

## 探析我国 SPV 的设立

朱文蔚

(湘潭大学 商学院,湖南 湘潭 411105)

[关键词] 资产证券化; SPV; 基础资产

[摘要] SPV的设立在资产证券化过程中是非常关键的一环,我国设立 SPV可以采取3种模式:第一,由国家出资设立国有独资公司;第二由证券公司或其他非银行金融机构共同出资组建股份有限公司形式的 SPV;第三,由需要出售证券化资产的公司注册成立一个全资子公司充当 SPV 的角色。至于何种模式最佳,还需要不断探索。

[中图分类号] F830.91 [文献标识码] A [文章编号] 1009-9506(2005)04-0035-04

资产证券化作为全球最具魅力的金融创新产品之一,越来越引起国内金融界的关注。资产证券化通常是指以缺乏流动性但具有稳定的未来现金流的资产作为信用交易的基础,通过结构重组和信用增级发行证券的一种新型融资方式。SPV 其英文意思是 special purpose vehicle,它是专门为发行资产担保证券而组建的、一个以进行资产证券化为惟一目的、独立的特殊实体,是资产证券化过程中的一个核心机构,是证券化当事人设立的一个法律实体,近于一个空壳公司,自身不拥有职员和设施,只拥有名义上的资产和权益,其实际管理和运作委托他人进行。它是证券化交易中一项关键的制度创设,其建立和经营有严格的法律限制。

### 一、SPV 的功能和 SPV 的设立要求分析

首先,SPV按照“真实出售”的标准从发起人处购买需要且适合证券化的基础资产,将这些具有不同利率、不同期限的资产组合形成资产池,并对其进行包装,与证券化其他参与主体达成某些必要的协议,来完善资产证券化的交易结构。

其次,为吸引更多的投资者,改善发行条件,SPV必须提高资产支撑证券的信用等级。通过优次分级、超额抵押、利差账户等内部信用增级方式和通过专业保险公司提供的保险、企业担保、现金抵押账户、信用证等外部增级方式对基础资产进行信用增级;再聘请信用评级机构,对资产支撑证券进行正式的发行评级,将评级结果向投资者公告,然后由证券承销商负责向投资者销售资产支撑证券。

最后,SPV从证券承销商那里获取证券发行收入,优先支付完各专业服务机构服务费后,再按资产买卖合同规定的购买价格,将收入的大部分支付给出售基础资产的发起人。同时委托服务商从原始债务人处收取借款人的偿付金,由服务商将这些收款存入受托银行的收款专户。受托银行按约定建立积累金账户,SPV对积累金进行管理,到规定期限后,SPV委托受托银行向证券持有人按约定方式进行本息偿付。

设立 SPV 其目的就是保证证券化交易的安全,其需满足的两个前提是:首先必须保证无论发起人发生什么问题都不会殃及 SPV(这一过程称为破产隔离);其次,证券化发起人在基础资产转移到 SPV 的过程中不能干预也即基础资产必须做到“真实销售”。SPV是资产证券化交易结构的中心,也是资产证券化结构设计中最典型的创新之处。SPV 要不易破产,因为一旦破产可能导致资不抵债,中断债权人获得偿付的权利,甚至损害他们的利益,从而无法保障证券化交易的安全性,如何才能做到这一点呢?

首先,必须限定 SPV 的经营范围。SPV是一个新成立的实体,它只能从事证券化交易有关的业务活动。同资产支撑证券发行无关的业务活动产生的求偿权都可能导致 SPV 的破产风险,对 SPV 的经营范围进行限定就可以规避这一风险。

[收稿日期] 2005-03-03

[作者简介] 朱文蔚(1977-),男,湖南郴州人,在读硕士,研究方向:证券投资。

其次,SPV除了履行证券化交易中确立的债务及担保义务外,不应再发生其他债务,也不应为其其他机构和个人提供担保。这样才能保证SPV远离破产风险。

再次,设立独立董事,因为独立董事对重大事项的否决权使SPV不可能提交自愿破产申请,从而为SPV提供了破产保护。

最后,SPV必须真正独立。要建立自己独立的账簿和档案,保留自己独立的账户,隔离自有资产和其他实体资产且不得进行重组和兼并等。

## 二、我国设立 SPV 需要考虑的因素分析

### (一) 节约交易成本

一项资产能否证券化,主要取决于证券化成本与收益的关系。只有收益大于成本,发起人才会有积极性去进行资产证券化。在证券化交易过程中,当事人最重要的税收目标就是避免双重税收,尽量降低证券化成本。过重的税收必然增大证券化的交易成本,使资产证券化失去相对于其他融资方式的成本优势,降低赢利额,SPV发行的证券的利率相应就会降低,必然挫伤投资者购买证券的积极性。因此,应该尽可能简化SPV的设立过程,降低SPV的设立成本。

### (二) 应该尽可能避免与当前相关法律的冲突

任何实体的设立都需要符合一定的法律形式上的要求,有关的法律法规将对实体的注册成立、经营活动、会计、破产清算等进行规范,当事人在选择SPV的法律形式时的基本要求是设立手续简便,设立成本较小,因此,我们应该认真分析我国对于SPV的设立存在那些法律方面的障碍,应该采取什么样的形式能够规避当前法律方面的限制,以便于资产支撑证券的发行。

### (三) 尽可能考虑与其他金融机构合作

与金融机构的合作可以充分发挥合资者的作用,提高资产支撑证券的信用级别,为证券的发行提供坚实的金融支持。使证券能够得到较高的评级,这必然会增加对投资者的吸引力。而且,当资产证券化中担保资产带来的现金流入量与支付给投资者的现金流出量出现缺口时,即SPV面临流动性风险时,SPV还可以从金融机构取得临时性资金以缓解这种流动性风险。

## 三、我国设立 SPV 的模式分析

### (一) 目前国外 SPV 的设立模式

采取的法律形式主要有以下3种:

#### 1. 信托形式

信托是一种源于英美平衡法的制度设计,它的基本含义是委托人将财产权转移给受托人,受托人则为受益人的利益处分信托财产,受托人的财产就成为信托财产。信托财产所有权的性质极为特殊,表现为“所有权与利益的分离”,即受托人享有信托财产的所有权,称为“法(普通法)定所有权”,以信托的方式设立SPV,是指原始权益人将证券化资产转让给SPV,成立信托关系,由SPV作为资产支撑证券的发行人代表对证券化资产享有权利的信托收益证书。在这样一个信托关系中,委托人为原始权益人,作为受托人的SPV是法律规定的营业受托人,信托财产为证券化资产组合,受益人为受益证书的持有人。委托人也即原始权益人将证券化资产信托于SPV后,这一财产的所有权就属于SPV,原始权益人的债权人就不能对此资产主张权利。

#### 2. 公司形式

公司是指具有法人资格的营利性经营组织。法律意义上的公司,是指依法定条件和程序成立的、以营利为目的的社团法人。在英美法系中,公司是指由法律赋予其存在,并与其发起人、董事和股东截然分开的法人团体,在这些国家,公司可分为以营利为目的的商事公司和发展慈善、宗教、教育等事业的非营利公司。作为SPV的公司只能是商事公司。在美国公司的形式主要包括普通公司、公司和有限责任公司。与英美法不同,大陆法上的公司分为5种:无限责任公司、两合公司、股份两合公司、有限责任公司和股份有限公司。

#### 3. 有限合伙形式

合伙是一种简单而古老的经营形式,它是指两个以上的合伙人达成合伙协议,同意共同经营管理并分享收益。它成立简便,并可以避免双重征税。每一合伙人都要对企业的债务承担无限而且连带的责任。有限合伙由一个以上的普通合伙人与一个以上的有限合伙人组成。普通合伙人承担无限连带责任,而有限合伙人参与合伙事务的经营管理,只根据出资额享受利润,承担债务,只承担有限责任。

## (二) 当前我国设立 SPV 的模式分析

信托在我国现实生活中早已存在,2001年4月颁布了《信托法》,因此,目前发起人设立信托形式的SPV已经没有法律上的障碍,但该法操作性很差,《信托法》及其他有关法律都没有对信托是否要缴纳实体水平的所得税做出具体规定。我国的信托投资公司也是在特定的经济条件下作为融资手段恢复的,其功能是“受人之托,代人招财”,而不是“受人之托,代人理财”。而且,我国信托业的业务方向和定位一直就很模糊,信托业也从来没有成为信托投资公司的主业。因此以信托形式在我国设立SPV还需要时日,目前条件还不成熟,还不可行。只有当我国有关这方面的法律不断完善且具有可操作性时,再考虑这种设立模式。

对于有限合伙形式,我国1997年颁布的《合伙企业法》。提交人大常委会审议的《合伙企业法(草案)》曾规定有限合伙,但在审议中以“问题较复杂”等理由否定了关于有限合伙的规定,因此我国目前还没有关于有限合伙的法律规定,这一模式的设立在目前我国还没有法律依据。

而对于公司形式,只有有限责任公司和股份有限公司两种形式具有法人资格,我国于1993年颁布的《公司法》只承认这两种公司。

根据《公司法》的定义,有限责任公司是指股东出资额为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司的债务承担责任。有限责任公司由20以上50以下股东共同出资设立,但对于国家授权投资的机构或者国家授权的部门可以单独投资设立国有独资的有限责任公司。对于服务性的有限责任公司其注册资本只需达到10万人民币就可设立。股份有限公司是指以其全部资本分为等额股份,股东以其所持股份为限对公司承担责任,公司以其全部资产对公司债务承担责任。要成立股份有限公司,应当有5人以上的发起人,且其中必须有过半数的发起人在中国境内有住所,而由国有企业改建为股份有限公司的,发起人可以少于5人但必须采取募集设立方式。另外股份有限公司的注册资本要达到1000万元人民币。

我国若以公司形式设立SPV是可行的,笔者认为我国目前可以采取以下3种设立模式:

一种模式是由国家出资设立国有独资公司,这种设立模式门槛低,而且在国外已经有这种成功的模式可以借鉴(美国有政府国民抵押协会、联邦国民抵押协会、联邦住宅贷款抵押公司,香港有按揭证券公司)。

设立这种公司,首先由政府拨专项资金注册。然后购买证券化资产,主要为商业银行的不良贷款(目前,适宜于证券化的资产主要是商业银行的不良贷款,住房抵押贷款尽管很有市场前景,但这部分资产现一般都是银行的优质资产,银行没有动力出售这种资产进行证券化,而且我国引进证券化这种新型融资工具的初衷也就是要解决商业银行的不良贷款),然后以此为支撑发行债券(根据《公司法》的有关规定,国有独资公司有资格发行债券)。所募资金继续购买商业银行的不良贷款,这样一方面可以改善商业银行的资产负债状况,盘活不良信贷资产,化解商业银行的流动性风险,为我国商业银行的股份制改革与上市创造了条件。另一方面,政府支持的SPV在我国资产证券化发展的初期便于应付市场风险,还可以获得信用机构较好的评级,有利于债券的成功发行。这样,就可加速我国资产证券化市场的发展。另外不得不指出:1999年我国成立了信达、华融、东方、长城4家具有从事资产证券化业务资格的资产管理公司,这些都将积极推动我国资产证券化市场发展的进程。

另一种模式可以由证券公司或其他非银行金融机构(由于当前我国实行的是证券与银行分业经营、分业管理,这样,我国的商业银行目前不能投资于非银行金融机构,不能成为以发行抵押支撑业务为主要业务的SPV控股公司。而且,商业银行设立SPV容易被管理者、投资者认为是商业银行的变相融资,而非资产证券化运作)共同出资组建一个股份有限公司形式的SPV,成立董事会。根据各自出资额的大小分配董事名额,由各自委派代表自己公司利益的且具有这方面业务能力的专业人士去经营与管理,风险共担,利益共享。这些证券公司在证券的定价、证券结构的设计、证券的销售等方面拥有专业的优势,也已经培养了一大批从事证券业务的专业人才,同时吸引了大批“海归人士”,有些证券公司与国外的大型证券公司的合作带来了国外先进的证券市场运作的经验,必然能够以新的资产支持证券市场更好地发育成长,而且证券公司设立的SPV与商业银行之间没有任何隶属关系,能够减少资产证券化过程中的关联交易风险,保障证券化融资机制的公平合理性。

最后,对于需要出售证券化资产的公司,也可以由其本公司注册成立一个全资子公司充当 SPV 的角色,子公司最好能够按照“真实出售”和“破产隔离”的原则设立使其真正独立于发起人,这样的 SPV 在发起人破产时能够真正保护投资者利益免受损害,还能够避免某些税收问题,降低证券化运作成本,同时可以购买其他公司需要证券化的资产组成资产池,并且对所购买的资产进行适当的分类,根据市场需要设计并发行不同结构的证券,由专业保险机构提供一定的担保。这样,一方面可以使发行的证券得到较高的评级便于投资者接受和购买,另一方面可以形成规模效应。根据国外经验,如果资产抵押证券规模小于 1 亿美元,往往没有规模效益,证券化就毫无经济价值,最终归于失败。而单独的一个公司其证券化资产往往很难达到这一规模,通过对其他公司证券化资产的购买扩大资产池,这样发行的以此为支撑的证券方能相对地降低运作成本,被市场接受,这一证券化过程才能真正成功。

## 四、结 论

SPV 的设立在资产证券化过程中是非常关键的一环,它关系到资产证券化这一整个过程能否真正成功。国外对于 SPV 的设立已有比较成功的模式,但对于我国,毕竟国情不同,国外的成功模式我们不能完全照搬,它们已有的一些成功经验我们是可以选择性的借鉴。同时由于需要证券化的资产种类不同,我们也不能采用同一个模式设立 SPV,本文所阐述的 3 种模式在当前的条件下是可进行试点的,当然,对于不同情况、不同背景选择一个怎样的模式才是最适宜的,这还有待我们的进一步探索。

## [ 参考文献 ]

[ 1 ] 何小锋. 资产证券化:中国的模式 [M]. 北京:北京大学出版社, 2002.  
[ 2 ] 邓伟利. 资产证券化:国际经验与中国实践 [M]. 上海:上海人民出版社, 2003.  
[ 3 ] 中华人民共和国公司法 [M]. 北京:法律出版社, 1999.  
[ 4 ] 王光友. 论我国 SPV 的设立模式 [M]. 国际金融研究, 2001. (12): 47 - 51.

## An Analyze of Building SPV in China

ZHU Wen - wei

(Business School, Xiangtan University, 411105)

Key Words: asset securitization; special purpose vehicle; basic asset

Abstract: As a new financing mode, asset securitization has a good perspective in China's market. This paper analyses the function, requirements and the factors that we should take account in building the SPV. Three kinds of international mode of SPV are discussed and the mode for China is suggested.