

资本市场法律热点问题

证券公司资产证券化业务管理制度的新发展

2013年3月15日，中国证券监督管理委员会（“证监会”）颁布并实施了《证券公司资产证券化业务管理规定》（“《管理规定》”）。本研究简讯将介绍《管理规定》的出台背景，并分析其对现有框架的突破及对市场的影响。

一、 企业资产证券化业务试点情况以及《管理规定》的出台背景

2004年，证监会启动了以证券公司专项资产管理计划（“专项计划”）为载体的企业资产证券化业务的研究论证工作。2005年8月，部分证券公司开始进行企业资产证券化业务试点。2007年，证监会继续选择少量项目进行试点。

2009年5月证监会正式颁布了《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》（“《试点指引》”）。截止2012年底，共有10家企业发行了12个企业资产证券化产品，发行规模合计约287亿元。所涉行业包括电信、电力和基础设施等，投资者主要是大型企业集团、财务公司、社保基金、企业年金、信托公司和证券投资基金等有一定风险识别能力的机构投资者。

2013年2月26日，为进一步推动证券公司业务创新，证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定（征求意见稿）》（“《征求意见稿》”），之后又正式出台了《管理规定》。

二、 《管理规定》的重大突破

《管理规定》对证券公司开展资产证券化业务的形式和准入门槛、基础资产的具体形态、资产支持证券的流通转让等做了相关规定。与《试点指引》相比，《管理规定》在以下方面有重大突破：

1、 降低了证券公司从事资产证券化业务的门槛

(1) 《试点指引》中对开展资产证券化业务的券商净资产规模和分类结果的相关要求被一并取消。根据《管理规定》，只要具备证券资产管理业务资格，近一年无重大违法违规行为等基本条件的证券公司均可申请设立专项计划开展资产证券化业务。

(2) 《管理规定》未禁止证券公司在与原始权益人存在关联关系时设立专项计划和担任管理人，而是要求证券公司在计划说明书中充分披露有关事项、说明可能存在的风险和风险防范措施，以及采取有效措施防范可能的利益冲突。

(3) 与试点期间相比，《管理规定》取消了对管理人以自有资产投资专项计划的比例和规模的限制，允许证券公司按有关规定和合同确定其“以自有资金或者其管理的集合资产管理计划、其他客户资产、证券投资基金认购资产支持证券的比例上限”，这将有利于证券公司设计更为灵活和更能满足客户需求的资产证券化产品、分散风险和提高收益。

2、 扩大了基础资产的类型

《管理规定》在《试点指引》对基础资产定义的基础上，强调了基础资产是“可特定化”的财产权利或者财产，并列举了基础资产的具体形态，包括：

- (1) 企业应收款；
- (2) 信贷资产（为金融机构参与证券市场资产证券化提供了基础）；
- (3) 信托受益权（为证信合作提供了空间）；
- (4) 基础设施收益权等财产权利；
- (5) 商业物业等不动产（为房地产投资信托（REITs）的推出提供了前提）；
- (6) 证监会认可的其他财产或财产权利。

同时，允许以基础资产产生的现金流循环购买新的同类基础资产方式组成专项计划资产，符合信用卡应收款支持证券发行的运作模式。

然而，《管理规定》未将《征求意见稿》中所列的可作为基础资产的“商业票据、债券及其衍生产品、股票及其衍生产品等有价证券”明确地列为基础资产，可能会影响担保债务凭证（CDO）的发行。在实践中，该等资产能否被认定为“证监会认可的其他财产或财产权利”有待证监会进一步的解释。

3、 明确了投资的市场

《管理规定》第六条规定资产支持证券可以在证券交易所、中国证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台交易市场以及证监会认可的其他交易场所进行转让，并引入做市商制度，允许证券公司为资产支持证券提供双边报价服务。还规定资产支持证券的投资者应当为合格投资者，且数量合计不得超过二百人，但合格投资者的具体标准尚需中国证券业协会另行规定。

此外，《管理规定》明确证券投资基金管理公司、期货公司、证券金融公司和证监会负责监管的其他公司，以及商业银行、保险公司、信托公司等金融机构在该规定所列交易场所发行和转让资产支持证券，参照适用该规定。上述安排有利于提高资产支持证券的流动性，并为金融机构在证监会认可的交易场所投资资产证券化产品提供了可能。

值得注意的是，与《征求意见稿》相比，《管理规定》删除了允许资产支持证券在交易所公开发行的相关规定，这反映了监管机构的审慎态度。我们期待，随着市场的成熟，监管机构将逐步放开资产支持证券的公开发行。

此外，《管理规定》并未明确废止《试点指引》，实践中两者矛盾时应当如何适用，有待证监会予以明确。

三、 证券公司资产证券化与金融机构信贷资产证券化的比较分析

《管理规定》将信贷资产列入基础资产，为金融机构将其信贷资产进行证券化而在证券市场发行开辟了新的路径。传统的金融机构信贷资产证券化仅在

银行间债券市场发行，其投资者大多仍为金融体系内部的机构投资者，其风险仍然保留在金融机构内部。而证券公司信贷资产证券化产品将面对更为广阔的证券市场，投资者趋向多元化，能够将银行体系的风险转移到资本市场，从而有效实现分散系统性风险的目的。从操作层面上看，金融机构根据《管理规定》进行的资产证券化面临证监会与银监会的双重监管，需要监管机构间充分的协调与配合。

四、 简评

随着《管理规定》的颁布实施，资产证券化业务将逐渐成为证券公司的常规业务。目前，市场上存在许多“类资产证券化”的信托理财产品。而《管理规定》将为符合资质的拥有合格基础资产的公司开辟更为广阔的融资渠道，并在一定程度上缓解银行系统的放贷压力，有效分散银行体系的系统风险；也将丰富资本市场的投资产品，为投资者提供更多的选择。一旦未来全面放开资产证券化产品的公开发行，伴随着市场流动性的增强，企业的融资成本也必将进一步降低。

余永强 合伙人 Tel: 8610 8519 2148 Email: yuyq@junhe.com
王 建 合伙人 Tel: 8610 8519 2168 Email: wangjian@junhe.com
缪晴辉 合伙人 Tel: 8620 2805 9066 Email: miaoqh@junhe.com
刘海英 律 师 Tel: 8620 2805 9063 Email: liuhy@junhe.com
洪迪昀 律 师 Tel: 8610 8519 2769 Email: hongdy@junhe.com

本简讯仅为提供法律信息之目的，供参考使用，并不构成君合律师事务所的法律意见或建议。