



# 探索《民法典》对资产证券化的影响

## Research of the Effects of the Civil Code of China on Asset-Backed Securities

侯林 彭岚博 邹佳骏 李洁

**摘要：**资产证券化相对传统的股票、债券、贷款融资品种，由于其交易涉及基础资产类型广泛、交易结构灵活、法律关系复杂，对法律环境的变化较为敏感。自2021年1月1日起《民法典》正式生效及同日最高院发布的《关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》开始施行后，对过往诸多法律条款进行了修订与调整，可能会从根本上改变资产证券化的法律关系与风险水平。本文主要就《民法典》对资产证券化基础资产生成与转让，以及增信措施效力两大方面的影响进行探讨。

**关键词：**资产证券化 民法典 基础资产 增信措施

**Abstract:** Due to the lack of superordinate law, asset-backed securities were previously regulated mainly by the Contract Law, as well as the Guarantee Law, the Property Law and a handful of other laws. Since the Civil Code of China came into force on January 1, 2021, and the Supreme Court's simultaneous issuance of the Interpretation of the Application of the Guarantee Regulations of the Civil Code of China, many earlier legal provisions have been revised to a significant degree. These changes may fundamentally alter the legal relationship and risk level of asset-backed securities. This paper discusses the impact of the Civil Code of China on the creation and transfer of basic assets and the effectiveness of credit enhancement measures for asset-backed securities.

**Keywords:** Asset-Backed Securities, the Civil Code of China, Basic Assets, Credit Enhancement Measures

作者单位：侯林，上海浦东发展银行总行金融市场部副总经理；彭岚博、邹佳骏，上海浦东发展银行总行金融市场部高级投资经理；李洁，上海浦东发展银行总行法律合规部法律专家。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



**在** 监管支持、国内市场快速扩容的背景下，资产证券化产品业已成为企业盘活存量资产、提高资金配置效率、金融机构服务实体经济的重要金融工具。截至2021年底，国内资产证券化市场余额超过5.1万亿元，已占国内债券市场总量的4%、信用债市场总量的12%。

相对传统的股票、债券、贷款融资品种，资产证券化交易涉及基础资产类型广、交易结构灵活、法律关系复杂，对外部法律环境的变化较为敏感。资产证券化由于缺少上位法支撑，此前主要受《合同法》《担保法》《物权法》等相关法律约束，自2021年1月1日起《民法典》正式生效及同日最高人民法院发布的《关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》（简称《担保制度解释》）施行后，资产证券化业务也开启了《民法典》法律框架下的全新时代。

本文主要从《民法典》对基础资产的生成与转让，以及对增信措施两个方面的影响进行探讨。

## 《民法典》对资产证券化基础资产的影响

### 扩大了合格基础资产范围

将来的应收账款是否可作为合格的交易与融资标的，市场一直存在一定争议，如原银监会最早在《商业银行保理业务管理暂行办法》（银监会令2014年第5号）

中规定“银行不得基于未来应收账款开展保理融资业务”，但人民银行在《应收账款质押登记办法》（中国人民银行〔2019〕第4号）中规定质押项下的应收账款包括“现有的和未来的金钱债权”。在资产证券化实务中，虽无上位法对未来应收账款是否可作为合格基础资产作出明确规范，但2019年证监会《资产证券化监管问答（三）》明确未来收益权限于政府和社会资本合作（PPP）项目、国家政策鼓励行业及领域的基础设施运营维护、具备特许经营排他性质市政设施、交通设施和公共服务形成的债权或其他权利，而对电影票款、不具有垄断性和排他性的入园凭证等未来经营收入、物业服务费以及缺乏实质抵押品的商业物业租金予以排除。

《民法典》首次将“将有的应收账款”列入保理业务范围，再次明确可作为合格质押标的，从而以立法形式承认未来应收账款的有效性，实现其在质权项下与保理业务范围的对等与一致性，也拓展了未来债权叙做资产证券化业务的空间，尤其对于基础设施建设项目以未来收益进行存量盘活，以及试点开展基建REITs的发行与流通，均具有较为积极的意义。但仍需注意未来应收账款或因权利人义务未履行而导致不能实际产生应收账款从而使债权落空的风险。该项不确定性是否符合资产证券化基于“独立、可预测现金流”的基本假设，仍是尚未解决的争议。



### 放开了基础资产转让流通

《民法典》第545条规定“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。”对比之下，原《合同法》虽认可“当事人可约定债权不得转让”，但是没有阐明不得转让而实际转让的对外效力问题，而《民法典》明确限缩了当事人约定排除债权转让的对外效力，尤其对于金钱债权，基于货币的高流通性及“占有与所有一致”原理，当事人对于限制转让债权的约定不得对抗第三人且不以“善意”为要件，由此保护了第三人的权益。

对于资产证券化，因其以基础资产未来现金流偿付为支持，基本属于金钱债权，因此基础合同即便存在禁止或限制转让条款，未来也不会影响基础资产转让的对外效力，稳定了交易及资产收益预期。但需关注如债权人违反基础交易合同约定进行了债权转让，债务人则可向债权人主张违约，从而可能产生纠纷、减损债权价值，导致内部关系风险向外部关系转移。

### 基础资产转让须通知保证人

原《担保法》第22条规定，“债权人依法将主债权转让给第三人的，保证人在原保证担保的范围内继续承担保证责任”，即债权转让的通知与否不影响原保证义务。此次《民法典》对债权转让通知保证人的要求做了重大调整，第696条明

《民法典》与原《合同法》对债权转让通知债务人的规定是一以贯之，如债权转让未通知债务人的，该转让对债务人不发生效力。

确“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效力”。

值得注意的是，《民法典》与原《合同法》对债权转让通知债务人的规定是一以贯之，如债权转让未通知债务人的，该转让对债务人不发生效力。在保证的法律关系中，保证人就是债务人，在法理上其所享有的权利不应有所区别。因此《民法典》第696条规定更能体现公平性、一致性。

对于涉及多笔基础资产债权转让的，目前资产证券化产品通行的做法是在专项计划成立时不逐笔通知基础资产债务人和保证人（如有），一旦发生约定的风险事件触发权利完善事件时，再行履行债权转让通知程序。考虑到在权利完善事件触发时原债权人的信用水平可能已受损，其补充履行转让通知义务的意愿可能亦受到减损；另一方面，在原债权人怠于履行转让通知义务的情况下，受让人是否可单方通知则存在一定争议，《民法典》第764条虽认可了保理人作为应收账款受让人具有单方发出债权转让通知的权利，但对于保理人之外的受让人并没有明确。因此在资



产证券化实务中，应充分理解《民法典》保障保证人权益的总体出发点，关注基础资产转让通知程序是否完备。

### 基础资产转让时从权利不因未办理变更登记受影响

基础资产主债权往往伴随着从权利，比如质押权、抵押权。原《物权法》第192条规定，“抵押权不得与债权分离而单独转让或者作为其他债权的担保。债权转让的，担保该债权的抵押权一并转让，但法律另有规定或者当事人另有约定的除外”。然而，法律同时规定，质权、抵押权以登记作为生效要件，一旦发生争议，出质人、抵押人或者案外人常常以专项计划并非登记的质押权人、抵押权人为由否定质权、抵押权的效力，这也即“从随主”原则与“物权法定”原则的天然矛盾，构成了该类证券化业务的实操风险之一。而《民法典》第547条规定，“债权人转让债权的，受让人取得与债权有关的从权利”，同时新增了“受让人取得从权

“债权人转让债权的，受让人取得与债权有关的从权利”，同时新增了“受让人取得从权利不因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”，明确了“从随主”原则的优先性，基本消除了上述灰色地带可能产生的实务风险。

利不因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”，明确了“从随主”原则的优先性，基本消除了上述灰色地带可能产生的实务风险。

在资产证券化实务中，住房抵押贷款支持证券（RMBS）、信贷资产支持证券（CLO）以及车贷、融资租赁等的证券化产品因基础资产较为分散，难以逐笔办理抵押转移登记，通常仍以权利完善事件予以缓释，《民法典》的相关规定较为便利抵押权的转移，鼓励债权流通。但需关注的是，《民法典》仍然支持善意第三人依法适用善意取得的规定，如基础资产转让时从权利未办理变更登记，在实操中仍可能存在相关风险。

### 增加对抵押房产的风险关注

#### 有关居住权的风险

《民法典》第366条规定，“居住权人有权按照合同约定，对他人的住宅享有占有、使用的用益物权，以满足生活居住的需要”。居住权为我国民法制度中首次引入，设立居住权的房产在所有权转让中可能会遇到障碍。

在此之前，房屋所有权转让较为典型的风险是无法对抗租赁权，即“买卖不破租赁”。与租赁权相比：第一，租赁权属于债权，不具有对世性，而居住权属于用益物权，可以对抗房屋所有人之外的任何第三人；第二，租赁权为有偿，受让人可与转让人事先约定，所有权转让后，租金



收益统归受让人所有，而居住权原则上无偿设立，受让人理论上无法获取任何经济收益补偿；第三，租赁合同有期限限制，法定不超过20年，在实践中通常住房租赁不超过3年，居住权除另有约定外原则上可以直至居住人死亡。因此居住权对抵押权人的影响远大于租赁权。

在资产证券化中，包括RMBS、房贷证券化等基础资产涉及的抵押财产为个人住宅的，均可能受到居住权影响，附有居住权房屋的流通属性和价值将大打折扣。设立居住权的出发点是保障民生、实现住有所居、回归住房本源，相应引致的房产转让与处置风险则不可避免，在资产证券化实务中应准确理解这一立法精神。

#### 有关抵押房产转让的风险

关于抵押财产转让的规定最早见于《民法通则意见》，其规定为“未经同意转让无效”，后《担保法》规定为“未经通知或告知转让无效”，《物权法》则又回到《民法通则意见》精神，沿袭了抵押财产转让应经抵押权人“同意”而非“通知”。

《民法典》第406条则进一步突破，明确抵押期间除非当事人之间另有约定，抵押人可以转让抵押财产。抵押财产转让的，抵押权不受影响。即抵押财产转让无需抵押权人“同意”，也不以“通知”作为生效要件。

另一方面，《担保制度解释》贯彻了

“未经登记不得对抗善意第三人”的基本原则，要求该等禁止或限制抵押物转让的约定应在办理抵押登记时一并办理登记。如果禁止或限制抵押物转让的约定办理了登记，即便该等抵押物已经交付/办理转让登记，那么转让抵押物的合同虽然有效，但不发生转让的物权效力。

本条修改立法基础在于承认抵押权的追及力，实操中对于抵押权人而言是较为不利的，可能增加抵押权的实现难度。但《民法典》同时通过禁止转让的约定登记赋予抵押权人一定的对抗效力，在资产证券化业务，尤其在涉及不动产抵押的商业物业抵押贷款支持证券（CMBS）、RMBS等项目中，应注意用好这一法律工具。

#### 赋予应收账款作为基础资产的转让登记对抗效力

《民法典》第768条规定，“应收账款债权人就同一应收账款订立多个保理合同，致使多个保理人主张权利的，已登记的先于未登记的受偿；均已登记的，按照登记顺序的先后受偿”。即应收账款转让

设立居住权的出发点是保障民生、实现住有所居、回归住房本源，相应引致的房产转让与处置风险则不可避免，在资产证券化实务中应准确理解这一立法精神。



实务中可能存在应收账款转让未做登记或两次转让只做一次登记的情形，一旦存在应收账款重复转让、质押，则在对抗顺位上产生不利影响。

登记并非转让的生效要件，但《民法典》对保理类应收账款这一特定债权登记的对抗效果进行了确认。而其后《担保制度解释》规定同一应收账款同时存在保理、应收账款质押和债权转让，当事人主张参照民法典第768条的规定确定优先顺序的，人民法院应予支持，将登记对抗的效力由特定保理债权扩展至应收账款债权。

应收账款类资产证券化业务中，通常存在两次应收账款转让。一是原始债权人与原始权益人间的转让，二是原始权益人与资管计划间的转让。实务中可能存在应收账款转让未做登记或两次转让只做一次登记的情形，一旦存在应收账款重复转让、质押，则在对抗顺位上产生不利影响。对于基础资产涉及应收账款的，实务中应充分关注转让是否履行登记，关注程序的完备性。

## 《民法典》对资产证券化增信措施的影响

### 公司对外担保应提供有效决议，上市公司应出具公告

根据《公司法》第16条的规定，为保

护公司股东和债权人利益，原则上公司为他人提供担保需要股东会或董事会作出决议，但在实践中由于立法规定不明确、司法裁判不统一等导致未经公司决议而对外提供担保的情况普遍存在。由此，最高人民法院于2019年11月8日印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号，以下简称《九民纪要》），明确了接受对外担保的债权人需要审查公司内部决议的基本原则及无须决议的四种例外情形。而《担保制度解释》延续了《九民纪要》对于公司对外担保应出具有效决议的基本原则，并进一步限缩了例外情形范围：第一，金融机构开立保函或者担保公司提供担保不需要决议；第二，公司为其全资子公司开展经营活动提供担保不需要出具决议；第三，担保合同系由单独或者共同持有公司三分之二以上对担保事项有表决权的股东签字同意不需要决议。

对于上市公司提供对外担保的，除出具内部有效决议外还须进行公告，以保护广大投资人的基本利益。在《证券法》《上市公司信息披露管理办法》《九民纪要》中均有相关规定，而《担保制度解释》进一步完善了相关的责任承担制度：第一，债权人必须审查上市公司是否发布担保事项决议公告，明确上市公司对外担保需查阅公告的基本原则，根据该公告签订的担保合同才对上市公司有效；第二，债权人未审查上市公司担保决议公告，上



市公司不仅不承担担保责任，也不承担赔偿责任。

在资产证券化业务中，应理解《民法典》保护公司股东与债权人的出发点，涉及担保（包括认定为担保的差额补足、流动性支持等）的应注意，一是审查担保人为公司的情形下，是否提供了符合公司章程的股东会或董事会决议；二是应确保决议类别、担保金额、担保范围、担保期限等事项符合公司法或公司章程的规定，且与所担保业务及签署的担保合同相匹配；三是对于集团公司对集团内子公司的增信安排未出具决议的，应注意核实集团是否为其子公司唯一股东；四是对于上市公司提供担保的，应查阅是否进行了相关公告。

### 肯定“差额补足、流动性支持”的法律效力

资产证券化增信方式以差额补足、流动性支持等类似条款为主，关于该类文件的性质此前一直存在争议，而《担保制度解释》对此进行了明确。“第三人向债权人提供差额补足、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施，具有提供担保的意思表示，债权人请求第三人承担保证责任的，人民法院应当依照保证的有关规定处理；第三人向债权人提供的承诺文件，具有加入债务或者与债务人共同承担债务等意思表示的，人民法院应当认定为《民法典》第552条规定的债务加入；前两款中

资产证券化增信方式以差额补足、流动性支持等类似条款为主，关于该类文件的性质此前一直存在争议，而《担保制度解释》对此进行了明确。

第三人提供的承诺文件难以确定是保证还是债务加入的，人民法院应当将其认定为保证；第三人向债权人提供的承诺文件不符合前三款规定的情形，债权人请求第三人承担保证责任或者连带责任的，人民法院不予支持，但是不影响其依据承诺文件请求第三人履行约定的义务或者承担相应的民事责任”。

综上，对于差额补足、流动性支持等增信条款，归纳起来可大致分为认定为保证担保、债务加入或独立合同义务。一方面，《民法典》对上述增信措施的正名，一定程度上保障了资产证券化常见增信安排的法律有效性，以立法形式丰富了增信措施的内涵与外延；另一方面，由于差额补足与流动性支持的法律效力认定具有不确定性，在实务中投资人应查验具体增信合同相关条款，以核实其法律效力是否得到准确认定，以及效力认定是否符合投资人预期。另外值得关注的是，在资产证券化实务中，可再分为专项计划端与底层资产端的增信安排，由于在专项计划端并不具备主债权债务合同（投资认购合同并非主债权债务合同），也不具备具有明确法



律地位的债务人（专项计划不具备法律主体地位），不论增信合同中是否存在“担保”“保证”的意思表示，可能均无法被认定为担保事项，该情形下人民法院认定为合同义务的可能性较大。

### 肯定债务加入的连带债务责任

《民法典》首次肯定了债务加入的连带债务法律效力，第552条规定，“第三人与债务人约定加入债务并通知债权人，或者第三人向债权人表示愿意加入债务，债权人未在合理期限内明确拒绝的，债权人可以请求第三人在其愿意承担的债务范围内和债务人承担连带债务”。债务加入属并存的债务承担，由第三人与原债务人共同向债权人承担债务责任，较保证等第三人代位清偿更加便利债权的实现。

债务加入常见于供应链类资产证券化业务，以核心企业下属项目公司作为原债务人，以项目供应商（后转让予保理公司及专项计划）作为债权人，以核心企业作为加入债务人。在供应链类资产证券化产品中，核心企业本身作为债务人而非担保

方，承担连带债务责任，是较为强劲的一种增信安排。需要关注的是，一是实务中应注意审查债务加入文件名实是否相符，确保文件中具有明确的债务加入的意思表示；二是因债务加入适用担保规则，需要关注债务加入是否严格遵守对外担保决议流程，确保加入债务的有效性。

### 约定不明由推定为承担连带保证责任调整为一般保证责任

从保障债权实现的目的出发，原《担保法》第19条规定，“当事人对保证方式没有约定或者约定不明确的，按照连带责任保证承担保证责任”。因此，在过往的司法实践中，保证担保以连带责任保证为主，一般保证在实践中较少出现。但《民法典》第686条规定“当事人在保证合同中对保证方式没有约定或者约定不明确的，按照一般保证承担保证责任”，对于原《担保法》第19条进行了根本改变。该调整主要基于保证合同的无偿性和单务性，强调公平和保障保证人的“顺序利益”，更能够符合保证制度的发展趋势。

在资产证券化业务中，常见合同之外的当事人提供第三方差额补足、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施。而根据《担保制度解释》，提供第三方差额补足、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施的，其内容符合法律关于保证的规定的，人民法院应当认定当事人之间成立保证合同关系。但该类合同通常不会明确保

根据《担保制度解释》，提供第三方差额补足、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施的，其内容符合法律关于保证的规定的，人民法院应当认定当事人之间成立保证合同关系。



证方式，按照本条规定，则很可能被认定为一般保证担保，不利于基础资产债权或投资收益的实现。

因此，在资产证券化业务开展中，要充分理解《民法典》保护保证人权益的出发点，一是对于签署差额补足、流动性支持等类似承诺文件的，应尽量明确约定增信方是否承担“连带责任”“即时责任”或“无条件差额补足”等责任，明确增信的法律效力；二是除在资产端的增信外，可尽可能要求在专项计划端亦获取一定的

增信保护，形成“双保险”。

综上，充分意识到《民法典》的变化及其在商业及居民生活领域所带来的影响，在资产证券化产品创设、投资过程中，有意识地关注上述影响，并采取相应措施对冲、缓释其对产品所带来的相关风险，是市场参与者理解市场与法律环境、维护交易秩序的必然要求，也是捕获投资机会甚至进行价值发现的重要一课。<sup>[N]</sup>

学术编辑：韦燕春

#### 参考文献：

- [1]李磊,于明明.动产和权利担保统一登记制度的构建——兼与不动产登记制度的对比[J].征信,2021,39(03):88-92.
- [2]李密.债务加入的法律适用[D].华东政法大学,2021.
- [3]李宇.民法典中债权让与和债权质押规范的综合[J].法学研究,2019,41(01):56-77.
- [4]刘贵祥.民法典关于担保的几个重大问题[J].法律适用,2021(01):9-30.
- [5]龙俊.民法典中的动产和权利担保体系[J].法学研究,2020,42(06):22-42.
- [6]路克伟,刘小丽,张志杰,刘建剑.民法典对资产证券化的六大影响[J].债券,2020(07):43-47.
- [7]南方.《民法典》对资产证券化基础资产转让的影响[J].银行家,2020(07):139-141.
- [8]彭冰.资产证券化的法律解释[M].北京:北京大学出版社,2001.
- [9]吴思平.债务加入和保证的识别[D].华东政法大学,2021.
- [10]邹海林.民法典上的动产抵押权规则体系解释论[J].法律适用,2021(05):28-37.
- [11]邹健.中国资产证券化规则之法律解读[M].北京:法律出版社,2016.
- [12]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[N].人民法院报,2021-01-01(002).
- [13]最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组.中华人民共和国民法典理解与适用[M].北京:人民法院出版社,2020.