资产证券化的风险隔离制度

在法律上,资产风险隔离制度构建是通过两个步骤来实现的,构建 SPV 和真实出售。这两个方面不是相互独立的,而是相互结合共同实现隔离破产风险的目标<sup>20</sup>。因此,为实现风险隔离不仅需要建立 SPV 作为风险隔离的主体,使 SPV 与其他利益相关主体的风险相隔离,还需要做到真实销售。真实销售是指证券化的资产与原始债权人的其他资产完全剥离,资产所有权已经发生转移,除非另有约定,创始人不得再对特定资产享有剩余索取权,即使是原始债权人破产清算时,原始债权人的其他债权人对证券化的资产也没有追索权,这部分资产所产生的现金流必须优先支付给证券的投资者,从而达到破产隔离的效果<sup>21</sup>。由于我国的法律规定存在模糊,在资产证券化过程中,资产转移存在诸多问题,例如未来债权转让的效力、附属担保权益的转移、转移后的抗辩权等一系列问题。当然,P2P 平台资产证券化过程中也存在这些问题,但是在诸如 PPMoney 模式下,由于其不同于一般的资产证券化,其问题突出集中于回购条款、债权转让等,因此,下文将围绕 P2P 平台资产证券化的特殊之处对真实出售的影响展开论述。

#### (一) 回购条款与真实出售的有效性判断

诚如上文所言,真实出售作为资产证券化风险隔离制度的重要内容,在资产证券化运作中必须加以明确。但是就我国法律规定来看,对真实出售有所规定的只有一个条文,中国证监会机构监管部《证券公司企业资产证券化业务试点指引(试行)》中明确:“基础资产转让应当符合真实销售的原则。”<sup>22</sup>由此可见,我国法律对于“真实出售”并未作明确规定,因此,“真实出售”标准是否在我国已得到确认,其本质的意义在何处?就会计上来看,“真实出售”是指发起人所持资产实现了资产出表,但是就根本性质来看,“真实出售”的判断目的是为了实现在破产隔离,从风险隔离角度来看,“真实出售”在我国是具有有效性。由此可见,真实出售的认定主要目的是判断在公司破产时投资者的资产是否属于破产财产,须对外清偿债务。而美

国法院主要从以下几个因素来判断:资产出售的账务处理;独立的评级机构制定的价格;追索权的存在与否;转移后,卖方对转移资产的控制程度;被转移人是否取得资产所生利益的所有权;当事人主观上是否将其看做买卖<sup>23</sup>。虽然美国法院通过判例的形式确立了这些标准,但是正如前文所提,我国并没有明确规定“真实出售”标准,故而对于“真实出售”的判断标准在于破产时是否能实现风险隔离。

由于目前 P2P 平台下资产证券化业务无法构建 SPV,实现资产出表,因此,就现状而言,P2P 平台下的资产转让都不属于“真实出售”,但考虑到未来发展趋势,因此,就此来分析回购条款是否会影响真实出售。回购条款由于是就未来某些事项作出约定,应属于期待权范围内。而有些学者认为如果存在发起人的期权回购,即发起人有权从 SPV 处重新买回资产,事实上意味着发起人还保有资产的利益,并没有放弃对资产的控制,并不构成真实出售<sup>24</sup>。也有些学者认为回购条款可能会被认定为是另一种形式的担保,证券化的债权作为应收账款进行质押。但是就担保物权的性质来看,担保物权是就担保财产优先受偿的权利,其实现方式并不是一定需要通过原权利人回购的方式,回购并不能当然认定为变相的担保。在国外实践中,也并不当然将回购条款作为否定“真实出售”的依据。在国外证券化中,存在着属于回购期权的清盘回购期权(clean-up call),即当资产的未清偿余额相当小时,发起人可以将资产买回,SPV 用其支付的款项清偿权益<sup>25</sup>。就我国《破产法》而言,由于回购条款并不是当然触发,而是在无法清偿时进行回购,因此,回购条款并不是未来债权,更多体现为期待权。因此,在我国破产法视域下,期待权由于并非未到期债权,故而不会必然导致将其认定为破产财产的一部分,进行清算。因此,就笔者看来,在我国的法律环境下,回购条款对于风险隔离的影响性并不大。

#### (二) 债权转让效力与债权登记制度

由于资产证券化的对象大部分为债权,而要实现真实出售需要将债权进行转让。P2P 平台资产证券化  
(下转第 26 页)

20 秦亚东,杨健.论我国资产证券化的法律风险——从美国次贷危机谈起.当代法学,2009年第2期.

21 许凌艳.论金融资产证券化风险防范法律机制.法学,2004年第9期.

22 该统计数据为北大法宝网站中以“真实出售”为关键字,搜索全文后所得,详见北大法宝官网.

23 See Lois R. Lupica, Revised Article 9, The Proposed Bankruptcy Code Amendments and Securitizing Debtors and Their Creditors, Fordham Journal of Corporate and Financial Law, 2002.

24 宋晓燕.论资产证券化中“真实出售”的法律问题.上海财经大学学报,2007年第6期.

25 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55页.

- [5] Petersen, M., R. Rajan. Trade Credit: Theories and Evidence [J]. Review of Financial Studies, 1997, (10): 661-691.
- [6] 安强身, 姜占英. 中国体制内金融漏损的再思考[J]. 财经科学, 2013, (7): 19-27.
- [7] 方红生, 张军. 中国地方政府竞争、预算软约束与扩张偏向的财政行为[J]. 经济研究, 2009, (12): 4-16.
- [8] 刘瑞明. 金融压抑、所有制歧视与增长拖累: 国有企业效率损失再思考 [J]. 经济学, 2011, 1 (2): 604-618.
- [9] 石晓军, 张顺明. 商业信用、融资约束及效率影响[J]. 经济研究, 2010(1): 102-114.
- [10] 卢峰, 姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学, 2004, (1): 42-55.
- [11] 陈金龙, 周兴. 市场地位、商业信用与信贷传导效应[J]. 金融论坛, 2014(7): 59-69.
- [12] 徐赛. 金融发展与商业信用再分配效应的研究[J]. 经济师, 2014, (10): 62-64.
- [13] 李四海, 邹萍, 宋献中. 货币政策、信贷资源配置与金融漏损[J]. 经济科学, 2015, (3): 77-88.
- [14] 谢诗蕾. 所有权性质、盈利能力与商业信用的提供[J]. 上海立信会计学院学报, 2011, (3): 56-65.
- [15] 余明桂, 潘红波. 所有权性质、行业信用与信贷资源配置效率[J]. 经济管理, 2010, (8): 106-117.
- [16] 张良. 货币政策视角下的商业信用动机与企业价值[J]. 东南学术, 2013, (4): 139-149.
- [17] 辛念军. 经济增长中的金融效率[M]. 北京: 经济科学出版社, 2006.
- [18] 安强身. 金融金融漏损、效率修正与“反哺效应”——中国转轨经济金融低效率与经济高速增长研究的新视角[J]. 财经研究, 2008.4(4): 4-15.
- [19] 陆正飞, 杨德明. 商业信用: 替代性融资, 还是买房市场? [J]. 管理世界, 2011, (4): 6-14.
- [20] 董红晔, 李小荣. 商业信用与银行信贷的替代效应——基于控股股东代理问题的研究[J]. 山西财经大学学报, 2014, (11): 25-35.
- [21] 牛培路, 白俊. 金融发展、银行信贷与商业信用再分配[J]. 金融论坛, 2013, (10): 34-42.
- [22] 樊纲, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2011 报告[M]. 2011, 北京: 经济科学出版社.
- (责任编辑: 姜天鹰)

(责任编辑:姜天鹰)

业务更是如此,实践中均以债权作为基础资产。根据我国《合同法》第 80 条规定:“债权人转让权利的,应当通知债务人。未经通知,该转让对债务人不发生法律效力。债权人转让的通知不得撤销,但经受让人同意的除外。”该条款表明我国采取债权通知主义,在允许债权自由转让的同时,对债务人也进行了适当保护。但是,在资产证券化过程中,由于投资者众多,其通知的成本剧增,阻碍了证券化的发展。目前,信贷资产证券化和企业资产证券化都可以通过专门的平台送达通知,但是 P2P 平台上的资产转移并无相应运作机制。同时,P2P 平台资产证券化业务也具有其特殊性,由于 P2P 平台借助网络向社会不特定主体提供投融资信息,因此,潜在投资者分布广泛,存在大量的债权转让构成,流动频繁;加之互联网监管薄弱,信息真实上也存在疑问,其通知送达的有效性大打折扣。在此背景下,债权通知主义的要求必然导致 P2P 平台资产证券化业务开展的成本大大增加。

一步改革债权让与的条件,其目标是不经通知债务人就能使债权转移趋于完善,债权让与的条件发生了从通知制走向登记制的变革<sup>26</sup>。就各国实践来看,其均确立了相关制度避免因债权通知而导致成本的增加。第一,采取自由主义,即债权转让无须通知债务人而对债务人发生效率。第二,虽然采取通知主义,但是允许债务人通过明示的方式免除债务人的通知义务。第三,采取了债权转让登记制度,以美国为例,《美国统一商法典》(UCC)规定,债权让与的对抗要件是在登记所履行简便的登记手续。通过登记制的方式将使得交易相对人明确债权转移情况,降低成本,防止不确定性风险。就我国当前的立法来看,通过债权转让登记方式实现通知的效果较为符合我国国情。而通过登记的公示方式使得投资者能清楚认知债权的状态,减少信息不对称的风险。虽然,目前 P2P 平台资产证券化业务仍处于起步阶段,但是对于债权让与登记制度的改革必将使得其创新力有所增长。

(责任编辑: 咎剑飞)

26