

## 论《民法典》颁行对企业资产 证券化之影响<sup>\*</sup>

徐英军<sup>\*\*</sup> 孔小霞<sup>\*\*\*</sup>

**摘要:**企业资产证券化具有以将来债权为交易客体、以债权转让为关键环节、以特殊目的载体为交易架构等私法特征。《民法典》确认了未来应收账款转让的合法性,赋予应收账款等金钱债权转让的自由性,并加强了对应收账款受让人权益的保护,为企业资产证券化提供了法律支撑。除了个别立法技术瑕疵之外,《民法典》关于债权转让的债务人抗辩权规则和转让通知规则遗留了企业资产证券化的法律风险,应收账款转让登记和证券化特殊目的载体制度留白也有待金融专门立法予以增补。

**关键词:**民法典 债权转让 应收账款 资产证券化

---

\* 本文是河南省社科规划项目“合同法演进视野中商事契约群的规范研究”(2019BFX018)的阶段性成果。

\*\* 郑州航空工业管理学院文法学院教授。

\*\*\* 河南财经政法大学法学院副教授。

## 前 言

资产支持证券作为标准化金融产品,为我国资本市场注入了新的活力,成为金融回归本源、服务实体经济的重要抓手,在深化金融供给侧结构性改革和“积极稳妥去杠杆”等方面功不可没。不同于旨在提高金融企业流动性的信贷资产证券化,我国在证券交易所实施的企业资产证券化成为实体经济领域工商企业的重要融资工具,并自2016年起占据整个资产证券化市场份额的半壁江山。<sup>[1]</sup>就整个企业资产证券化市场来看,民营企业的融资规模约为2万亿元,高出国有企业近1倍。<sup>[2]</sup>

然而,我国企业资产证券化从一开始就处于市场主体先试先行、学术研究被动滞后、立法建设滞缓缺位的状态,受到诸多法律风险的困扰。“金融市场不存在于规则之外,而是由规则构成。”<sup>[3]</sup>即使市场主体试图逃避监管,他们的活动仍然仰赖于法律确认或证明,缺乏法律确定性无疑是建立有效市场的主要障碍。相较于国际接轨较好、发展成熟的信贷资产证券化,企业资产证券化法律关系更复杂,风险隐患更显著,更需要法律制度的确认与保障。目前,我国企业资产证券化的证券发行与交易环节已有较成熟的法律规则与监管制度,但证券化基础资产的集合与转让环节却一直存在“法律饥渴”问题。法律制度供给不足给这一融资创新模式市场功能的发挥带来诸多不确定性,监管机构也只得在“摸着石头过河”中谨慎试错和不时调整行业政策和监管规

[1] 2016年,企业资产证券化融资额在整个ABS市场占比53.05%,形成与信贷资产证券化均分天下之势,详见阳光证券化基金管理有限公司:《2016资产证券化市场年报》,载<http://www.01caijing.com/article/13760.htm>,2019年3月15日访问。2019年,企业ABS发行总规模11,064.4亿元,市场占比约52.4%,详见《2019年度中国资产证券化市场白皮书》,载中国资产证券化分析网,<https://file.01caijing.com/attachment/202001/F679717F36A34D7.pdf>,2020年5月10日访问。

[2] 参见《2019年度中国资产证券化市场白皮书》,第22页,载中国资产证券化分析网,<https://file.01caijing.com/attachment/202001/F679717F36A34D7.pdf>,2020年5月10日访问。

[3] Katharina Pistor, *A Legal Theory of Finance*, Journal of Comparative Economics, Vol. 41, p. 321, 2013.

则。这种状况既不利于市场主体的权益界定和交易规范,也不利于把控基础资产质量、降低证券化市场风险和维护金融秩序与安全。

金融工具创新的实质是通过市场交易实现风险重组与分配,这些交易的法律性质为私法行为,只有厘清企业资产证券化的民事法律关系构造,才能规范其行为、评估其质量和防范其风险,推进法律建构和市场规制。“如果不厘清金融交易的民商法基础而贸然采取激进的监管措施,会扼杀金融交易的活力进而阻却金融市场的创新动力。”〔4〕《民法典》被习近平主席誉为“具有鲜明中国特色、实践特色、时代特色的民法典”,〔5〕新增了一些支持新型业态发展的法律规则。与企业资产证券化有关的主要是“合同编”中细化的合同权利义务转让规则和新增的保理合同规则,〔6〕“物权编”中应收账款质押规则也有可供参考的修订,总体而言是“喜忧皆有、风险犹存”。本文将在提炼企业资产证券化的私法构造特征基础上,梳理和解读《民法典》相关新规则及其立法得失,阐释和论证将来之立法完善与制度建构。

## 一、企业资产证券化交易特征的私法审思

### (一) 将来债权成为企业资产证券化的交易客体

#### 1. 企业资产证券化的基础资产多为应收账款

“应收账款”原为金融学、会计学用语,2007年我国《物权法》首次将其吸纳为法律术语,但未予定义。此次编撰《民法典》吸收《物权法》时仍未明确其含义。目前关于应收账款的最高层次立法定义见于同《物权法》配套实施的部门规章《应收账款质押登记办法》,即“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

〔4〕 李安安:《股债融合论:公司法贯通式改革的一个解释框架》,载《环球法律评论》2019年第4期。

〔5〕 习近平:《充分认识颁布实施民法典重大意义,依法更好保障人民合法权益》,载《求是》2020年第12期。

〔6〕 《民法典》合同编分为3个分编、29章、共526条,约占整个《民法典》法条总数的42%,在原《合同法》和多个司法解释基础上做了充实、完善。

款的权利,包括现有的和未来的金钱债权以及产生的收益,但不包括因票据或其他有价证券而产生的付款请求权”。该办法还列举了五种应收账款。之后,2014年的《商业银行保理业务管理暂行办法》沿用了相同表述。2017年,中国人民银行修订《应收账款质押登记办法》:一是扩展了应收账款的内涵,增加“依法享有的其他付款请求权”这一兜底性表述;二是调整了对应收账款的分类列举,将销售债权和租金债权合并为第一种,将“提供服务产生的债权”细化为“提供医疗、教育、旅游等服务或劳务产生的债权”列为第二种,将不动产收费权扩充为“能源、交通运输、水利、环境保护、市政工程等基础设施和公用事业项目收益权”作为第三种,将“提供贷款或其他信用活动产生的债权”列为第四种,另外增加“其他以合同为基础的具有金钱给付内容的债权”作为第五种应收账款。可见,中国人民银行对应收账款定义的外延较广,这也符合国际通例。<sup>[7]</sup>从法学角度来看,应收账款可以理解为企业在生产经营中基于交易合同产生的各种以金钱给付为内容的现有和将有债权,但已经证券化的金钱债权(如票据、存单等)因其特殊的权利证成和转让方式等因素被排除在应收账款之外。

尽管实务界往往把企业资产证券化的基础资产(证券化法律关系的客体)分为债权(典型的应收账款)和收益权[主要包括基础建设项目收益权、不动产收益权和信托收(受)益权等],但从法学视角分析,基础建设项目收益权和不动产收益权都是基于特定基础设施被有偿使用的收费权,其法律性质仍是基于合同的债权请求权,其“债权”性质已在相关诉讼中得到司法机关确认。<sup>[8]</sup>“信托受益权”是《信托法》明

---

[7] 国外对应收账款的定义多取广义,指称各种基于合同所产生的付款请求权。譬如,《美国统一商法典》(UCC)第9章第106条将应收账款定义为因任何出售或出租物品以及提供服务而取得款项的权利,无论权利人是否已履行义务,只要此种权利未以票据或动产契据作为证明。该应收账款概念涵盖“被前第九章视为一般无体财产权的各种偿付请求权”,包括未来应收账款;联合国国际贸易法委员会的《国际贸易应收账款转让公约》(2001年)也将应收账款视为各种基于合同所产生的金钱债权。

[8] 参见上海市高级人民法院对安信信托与昆山纯高案的二审判决书,裁判文书编号:(2013)沪高民五(商)终字第11号,载 <https://www.itslaw.com/api/judgements/download?judgementId=9d5a5962-6941-4d3b-a5a5-9abe8c728816>,2021年3月10日访问。此外,证券化实践中有将特许经营权中的收费权分解出来作为基础资产进行证券化,该收费权的法律性质也是合同约定的一种将来应收账款。

确确认的权利类型,内容具有综合性,“信托收益权”仅是“信托受益权”的权利内容之一,二者不能画等号。综上,企业资产证券化基础资产可分为应收账款债权与信托受益权两类,其中,主要是各类应收账款债权。〔9〕

## 2. 未来应收账款成为企业资产证券化的交易客体

进一步分析前述各类应收账款,可以根据债权人是否已经履行完对价义务而分为现有应收账款与未来应收账款两类,前者属于现实债权,债务人不享有先履行抗辩权;后者属于将来债权,债务人往往享有先履行抗辩权。未来应收账款又可划分为两种:一是基础交易合同业已存在,债权金额可以确定,但债权人和债务人的义务履行尚均需特定事实发生,如所附条件成就、履约时间届至等,包括场地租金、设备(设施)租金应收款、未到支付期的贸易应收款、BT项目回购款等;二是尚无营业等基础交易关系或者债权金额未确定,但交易合同的签订和履行具有必然性或者可预期性,这种应收账款被称为纯粹的将来债权,包括路桥隧道通行费应收款、水利电力等基础设施使用收费权、水电气热销售应收款、污水处理费或门票收入应收款等。

目前,开展证券化成为基础资产的应收账款大多属于未来应收账款,证券化操作的实质就是通过这些将来债权的“预先实现”帮助原始权益人融入资金,以应收账款将来产生的现金流回报证券投资者。显然,这些将来债权因其自身特性而存在诸多风险因素:(1)依据民法原理,将来债权仅是一种期待或期待权,具有不确定性,〔10〕其能否转让、如何转让,存在法律风险;(2)依据会计准则,纯粹未来应收账款的营业尚未发生或债权金额尚未确定,不能计入原始权益人会计报表的“资产”,自然也无“真实销售”或“出表”之说,〔11〕存在权益风险;

---

〔9〕 2016~2019年,企业资产证券化市场各资产类型的占比情况是:保理融资约23.5%,融资租赁约17.05%,商业应收账款约11.92%,收费收益权约9.35%,信托受益权为5.8%。详见《2019年度中国资产证券化市场白皮书》,载中国资产证券化分析网,<https://file.01caijing.com/attachment/202001/F679717F36A34D7.pdf>,2020年5月10日访问。

〔10〕 参见[德]拉伦茨:《德国民法通论》,王晓晔等译,法律出版社2003年版,第294页。

〔11〕 参见刘燕、楼建波:《重思资产证券化的法律原理》,载《中国金融》2018年第21期。

(3)依据实际操作,未来应收账款证券化以企业的逐笔交易数据而非财务状况为基础,现金流预算难度很大,其实现更高度依赖原始权益人的正常、持续经营,存在现金流风险。我国的首单基础资产使用收费权证券化实质性违约案例,就是受累于我国煤炭行业不景气,运输车辆骤减导致黄河大桥通行费收入锐减所致。<sup>[12]</sup>。

## (二) 债权转让是企业资产证券化的关键环节

### 1. 债权转让是企业资产证券化的交易核心

从理论上说,企业资产证券化有基础资产转让与资产支持证券发行两个环节,共同完成把流通性不强的债权资产转换为类货币高流动性证券的融资功能。在债权转让阶段,要进行同类应收账款债权的择选、集合,通过期限错配等技术组合形成基础资产池,并转移所有权给特殊目的载体(SPV)以实现风险隔离,这是企业资产证券化的关键环节。实务操作则往往在达成证券化意向或签署附条件协议后,先发行证券募集资金,再购买债权,并且在资金募集端可能对接公募基金或其他普通资管计划等机构投资者。如果购买资产支持证券的普通资管计划的管理人与证券化“专项资管计划”管理人是同一家金融机构,则形成“一手托两家”的“双重委托(信托)关系”,与原始权益人之间属于财产受益权信托,与证券投资人之间属于集合资金信托。<sup>[13]</sup>

债权转让具有两方面意义。其一,法律意义在于使基础资产归属于受让人,免受转让人其他债务或破产风险的影响,保障基础资产将来所产生的现金流收入和其他附属权益(担保物权或保证债权)用于偿付证券投资人。<sup>[14]</sup>在这种“资产信用”融资模式下,融资规模由所转让

---

[12] 即2016年“大成西黄河大桥通行费收入收益权专项资产管理计划”的优先A档到期未及时兑付本金。

[13] 尽管都被称为“资产管理计划”,但资产证券化“专项资管计划”不同于普通资产管理业务的资管计划,二者在商业模式与法律逻辑上存在显著差异,前者是对接融资人的一种财产信托,以SPV来受让债权资产、隔离转让方风险和发行资产支持证券;而后者则是服务于投资人的资金集合方式,属于代客理财或管理资产的资金信托性质。参见前注[11]。

[14] 我国资产证券化领域的司法案例逐渐增多,涉及证券化基础资产的破产隔离、能否被第三人强制执行等核心法律问题,最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》对资产证券化中增信措施的效力也具有很强的指导意义。

债权资产的价值和收益能力决定,不同于“主体信用”融资取决于借款者的整体信用水平,更适合自身资信水平较低的中小企业,即只要拥有现金流稳定的应收账款债权资产就可以通过证券化融资。其二,债权转让的财务价值主要是优化资产负债表,通过应收账款出表实现“降两金”(应收账款和存货占用资金)、“控负债”,需要以公允价值(折现价值)出表,否则,难以摆脱破产法下的撤销权风险、达到“真实销售”效果。

## 2. “债尽其用”是企业资产证券化的法理基础

应收账款债权转让融资乃是“债权用益”的一种体现。在市场配置资源的作用之下,债权尤其是金钱债权被卷入财产化、资本化的洪流,债权一改从前依附于物权交易的“婢女地位”,“而如女王般君临财产关系”。<sup>[15]</sup> 金钱债权除了既有的“货币请求权”价值之外,其未来的增值可能和交换价值被发掘出来而成为交换对象,以债权转让为基础的保理、资产证券化等金融创新融资工具被“加工”与“设计”出来,债权的“利用”效能得以充分彰显。“债权用益”的法律实质是授权债权人将契约债权“财产化”,可交易的金钱债权可视为财产和合同的混合体,<sup>[16]</sup> 这种混合体在将信用转化为货币过程中成为债权人牟利的经营资本。难怪史尚宽先生感慨,“资本主义的经济发达之结果,更使债权流动资本化”。<sup>[17]</sup>

“债权用益”在企业资产证券化中不仅体现在债权转让环节,也体现在证券发行与交易环节。证券化过程就是债权权益被记载和表征于标准化证券(资产支持证券)之上,完成民事权利的法律形变,更加快捷、安全地发行和进行二级交易流通。就证券权利属性而言,资产支持证券与债券、优先股等都属于固定收益证券,<sup>[18]</sup> 持券人可以在特定的

[15] [日]于保不二雄:《日本民法债权总论》,庄胜荣译,台北,五南图书出版股份有限公司1998年版,第5页。

[16] See Kim, Jonchul, *Propertization: The Process by Which Financial Corporate Power has Risen and Collapsed*, Review of Capital as Power, Vol. 1, No. 3, pp. 78 - 79, 2018.

[17] 参见史尚宽:《债法总论》,中国政法大学出版社2000年版,第6页。

[18] 这三种固定收益证券中,债券和优先股是发行人以自身财产“概括地”作为清偿保障的证券,资产支持证券则以特定的“被隔离”的特定资产作为支付证券投资收益的保障。详见龚仰树:《固定收益证券》,上海财经大学出版社2012年版,第6页。

时间主张取得固定的收益(可能是浮动利率),被我国列入符合监管要求的标准化债权类产品。<sup>[19]</sup>

### (三) 特殊目的载体是企业资产证券化的特有架构

金融界将企业资产证券化称为典型的“结构化”融资创新,<sup>[20]</sup>其核心在于设立一个特殊目的机构(SPV),作为受让债权和发行证券的交易载体。新制度经济学中的产权理论认为,特殊目的载体具有三大核心功能——真实出售、风险隔离、税收中性。<sup>[21]</sup>其中,风险隔离被认为是证券化交易的关键特征和SPV的核心功能,可以降低资产支持证券投资者的信息成本,投资者不必评估原始权益人(融资人)的潜在负债和盈利能力,只需评估与SPV持有的基础资产相关的风险。这一设立特殊目的载体的交易架构提供了一种足够稳健的安全形式,即禁止原始权益人撤回资产和阻止其债权人对基础资产进行强制执行,保护了证券化存续期间的持续偿付和投资者权益的最终实现。

从各国的资产证券化实践来看,SPV组织形式主要有特殊目的信托(SPT)、特殊目的公司(SPC)及特殊目的合伙(SPP)三种。在我国,受《公司法》对公司的设立条件、经营范围、治理结构等的强制性规定所限,目前难以设立“空壳公司式”SPV;《合伙企业法》关于有限合伙人不得超过50人的规定也增大了投资者成为有限合伙人的难度,加之《证券法》未赋予合伙企业发行证券的特别商事权,有限合伙形式的

[19] 2020年7月,中国人民银行、银保监会、证监会和外管局联合发布《标准化债权类资产认定规则》,明确了“标”和“非标”的认定规则,“依法公开发行的债券、资产支持证券以及固定收益类公募基金”均属于标准化债权类资产。

[20] 何为“结构化”融资,尚无明确定义,本文认为,结构化融资至少包括以下含义:一是存在专司受让资产、发行证券载体职能的特殊目的机构;二是所发行的证券产品存在“优先劣后”的权利安排和风险结构;三是有外部或内部增信的结构设计。美国《结构化金融杂志》曾通过向53位专家撰稿人征集观点,较为全面地总结了人们对结构化融资的多种理解,参见[美]弗兰克·J.法博兹、[美]亨利·A.戴维斯、[英]莫拉德·乔德里:《结构金融导论》,钱峰、沈颖郁译,东北财经大学出版社2011年版,第3~7页。

[21] 我国当前资产证券化所发行的证券属于“过手证券”,SPV自身无盈利行为,在发行环节中的现金流获得与偿付环节的现金流支付仅仅基于其“通道”地位进行“过手”,就应当免征印花税、增值税、企业所得税。



SPV 在我国也行不通。<sup>[22]</sup> 于是,我国 SPV 只能采取信托形式,银监会监管的信贷资产证券化将 SPV 明确为信托计划模式,证监会监管的企业资产证券化则采取类信托的“专项资产计划”方式。<sup>[23]</sup> 从法律外貌来看,专项资管计划与信托计划几乎无异:(1)都是基于合同(或合同群)而设立,约定交易结构和各方的权利义务;(2)都有独立账户用于接受和归集基础资产现金流,并分配给投资人或按照约定支出相关费用;(3)资管计划管理人和信托计划受托人内部都有特定专业人员各司其职,对外代表 SPV 进行意思表示等法律行为。二者的差异只存在于法律层面,即《信托法》确认了信托计划产生的财产独立性,而专项资管计划却没有被确认为信托性质只是一般委托关系。

企业资产证券化在主体架构、交易标的和行为性质等方面的法律特征,乃是我们探讨私法交易制度建构和金融监管规则完善之基础。

## 二、《民法典》利于资产证券化的新规则解读

### (一) 未来应收账款的转让得以合法化

在《民法典》颁布之前,并无法律明定将来债权是否可以转让,但银监会在《商业银行保理业务管理暂行办法》禁止商业银行对未来应收账款开展保理融资业务。<sup>[24]</sup> 缺乏法律确定性无疑对主要转让未来应收账款为交易基础的企业资产证券化造成阻碍。令人欣喜的是,《民法典》确认了转让未来应收账款的合法性,体现为以下两个条款:

1. 《民法典》第 440 条规定,“现有的以及将有的应收账款”可以出

---

[22] 参见徐英军:《应收账款证券化的风险规制:从规范诉求到制度建构》,载《经济法论坛》2018 年第 1 期。

[23] 中国证监会的资产证券化业务管规则并未明确阐释计划管理人与专项计划的法律关系属何种性质,但强调“基础财产”独立于受托券商和托管人自有的或其管理的其他财产,似乎是打信托制度的“擦边球”。一般将计划管理人(券商)与专项计划(特殊目的机构)之间视为委托关系,券商受专项计划的委托代为持有基础资产,这难以对抗原始权益人破产风险。

[24] 《商业银行保理业务管理暂行办法》中的“未来应收账款”,是指合同项下卖方义务未履行完毕的预期应收账款。

质。既然未来应收账款可以质押担保,其可转让性就是不言而喻的,毕竟出质之后不能及时偿还主债务的,应收账款将被依法拍卖、变卖或抵偿给债权人。<sup>[25]</sup>

2.《民法典》新增“保理合同”作为典型合同,其第761条把“应收账款债权人将现有的或者将有的应收账款转让给保理商”作为保理合同的要素内容。应收账款融资主要包括应收账款质押融资与应收账款转让融资两大类,而应收账款的保理与证券化都属于应收账款转让融资方式,二者在受让主体、交易方式、融资期限等方面存在不同。保理交易的应收账款受让方是有资格从事保理业务的商业银行等金融机构,保理人提供资金融通或者应收账款管理、催收、债务人付款担保等金融服务;<sup>[26]</sup>而企业资产证券化则是将应收账款转让给一个特殊目的载体,再发行证券融资。应收账款的保理与证券化又可以结合到一起,保理商持有的应收账款债权同样可以通过再转让进行证券化融资,即“应收账款保理证券化”,<sup>[27]</sup>其本质上仍是应收账款债权证券化。《民法典》既然认可了保理交易中未来应收账款的转让,当然不能否定企业资产证券化中未来应收账款转让的合法性,没理由厚此薄彼、区别对待。也就是说,虽然规定在“保理合同”中,但不能得出应收账款只能转让给保理商的结论。当然,如果《民法典》把对将来债权得以转让及具体让与规则置于合同编通则部分的“合同的变更和转让”之中,规定

[25] 有学者针对我国《合同法》与《物权法》分别规定债权让与和应收账款质押,制度割裂、多有漏洞的问题,建议在《民法典》编纂时统合债权让与和债权质押规则,包括统一标的范围、统一对外效力与对内效力规则,仅就债权质押的个别特殊事项设置特别规则等。详见李宇:《民法典中债权让与和债权质押规范的统合》,载《法学研究》2019年第1期。

[26] 根据比较法和国际保理实务,保理交易并非国内学者理解的在资金融通、应收账款管理或者催收、应收账款债务人付款担保等“偶素”中“四选一”即可,而是保理人必须提供融资或坏账担保的“二选一”的“常数”服务,否则应收账款转让则无必要,只有应收账款管理或者催收服务是任选的“偶素”。

[27] 我国首个保理应收账款证券化产品是“摩山保理一期资产支持专项计划”,于2015年成立并在上海证券交易所挂牌转让,其基础资产是由原始权益人上海摩山商业保理有限公司于专项计划设立日或循环购买日转让给管理人的保理融资债权及其附属担保权益,包括初始基础资产及新增基础资产,初始资产池涉及原始权益人与7个融资人签署的9笔保理合同。

为一般性规范就更具立法科学性了。

市场交易尤其是金融创新推动着各国立法在当事人意思自治与社会资源最优分配的冲突与平衡中不断演进,可转让债权的范围也得以扩大,认可将来债权的转让成为主流,《国际保理公约》和《国际贸易应收账款转让公约》等国际公约均认可未来应收账款的转让。<sup>[28]</sup>此次,我国《民法典》“合同编”专章规定了“保理合同”制度(第十六章、共9条),涉及保理合同定义、合同内容与形式、应收账款转让通知、转让后变更与终止的限制、有无追索权的义务主体、重复转让的权利顺位等内容。尽管该章节未明确保理合同规则可适用于其他应收账款转让交易,但根据《民法典》第467条,法律没有明文规定的合同可以参照适用最相类似的典型合同规则,企业资产证券化的应收账款转让交易当可参照适用(准用)保理合同相关规则。并且,开展资产证券化的未来应收账款债权要按特定标准择选并集合起来形成基础资产池,并不苛求所转让的每个基础交易合同都全额实现债权,单笔纯粹的将来债权届时未实际发生或者金额显著减少也不构成债权转让方的违约,若影响证券投资人收益的,将触发专项计划的“权利完善事件”而采取其他增信或补充措施,允许将来债权的转让不构成显著的交易安全隐患。

## (二) 排除了禁转条款对应收账款转让的约束

基础交易合同中存在的限制或禁止债权转让的约定(禁转条款),一直是企业资产证券化的一个风险因素。依据意思自治原则,法律应当尊重当事人的契约自由,合同中明确约定的禁转条款应当得到尊重和执行,否则可能会增加债务人的履行成本(如应收账款的国际转让带来的汇率问题)。在《民法典》编纂前,我国原则上认可禁转条款的法律约束力,原《合同法》第79条第2项规定,当事人约定不得转让的

---

[28] 《国际保理公约》第5条规定:(1)保理合同关于转让已经产生或将要产生的应收账款的规定,不应由于合同没有详细列明这些应收账款债权的事实而失去其效力,如果在该合同订立时或这些应收账款产生时上述应收账款可以被确定在该合同项下的话;(2)保理合同中关于转让将来产生应收账款的规定可以使这些应收账款在其发生时转让给保理商,而不需要任何新的转让行为。《国际贸易应收账款转让公约》第8条第2款规定,除非另行议定,一项或多项未来应收账款的转让无须逐项办理新的转移手续即可具有效力。

合同权利不得转让。<sup>[29]</sup>显然,这种一概认可禁转特约效力的规定对债权转让的“用益”功能造成阻抑,不利于开展企业资产证券化融资。

《民法典》第545条虽然仍将债权人与债务人的禁转约定作为合同权利不得转让的一种情形,但是否定了禁转条款对第三人的绝对效力,并区分转让标的是否为金钱债权而给予第三人不同的保护,即“当事人约定非金钱债权不得转让的,不得对抗善意第三人。当事人约定金钱债权不得转让的,不得对抗第三人”。可见,《民法典》赋予了应收账款等金钱债权转让的自由性,毕竟这一处置债权行为不会对富有金钱给付义务的债务人履行债务增加负担,禁转特约原则上不影响债权转让与的效力,只在让与人与债务人之间产生违约与否的法律后果,这反映出国家鼓励金钱债权交易的立法取向,也契合国际立法潮流。<sup>[30]</sup>《民法典》第550条还明确了债权转让增加的履行费用由让与人负担。

### (三) 加强了对应收账款受让人的权益保护

1. 明确债权从权利的转移不受登记或占有影响。一方面,《民法典》第547条第1款沿用原《合同法》第81条,规定除了专属于债权让与人自身的从权利之外,“与债权有关的从权利”随债权转让也归属于受让人。这里,与债权有关的从权利仅限于债权关联性权利,包括担保权、孳息请求权和债务人违约产生的法定和约定损害赔偿请求权等,但不包括解除权、撤销权等与基础交易合同相关联的权利。<sup>[31]</sup>另一方面,该条增加一款,明确“受让人取得从权利不应该从权利未办理转移登记手续或者未转移占有而受到影响”,这确认了债权转让时从权利的转移具有法定转移的性质而非依据法律行为才转移。这样,即便SPV受让应收账款后未办理抵押权登记、质物占有转移等,仍享有之前设定的担保应收账款实现的抵押、质押、保证等附属权益。但是,未办

[29] 需要注意的是,我国《票据法》认可禁转背书对第三人的绝对效力,其第34条规定:“背书人在汇票上记载‘不得转让’字样,其后手再背书转让的,原背书人对后手的被背书人不承担保证责任。”

[30] 国际立法发展的总体趋向是强化金钱债权的可交易性,德国商法、奥地利民法、日本民法先后修法,缓和禁止金钱债权让与特约的效力。

[31] 参见朱虎:《债权转让中的受让人地位保障:民法典规则的体系整合》,载《法学家》2020年第4期。

理转移登记或占有仍存在权利行使的风险。譬如,让与人与抵押人恶意注销抵押权登记导致抵押权消灭,或将抵押物转让给第三人,都对SPV行使抵押权造成实际困难。

2. 债权转让通知的撤销须经受让人认可。债权转让通知在到达债务人时产生法律效力,根据《民法典》第546条第2款,除非受让人同意,债权转让的通知不得撤销。在由应收账款转让方负责通知债务人的情况下,该规定显然有利于受让方SPV的权益保护。

3. 债权转让后基础交易的变更与终止对受让人无效。通说认为,债权转让通知债务人后,未经受让人同意,让与人作出不利于受让人的行为对受让人不发生效力,仅在让与人和债务人间有效,《民法典》把这一规则规定于第765条保理合同的应收账款转让交易中。参照此规则,企业资产证券化中应收账款转让生效后(转让通知送达给债务人后),原债权人和债务人无正当理由协商变更或者终止基础交易合同损害受让人权益的,对应收账款受让人不发生效力。

4. 应收账款被虚构的欺诈风险降低。参照《民法典》第763条保理合同有关规则,应收账款债权人与债务人虚构应收账款作为转让标的,应收账款债务人不得以应收账款不存在为由对抗应收账款受让人,但是受让人明知虚构的除外。也就是说,虚构应收账款并不导致转让合同无效,串谋虚构应收账款的债务人仍需按基础交易合同履行清偿义务,可视为“禁反言”原则的体现。虽然这一“认假为真”的外观主义处理规则有利于受让人权益保护,但存在三个疑问:(1)此与《民法典》第146条通谋虚假表示行为无效、第154条恶意串通行为无效两规则相背离,可否视为例外性规定?(2)如果保理商将该债权再次转让,后续受让人是否同样取得债权?这涉及受让人权益的公平保护和保护程度问题。(3)将虚构应收账款视为过错侵权行为追究侵权责任是否更合适?<sup>[32]</sup>也就是由串谋虚构应收账款的债务人单独或与参与串谋的原债权人共同承担受让人不能得到清偿的金额。

---

[32] 参见李宇:《保理合同立法论》,载《法学》2019年第12期。

### 三、后民法典时代企业资产证券化的法律风险

#### (一) 现有债权转让规则对证券化交易的风险

##### 1. 债务人抗辩权规则的风险隐患

企业资产证券化中 SPV 受让的基础资产就是原始权益人(债权人)在基础交易所取得的应收账款债权,债务人及时、全面履行债务是资产支持证券投资人实现投资收益的前提,若债务人享有合法对抗债权的理由则构成基础资产的法律风险。《民法典》第 548 ~ 549 条基本延续了原《合同法》的规定,赋予债务人对抗债权受让人两项权利,并增加了一个法定抵销事由。<sup>[33]</sup> 据此,在企业资产证券化中:(1) 债务人对原始权益人的抗辩得以对抗受让债权的 SPV;(2) 债务人对原始权益人享有的债权可以向受让债权的 SPV 主张抵销。如果债务人提出抵销、部分债务金额不属实、偿付条件未成就等抗辩请求,将导致应收账款债权价值摊薄,<sup>[34]</sup>降低基础资产的“质量”。

多数国家的民事立法都规定债权让与人负有权利瑕疵担保责任,应保证其让与的权利真实、有效并且不存在瑕疵,除非受让人明知、应该知道或者双方另有约定。《联合国国际贸易中应收账款转让公约》第 12 条详尽列举了应收账款债权让与人的权利瑕疵担保责任的内容,包括:该债权有效存在(将来债权除外)、让与人有权转让该债权、让与人先前未将该债权转让他人、第三人就该债权不得向受让人主张任何

[33] 《民法典》第 548 条规定:“债务人接到债权转让通知后,债务人对让与人的抗辩,可以向受让人主张。”第 549 条规定:“有下列情形之一的,债务人可以向受让人主张抵销:(一)债务人接到债权转让通知时,债务人对让与人享有债权,并且债务人的债权先于转让的债权到期或者同时到期;(二)债务人的债权与转让的债权是基于同一合同产生。”

[34] 价值摊薄风险,是指应收账款的回收因非信用事件的影响所导致的回收价值的减少,譬如,贸易应收款的价值摊薄情形主要有:一是因清单错误或者产品质量问题所致,对债务人开具了抵减应收账款的货项通知单;二是对客户在根据发货单进行支付时提供一定的价格折扣;三是对长期客户提供一定数量的折扣;四是对一些市场提供暂时的定价优惠等。

权利、该债权不受债务人任何抗辩或抵销权的影响、非经受让人同意不变更该债权或产生该债权的合同(但变更系出于善意且依其性质受让人不能合理拒绝的除外)。《民法典》保留了原《合同法》关于买卖合同出卖人对标的物权利瑕疵担保的责任规定,未涉及债权让与人的权利瑕疵担保责任。建议在将来修改时增加债权让与人权利瑕疵担保责任的内容,将让与人不得破坏或损害让与债权价值纳入担保范围,可参照德国民法典,明确赋予受让人事后补充请求权、减价权和损害赔偿等请求权,便于受让人寻求救济。

## 2. 债权转让通知规则的风险隐患

《民法典》第546条第1款规定,“债权人转让债权,未通知债务人的,该转让对债务人不发生效力”。虽然删除了原《合同法》第80条债权人转让债权“应当通知债务人”这一易生歧义的表述,表明债权转让合同的生效采取意思主义而非通知主义,即达成受让债权资产转让合意后合同即生效,除非有特别约定。但是,若不通知债务人则对债务人不发生效力。在企业资产证券化中,作为基础资产的应收账款债权往往数量较多、规模较大,尤其是存在循环购买安排的证券化交易,若一一通知债务人不仅经济成本过高,有一定时间周期,还存在通知不到等现实困难。实务操作中不得不把对债务人的通知行为设计为“权利完善事件”,即先不通知债务人,由在资产支持证券发行后的存续期间发生事先约定的触发事由的,再通知特定债务人以完善SPV的受让债权权利。此外,SPV大多仍委托原始权益人担任现金流回收的服务商,债务人仍支付款项到原始权益人名下账户,之后再即时转入由资金监管机构监管的现金流归集账户,最后汇集到专项计划账户中,这样即便未通知债务人也不影响资金归属,在一定程度上降低了法律风险。

不少国家和地区通过资产证券化专门立法有效地解决了证券化中债权让与对债务人通知方式及效力问题。譬如,法国1988年的证券化专门立法(Law No. 88-1201)仅将通知债务人作为对抗要件;意大利2005年《证券化法》规定只需将资产出售通知在官方公报上公布而不必逐一向债务人发送通知;<sup>[35]</sup>韩国2016年《资产证券化法案》允许在

---

[35] 参见意大利《证券化法》(LD 35/2005)第4条。

满足特定条件的情况下,通过在日报上发布公告完成对债务人的通知<sup>[36]</sup>;我国台湾地区2002年的“金融资产证券化条例”也允许在转让方仍充当归集现金流的服务商或者基础交易合同约定可以其他方式取代通知的两种情况下,以在指定媒体发布公告方式实现对债务人的通知;<sup>[37]</sup>在资产证券化发源地,美国《统一商法典》规定仅需将“融资陈述表”向相关政府部门报备案即可。<sup>[38]</sup>这些立法不仅降低了证券化操作成本,也大大减少了证券化交易风险,值得借鉴。尽管我国《信贷资产证券化试点管理办法》允许将证券化信托转让信息在全国性媒体上发布公告以完成对债务人的通知,但企业资产证券化尚无这方面规定。

更需注意的是债权转让对担保人的通知问题。《民法典》第696条第1款还规定:“债权人转让全部或者部分债权,未通知保证人的,该转让对保证人不发生法律效力。”并且,最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》将该条款扩张适用到第三人提供物的担保(抵押、质押、留置)情形,<sup>[39]</sup>成为资产证券化操作不可忽视的法律风险。

### 3. 保证人禁转约定的风险隐患

市场交易中,除了债务人与债权人可能约定禁止债权转让之外,还存在保证人与债权人之间禁止债权转让的约定,《民法典》第696条第2款基于合同相对性原理,对其效力予以保护,即“债权人未经保证人书面同意转让债权的,保证人对受让人不再承担保证责任。”这显然为资产证券化交易带来操作风险,也是将来我国资产证券化专门立法需要作出特别规定的事项。

### (二) 应收账款转让登记立法缺位对证券化交易的风险

要保证SPV完整享有证券化债权权益用于偿付证券投资人,还要避免其他第三人(包括可能存在的债权重复受让人、债权上的其他担保权人或者让与人的其他债权人等)就该应收账款债权主张权益。关键在于建立应收账款转让公示制度,借此为债权转让的信息查询提供

[36] 参见韩国《资产证券化法案》第7条。

[37] 参见我国台湾地区“金融资产证券化条例”第5条和第6条。

[38] 参见《美国统一商法典》第9章第40条和第402条。

[39] 参见该司法解释第20条。



便利,更使 SPV 受让债权具有对抗第三人的效力。以债权重复转让为例,债权的无体性决定了债权让与不同于一般有体物的转让,同一债权被重复让与给两个以上受让人在理论上比有体物转让更容易发生,这一风险在循环证券化交易中更为显著。如果第三人无法通过确切的途径知悉被转让债权的权属信息,受让人也对自己能否对所受让的债权享有完全权益存在疑虑,那就不可能有资产证券化交易的成功实施。

我国《民法典》第 768 条规定了同一应收账款存在多重保理情况下保理商取得应收账款权益的顺位,以解决重复转让导致的权利冲突,即已登记的先于未登记的取得;均已登记的按照登记的先后顺序取得;均未登记的由最先到达债务人的转让通知载明的保理商受偿;既未登记也未通知的按照保理融资款或者服务报酬的比例取得应收账款。该条款还存在以下两个问题值得思考:(1)保理交易之外的其他应收账款转让(如资产证券化中应收账款转让)能否适用该规定?若是肯定回答,法条表述显然难以涵盖;若是否定回答,则造成对保理业务的无理偏惠。同样的应收账款、同以融资为目的,若原始权益人转让给保理商开展保理交易时须经登记,而原始权益人或者保理商转让给特殊目的载体时却无须登记,这在法理逻辑上显然难以自足。(2)其他非应收账款类的债权转让需要登记吗?是否也是登记在先优先取得?若是肯定回答,就有必要增设债权转让登记制度作为债法一般规范规定在合同编总则中;若是否定回答,则其他种类的债权转让对第三人的效力及转让生效时间确定就无法可依。<sup>[40]</sup> 笔者赞成将多重保理的权益确定规则扩张为债权让与的一般规则,<sup>[41]</sup> 倡导债权转让登记,提高交易安全。

从比较法角度,可以把各国及地区法律及国际公约对债权重复让

---

[40] 有学者认为,《民法典》该规定仍需两个方向上再作改进:其一是“扩展”,将来债权的让与性既不限于应收账款这一种客体,也不限于保理商这一种主体,而属于债权让与一般规范;其二是“增补”,明确将来债权让与效力的发生时点。参见前注[32]。

[41] 笔者注意到,《民法典(草案)》(一审稿)曾在“合同编”的通则中(第 336 条)规定了债权让与登记制度,即债权重复让与情形下依登记先后决定权利顺序,但正式文本却将该条从合同编通则移至保理合同章,大大限缩了规则适用范围,降低了立法科学性。

与情况下受让人权益顺位的确定规则分为三类:(1)合意在先、权利优先规则,包括德国及继受德国法的国家、我国台湾地区和美国判例法,该规则对债权让与公示的忽视不利于债务人或债务人以外第三人的保护,也不利于债权的市场交易安全;(2)通知在先、权利优先规则,包括法国、意大利、比利时、日本以及英国等,尽管对债务人的让与通知具有一定的客观性,但公示性较弱,债务人以外第三人的合法利益无法得到有效保护;(3)登记在先、权利优先规则,包括美国《统一商法典》和《联合国国际贸易中应收款转让公约》等,将在指定机构的登记作为债权让与的法定公示方式,电子登记簿信息可通过互联网便捷查询,有利于促进交易安全。因此,建议以央行运行的“动产融资统一登记平台”作为应收账款转让登记法定平台,<sup>[42]</sup>将在该平台做登记公示作为对抗第三人的法定方式,便于应收账款转让交易。立法形式上,可通过制定《金融商品交易法》或《资产证券化条例》等专门法律、法规确立应收账款转让融资交易中对债务人的通知和登记公示的特殊规则,有别于债权让与一般规则。

### (三) 证券化特殊目的载体制度留白对证券化交易的风险

特殊目的载体是资产证券化创新融资模式的核心设计,起到真实销售、风险隔离、税收中性等重要功能。在当下中国法制框架下,尽管信托不能被视为转移资产所有权的一种方式,但具有法律赋予的财产独立性和风险隔离作用。而以专项资管计划为依托的企业资产证券化只能认定为委托代理而非信托关系,难以实现破产隔离。为此,本文建议如下:

1. 将证券化专项资管计划纳入信托范畴。如前所述,设立商事信托是我国企业资产证券化 SPV 的首选形式(SPT),具有设立操作便

---

[42] 中国人民银行征信中心于2007年建立了基于互联网运行的应收账款质押登记公示系统,同时为保理业务中的应收账款转让提供权利公示服务,2013年后发展成为“动产融资统一登记平台”,提供应收账款质押、应收账款转让、租赁、所有权保留、租购、留置权、保证金质押、存货/仓单质押、动产信托、其他动产融资的登记、查询和证明验证等服务,发挥了重要作用。其中的应收账款质押登记得到《物权法》的授权。尽管央行2017年修订《应收账款质押登记办法》时在“附则”中增加了应收账款转让登记参照质押登记办理的条款,解决了具体登记办理问题,仍未明确登记效力。

捷、风险隔离有效等优势。然而,分业监管体制下银监会独掌信托牌照,自然特征与实操程序都与信托无大差异的专项资产计划无奈成为信托的异化形态,存在难以脱离原始权益人破产追索的重大法律隐患,不利于证券投资人权益保护。应打破现有信托从业牌照管理体制,把证券化专项资管计划纳入信托范畴,让其与信托计划都成为资产证券化的信托式 SPV。

2. 健全信托受托人代理 SPV 的行为规范。在现实法制之下,信托式 SPV 难以享有法律人格,只是一个被动的资产载体和资金流转通道,实际由信托受托人代为行使 SPV 职能,成为“影子 SPV”,实际掌控和实施基础资产遴选与受让、资产支持证券发行与现金流归集、分配等重要行为,在事实上形成受托人与原始权益人、证券投资人之间的“双重信托关系”。为保护相对弱勢的证券投资人的权益,需要以法定内容完善受托人代理 SPV 的行为规范,包括但不限于:(1) 确保 SPV 的财产独立于受托人自己的财产与债务风险;(2) 健全治理机制,要求受托人内部设置专任董事或者监察员(类似我国台湾地区的信托监察人)对资管计划执行人员行使监督权,外部接受投资者代表(或各类集合资管计划的管理人)的监督;(3) 明确受托人对投资人的信义义务和过失损害赔偿责任,其应忠实、勤勉地实施资产池尽调核查、及时披露关联交易、避免自我利益冲突以及妥善管理基础财产等,并承担疏于履责的信义赔偿责任。<sup>[43]</sup> 2016 年,南方水泥租赁债权证券化项目中途更换服务人事件,充分体现出管理人在资产支持证券存续期间实时跟踪基础资产风险变化并做出必要回应的重要性。<sup>[44]</sup>

3. 适时赋予 SPV 以民事主体地位。SPV 只是一个被动的资产载体和资金流转通道,还是可以成为拥有独立人格的民事主体,也是特殊目的机构制度设计的核心问题。美国资产证券化专家施瓦茨教授在比

---

[43] 参见徐英军:《契约群:企业资产证券化的风险动因及其法律规制》,载《江汉论坛》2018 年第 11 期。

[44] 当时基础资产没出问题,原始债务人(承租人)也没出问题,而是资产服务人租赁公司出现了问题,而且情况超出了交易设计时的风控预料范围,管理人广发证券资产管理(广东)有限公司第一时间识别风险并迅速反应,通过召开投资人大会的形式及时更换了服务人,及时化解了风险。

较资产证券化 SPV 组织形式时,提出从法律地位、治理和外部作用三个方面考察其组织框架。<sup>[45]</sup> 公司与信托各有优劣,或许有一天,我国的信托式 SPV 被法律明确为非法人组织,<sup>[46]</sup> 甚或允许设立专门的特殊目的公司(SPC),有助于信义义务的构建,并建构有别于普通商事主体的特殊行为规则,譬如,经营内容受到严格限定,作为受让基础资产、发行资产支持证券和归集现金流的主体享有权利和承担义务,只能为创建和开展资产证券化为目的实施法律行为,不得实施其他营业活动。从这个角度而言,将“特殊目的载体”称为“无目的实体”也许更符合证券化工具的真实状态。

总之,企业资产证券化的法律风险,既有《民法典》现有规则造成的风险隐患,也有《民法典》制度留白潜存的不确定性风险。显然,仅靠《民法典》的编纂难以解决民商事交易的全部法律问题,还有赖于商事单行法律或行政法规的不断完善,为金融工具提供基本交易结构和运作规范。

## 结 语

“债尽其用”的市场创新带来合同债权的“财产化”,推动债法的现代化演进。合同法功能由偏重债权保全到债权利用与保全并重,制度内容对阻碍债权利用的“契约自由”有所限制,价值取向由保护合同当事人的“个体本位”发展到兼顾社会公共利益的“契约正义”。基于“债权用益”原理的企业资产证券化也在合同债权转化为证券财产过程中联通了合同法、证券法和财产法等法域,对法律制度演进产生了广泛、深远的影响。本文先是从私法视角分析和提炼出企业资产证券化交易特征,涉及将来债权、“债尽其用”原理与制度阐释;然后梳理了《民法典》关涉企业资产证券化的新增规则,紧密结合我国企业资产证券化

---

[45] 参见[美]施瓦茨:《金融创新与监管前沿文集》,高凌云等译,上海远东出版社2015年版,第17~28页。

[46] 我国《民法典》将民事主体分为自然人、法人和非法人组织,非法人组织是“能够依法以自己的名义从事民事活动的组织”。

实务操作与纠纷案例展开立法利弊分析。

作为基础资产的应收账款自身的风险因素乃是证券化信用风险源头,该“底层风险”在被“打包”和“转让”的过程中并不会消失,而是随证券发行和交易传递至证券市场。<sup>[47]</sup>在私人“债权”转换为资本市场具有公允市场价值的金融产品过程中,应收账款债权原有的信用风险得以重新组合与分配,并衍生出交易行为的法律风险、交易主体的道德风险等。这些风险因素可能因某种关联性而累积、演变为证券化交易体系的局部风险,该局部分险又可能引发系统性金融风险。于是,原本由私法调整的私人合同转化为公法参与干预证券发行交易的公共行为,推动证券法、市场主体法和市场监管规则的不断更新。譬如,合同法主体相对、意思自治、特约优先等价值取向和制度规则不得不与信息公开、形式法定、自由流转的证券法价值取向“妥协”和折中,通过降低交易成本(包括信息成本)和交易风险,促进资金融通和经济发展。

“双峰理论”将金融监管目标划分为交易行为和交易主体审慎性两个方面,“场域划定蕴含了对金融私权的关照和从纵向监管到公私合作治理的转向,这种关照和转向形成了融入监管目标的金融私法构造路径”。<sup>[48]</sup>金融监管需要建立在金融交易行为的民商法基础之上,走“公私法协同规制”之路。私法既要从市场提炼规则、确认成熟的交易模式,也要制定补充性规范,将必要的强制性法律规范渗入市场交易模型以维护公序公益。《民法典》的编纂为保理、企业资产证券化等应收账款融资交易提供了更加完善的法治环境,这些私法规范仍需在规范市场创新与监管防控风险的公私法持续互动中不断修正完善。

(编辑:赵宇)

---

[47] 同前注[22]。

[48] 宣頔:《金融私法构造的“双峰架构”与立法表达》,载《江汉论坛》2018年第1期。