

## 资产证券化中的权利转让与“将来债权”让与 ——评“平安凯迪资产支持专项计划”执行异议案

朱晓喆\*

---

**内容提要：**资产支持证券发行和偿付的根本保障是基础资产的独立性。基础资产的权利转让是一种处分行为，是原始权益人将资产从自身分离并形成信托财产的重要步骤，从而实现基础资产的法律风险隔离。若原始权益人以将来债权作为基础资产，债权转让的时间应如此认定：如果是“有基础的将来债权”让与，在债权实际发生时，受让人直接取得债权，其法律效果溯及到债权让与合意之时，从而不妨碍基础资产的法律风险隔离；而“纯粹将来债权”的让与，受让人须通过让与人间接地取得，不具有溯及的效力。我国民法典分编的制定，应统合规定各类现存债权、将来债权和收益权，采取权利让与登记公示制度，以便于资产证券化及其他金融交易的顺利展开。

**关键词：**资产证券化 基础资产 权利转让 将来债权

---

资产证券化是指将缺乏流动性但预期能够产生稳定现金流的资产，通过结构化的金融设计，转换为资本市场上可流通证券的一种金融创新。<sup>〔1〕</sup>中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）2014年发布的《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《资产证券化业务管理规定》）第2条规定：“资产证券化业务，是指以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。”在资产证券化交易结构中，能够产生未来现金流的资产称为“基础资产”，据此发行的证券称为“资产支持证券”（Asset-Backed-Security, ABS）。资产证券化起源于美国20世纪70年代的不动产抵押贷款的证券化，后来逐步发展为其他各类应收账款的证券化，并被认为是2008年全球金

---

\* 朱晓喆，上海财经大学法学院教授。

〔1〕 关于资产证券化和结构化金融的界定，参见〔美〕法博齐、科赛瑞：《资产证券化导论》，宋光辉等译，机械工业出版社2017年版，第3页；王文宇、黄金泽、邱荣辉：《金融资产证券化》，中国人民大学出版社2006年版，第17-18页。

融危机的一个重要诱因。<sup>〔2〕</sup> 虽然如此，作为一种金融创新工具，资产证券化具有增加资产的流动性、降低融资成本、优化企业财务指标和资本比率、满足不同风险偏好的投资需求、获得服务收费等各种好处，因而为世界各国引入，成为资本市场上举足轻重的融资方式。根据中国证券投资基金业协会统计，我国仅企业资产证券化，<sup>〔3〕</sup> 截至 2018 年底，累计共有 126 家机构备案确认 1 792 只企业资产证券化产品，累计备案规模达 25 643.01 亿元。鉴于企业资产证券化业务量较大，基础资产类型繁多，交易结构成熟，故本文以我国近期发生的一起重要的企业资产证券化司法裁定作为研究对象。

就研究意义而言，本文赞同“金融的法律理论”（Legal Theory of Finance）将法律视作金融市场的内生因素，认为金融交易的展开离不开金融公法、私法以及当事人的合同安排，尤其是法院的司法裁判会直接参与塑造一个社会的金融系统，并影响金融生态的发展和稳定。<sup>〔4〕</sup> 因此，本文以典型个案作为切入点研究我国资产证券化问题，并提炼一般性的结论，对于资产证券化业务将起到明晰法律规则的具体效果和稳定行业发展前景的作用。

## 一、案件裁判梳理及核心法律问题

2014 年以来，我国企业资产证券化监管模式由审批制转为备案制，企业资产证券化迎来繁荣发展时代。但与此同时，企业资产证券化产品也开始出现不同程度的风险事件。资产支持证券与一般的企业债券不同，并非是依据（融资方）主体信用的融资，而是基于特定基础资产信用的融资。因此，如果基础资产出现了违约事件，偿付资产支持证券的现金流将出现障碍，并给投资者带来损失。可以说基础资产（池）的法律地位稳定是确保资产支持证券顺利偿付的关键。在本文研究合肥市中级人民法院（2018）皖 01 执异 43 号执行裁定书之前，我国司法实践中尚未出现确立基础资产独立性的司法裁判，而本案的裁定理由及结果表明“将来债权”作为基础资产具有独立的法律地位，这对于中国资产证券化市场意义重大，从而引起各界的高度关注，人们期待该案将推进相关立法和司法的进步。<sup>〔5〕</sup>

根据安徽省合肥市中级人民法院（2018）皖 01 执异 43 号执行裁定书（以下简称“平安凯迪执行异议案”），笔者试将本案的裁判情况及主要法律问题进行概括归纳。

据裁定书所载，2015 年 6 月 12 日，深圳平安大华汇通财富管理公司（以下简称“平安大华

〔2〕 See Steven L. Schwarcz, *The Future of Securitization*, 41 *Conn. L. Rev.*, 1313, 1316-1317 (2009).

〔3〕 我国资产证券化曾经根据监管部门的不同，分为中国人民银行和银监会（现“银保监会”）主导的信贷资产证券化、证监会主导的企业资产证券化、银行间市场交易商协会主导的资产支持票据、中国保险监督管理委员会（原“保监会”）主导的资产支持专项计划四大类。

〔4〕 参见楼建波：《法院判决对中国影子银行业务的间接激励——金融商法的视角》，载《清华法学》2017 年第 6 期。顺便指出，与“金融的法律理论”相对而言的是“金融与法律”理论（Law and Finance）。后者主要是被称为“LLSV 组合”的 La Porta 等四位美国学者提出保护投资者权利法律制度的强弱将对于金融发展起到促进或不利的的作用。See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleife, Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 *Journal of Law and Economics*, 1113-1155 (1998)。“金融与法律”理论因而视法律为金融的外部因素。

〔5〕 参见方丽：《首单 ABS 司法判例诞生，资产独立性获法院支持》，载《中国基金报》2018 年 8 月 20 日，第 007 版；朱琳娜：《ABS 立法可期，首单判例凸显基础资产独立性》，载《上海证券报》2018 年 09 月 10 日，第 002 版。

公司”)依照证监会《资产证券化业务管理规定》设立了“平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划”,共募集资金11亿元,并已全部用于购买包括南陵县凯迪绿色能源有限公司(以下简称“南陵凯迪公司”)在内的三家公司自该专项计划设立之日上月起至2020年6月12日止上网电费收费权。为设立该专项计划的需要,平安大华公司与南陵凯迪公司于2015年4月签订了《平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划基础资产买卖协议》(以下简称《基础资产买卖协议》),购买南陵凯迪公司自该专项计划设立之日上月起至2020年6月12日止从国网安徽省电力有限公司(以下简称“国网安徽电力公司”)收取电费及各种补贴的权利。<sup>〔6〕</sup>协议签订后,平安大华公司按协议约定的方式支付全部对价,依据协议的约定,平安大华公司将转让价款从专项计划账户划入南陵凯迪公司的自有账户之时起,协议项下的基础资产归属于专项计划所有。2015年11月9日,平安大华公司就基础资产转让事宜在中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统(即<http://www.zhongdengwang.org.cn>,以下简称“中登网”)办理了应收账款转让登记和应收账款质押登记。

2018年5月7日,中诚信证券评估有限公司将南陵凯迪公司的主体信用评级下调至C级,触发权利完善措施,平安大华公司已依约通知国网安徽电力公司将南陵凯迪公司上网电费和补贴直接支付至专项计划专用账户。

合肥市中级人民法院(以下简称“合肥中院”)在审理合肥科技农村商业银行股份有限公司大兴支行(以下简称“合肥科农行大兴支行”)与南陵凯迪公司金融借款合同纠纷一案过程中,依据合肥科农行大兴支行的申请,作出(2018)皖01民初533号《民事裁定书》,裁定冻结南陵凯迪公司3000万元的银行存款或者查封扣押其价值相当的其他财产。2018年5月23日,合肥中院向国网安徽电力公司送达上述《民事裁定书》,要求国网安徽电力公司自2018年5月18日至2021年5月17日期间停止支付南陵凯迪公司在该公司处的应付电费及补贴3000万元。

此后,平安大华公司对合肥中院冻结南陵凯迪公司在国网安徽电力公司3000万元应收账款的行为提出案外人执行异议之诉,请求撤销上述裁定,解除对南陵凯迪公司在国网安徽电力公司应收账款3000万元的冻结。

合肥科农行大兴支行辩称,案涉的3000万元电费收入及补贴不属于平安凯迪专项计划,主要答辩理由是:《基础资产买卖协议》约定在监管银行将电费收入划入专项计划账户后,该笔款项的所有权才归专项计划所有,划转之前仍属南陵凯迪公司所有,现相关款项并未到账,故相关电费收入尚不属于平安凯迪专项计划享有。本案法律关系参加如图1所示:

本案最重要的争议焦点是平安大华公司对冻结的3000万元应付电费及补贴是否享有权利。合肥中院经审理认为:

“平安大华公司与南陵凯迪公司、隆回凯迪公司和松滋凯迪公司达成了《专项计划说明书》《专项计划标准条款》和《基础资产买卖协议》三份合同,该三份合同是一个整体,不可分割理解,依据前述三份合同,足以认定平安大华公司以支付11亿元对价的方式,受让取得隆回凯迪

---

〔6〕 根据案件裁判文书所示,该电力收费权和补贴权是南陵凯迪公司与国网安徽电力公司签订的《并网调度协议》《购售电合同》所规定的,南陵凯迪每年生产约定数量的上网电量出售给国网安徽电力公司,收取上网电费收入从而拥有相应电力上网收费权。

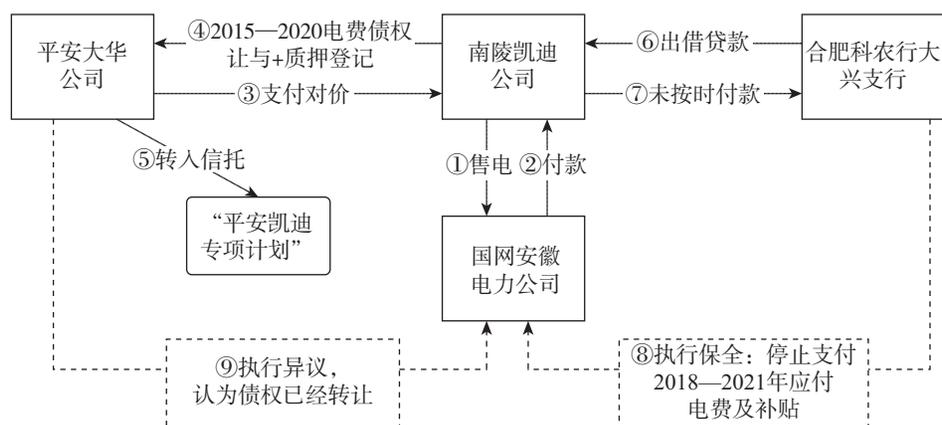


图 1 本案法律关系参加图

公司、松滋凯迪公司和南陵凯迪公司自 2015 年 5 月至 2020 年 6 月因生物质发电自国网湖南省电力公司、国网安徽省电力公司和国网湖北省电力公司应当取得的电费、可再生能源补贴、调峰及停机补偿等产生的一切相关现金收入债权。……平安大华公司和南陵凯迪公司之间形成的是债权转让关系而非质押担保关系是双方当事人的真实意思表示，平安大华公司在受让债权后，又将自己设定为该债权的质押权人的行为无效。”

据此，合肥中院裁定认为：（2018）皖 01 民初 533 号《民事裁定书》要求国网安徽省电力公司自 2018 年 5 月 18 日至 2021 年 5 月 17 日期间停止支付南陵凯迪公司在该公司处的应付电费及补贴 3 000 万元的行为损害了平安大华公司的合法权利，平安大华公司对案涉执行标的所提出的执行异议，符合《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》第 25 条第 1 款第（五）项所规定的排除执行的情形，并裁定如下：“中止对南陵县凯迪绿色能源开发有限公司在国网安徽省电力有限公司应支付的电费及补贴 3 000 万元的执行。”

从本案的裁定结果可见，司法机关既认可了将来债权作为权利转让的客体，又明确了受让人（平安大华公司）在债权让与行为（《基础资产买卖协议》）生效后即取得将来债权。由此，本案裁判结果确保了原始权益人在发生强制执行、破产等法律风险时基础资产的独立性和安全性，确立了证券化业务中基础资产的风险隔离效果，成为资产证券化领域关于基础资产独立性的首例司法裁定，但我国民商法和金融法理论上对于本案所凸显出来的法律问题，尚缺乏深入的研讨分析。鉴于此，本文拟结合企业资产证券化交易结构，对本案涉及的法律问题展开分析：

1. 企业资产证券化中基础资产“转让”对专项计划管理人在法律上涵义究竟为何？其法律效果如何认识？

2. 如以将来债权作为资产证券化的基础资产，将来债权何时归属于专项计划管理人？由此决定其是否能够实现法律风险的隔离。

3. 从发展趋势看，企业的资产形态会愈加繁多，资产证券化业务也可以相应扩大基础资产的类型，而不必拘泥于资产的性质界定。面对各种新型资产的证券化，如何统一对待，并确保交易安全，实为理论者和立法者应作前瞻思考的问题。

## 二、基础资产的权利转让及其法律效果

为便于下文论述，先简要说明企业资产证券化各个参与方及其交易关系：（1）发行资产支持证券的须以基础资产设立一个“特殊目的载体（SPV）”〔7〕，在企业资产证券化中就是指证券公司的资产管理公司、基金管理公司子公司为开展资产证券化业务专门设立的“资产支持专项计划”；（2）原始权益人是指按照向专项计划转移其合法拥有的基础资产以获得资金的主体，同时也是资产证券化的发起人；原始权益人须对待证券化的基础资产进行遴选并汇集形成“资产池”，并进而向管理人转让基础资产；（3）管理人是指为资产支持证券持有人之利益，对专项计划进行管理及履行其他法定及约定职责的证券公司、基金管理公司子公司；（4）投资者是指购买资产支持证券、符合《私募投资基金监督管理暂行办法》规定条件的合格投资者；投资者购买证券的资金归入特殊目的载体，并以此支付原始权益人的基础资产转让价款；此后，基础资产产生的现金流按照计划说明书的约定向投资者偿付所持证券权益的本金及收益。〔8〕其基本结构如图2所示：

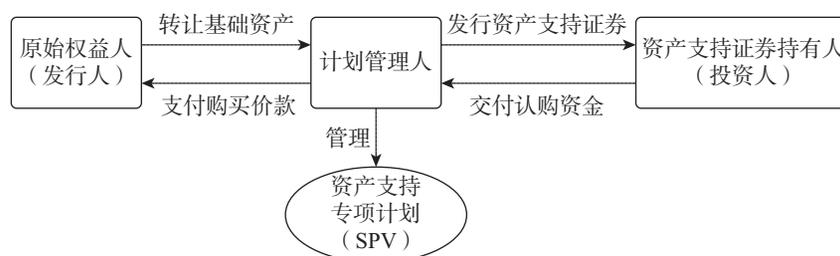


图2 企业资产证券化基本结构

美国学者利普森教授简明地将资产证券化的流程表达为：“（基础资产）输入（inputs）—资产的结构化（Structure）—输出证券（outputs）”三步骤。其中第二步就是将基础资产从发起人的资产中切割、独立出来，转让给特定目的载体，以免受发起人的破产或其他清算程序的影响。〔9〕由此才能确立资产支持证券的“资产信用”基础，确保其可偿付性。因此，基础资产的转让是个关键问题。

### （一）基础资产权利转让：重点考察债权让与

企业资产证券化的起点在于筛选并确定可以进行证券化的资产。“资产”本身是会计学上的概念，意指能够给企业带来经济利益的资源。〔10〕资产证券化业务中，概括地将原始权益人未来能够产生收益并支持证券发行的资产称为“基础资产”。《资产证券化业务管理规定》第3条第1

〔7〕 其形式可为特殊目的公司 SPC、特殊目的合伙 SPP 以及特殊目的信托 SPT。我国目前资产证券化实践中一般采用的专项计划实为信托，也即采取 SPT 模式。

〔8〕 实务操作参见胡喆、陈府申主编：《图解资产证券化——法律实务操作要点与难点》，法律出版社 2017 年版，第 54—64 页。

〔9〕 See Jonathan C. Lipson, Re: Defining Securitization, 85 S. Cal. L. Rev., 1229, 1240 (2012).

〔10〕 根据财政部《企业会计准则》第 20 条规定，“资产”是指企业过去的交易或者事项形成的、由企业拥有或者控制的、预期会给企业带来经济利益的资源。《企业会计准则》第 21 条还规定满足如下两个条件的资源才是资产：（1）与该资源有关的经济利益很可能流入企业；（2）该资源的成本或者价值能够可靠地计量。

款规定：“基础资产，是指符合法律法规规定，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产。基础资产可以是单项财产权利或者财产，也可以是多项财产权利或者财产构成的资产组合。”可见，基础资产在法律上就是指能够产生未来收入的、特定的财产权利。进而《资产证券化业务管理规定》第3条第3款对于基础资产种类作了列举：“基础资产可以是企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权等财产权利，基础设施、商业物业等不动产财产或不动产收益权，以及中国证监会认可的其他财产或财产权利。”据此，实践中一般将基础资产分为债权类、信托受益权类、<sup>[11]</sup> 收益权类以及其他财产权利。

在我国企业资产证券化领域，资产独立是通过发起人转让权利给管理人而实现的。于此须明确，该转让行为应如何定性。

首先，民事法律行为分为负担行为和处分行为。前者系指当事人负担义务的行为，负担行为并未导致当事人资产的减少，而只是增加了义务人的负债，例如买卖合同、租赁合同等。而处分行为是指直接将权利转移、设定负担、变更或取消的行为，从而使权利的存在受到影响，直接减少了处分人的资产，例如物权行为、债权让与等。<sup>[12]</sup> 物权变动的原因行为与物权行为可明显地看出不同的阶段，即债权合同订立与交付或登记，而债权让与和原因行为通常看不出这种区分，债权让与往往与原因行为同时发生，或融入在原因行为中。因此，债权让与合意通常已在基础行为中被默示订立。<sup>[13]</sup> 据此，在资产证券化业务中，基础资产的转让往往是通过《基础资产买卖协议》进行，虽然该协议名为“买卖”，事实上除了出卖人（原始权益人）与买受人（专项计划管理人）达成转让资产、履行义务的合意之外（负担行为），还包含着处分权利（或权利变动）的意思表示一致。否则，基础资产的权利转让就没有处分合意的基础。换言之，基础资产权利处分的合意包含在《基础资产买卖协议》之中。

处分行为须适用法律行为的一般规则。根据《民法总则》第143条，法律行为的有效要件包括：（1）行为人具有相应的民事行为能力；（2）意思表示真实；（3）不违反法律、行政法规的强制性规定，不违背公序良俗。<sup>[14]</sup> 据此分析原始权益人向专项计划管理人转让基础资产的行为，可知该处分行为的一般生效要件包括：其一，原始权益人和专项计划管理人均为有行为能力的民事主体；其二，双方转让基础资产的意思表示真实，不存在欺诈、胁迫等意思表示瑕疵；其三，不违法或违背公序良俗。

如前所述，企业资产证券化中的基础资产主要为债权、信托受益权和收益权。对于这些权利的处分，若无特殊生效要件，原则上当事人达成意思表示一致即可发生权利变动。在这方面，其与普通的动产和不动产物权的变动要求交付或登记作为生效（或对抗）要件完全不同。由于这些权利的变动过于抽象，难以确认，因此在实际的交易安排中，为明确基础资产转让的时点，专项

[11] 信托受益权是与债权不同的权利类型。但信托法理论上认为，信托受益权的很多问题，尤其是转让问题可准用债权的规则。参见赵廉慧：《信托法解释论》，中国法制出版社2015年版，第446页。

[12] 参见〔德〕汉斯·布洛克斯、沃尔夫·迪特里希·瓦尔克：《德国民法总论》，张艳译，杨大可校，中国人民大学出版社2012年版，第77-79页。

[13] Münchener Kommentar zum BGB/ Günter H. Roth, 2012, § 398, Rn. 23.

[14] 我国《民法总则》上的法律行为应包括处分行为，参见陈甦主编：《民法总则评注》（下册），第133条，法律出版社2017年版，第947-948页。

计划的管理人通常会与原始权益人在《基础资产买卖协议》中约定，双方以签署相应的书面文件，或交付基础资产的相关书面文件，作为基础资产转让给管理人的权利“交割”方式，以确认基础资产权利的变动。

《资产证券化业务管理规定》第23条第1款第1句还规定基础资产转让的特别要件，即“法律法规规定基础资产转让应当办理批准、登记手续的，应当依法办理”。此类属于基础资产处分的特殊生效要件，有规定者，应依其规定。

关于债权让与在资产证券化中的特别要求，《资产证券化业务管理规定》第23条第2款规定：“基础资产为债权的，应当按照有关法律将债权转让事项通知债务人。”从文义看，“应当通知债务人”并未说明债权转让以通知债务人为生效要件。对此的理解，应回归到《合同法》第80条第1款的规定，即“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效力”。关于债权让与通知的效力，在比较法上有不同的立法例，德国民法将之作为债务人保护的要件，法国和日本将之作为对抗债务人及第三人的要件。<sup>[15]</sup>自民法原理言之，债权让与合同是一种处分行为，只要债权存在、让与人有处分权、债权确定，且债权具有可让与性，债权让与即生效力。<sup>[16]</sup>事实上，债权让与通知存在与否，并不会对让与人和受让人间的债权让与产生影响，充其量只会影响、改变债务人的法律地位。<sup>[17]</sup>因此，我国民法学理通说认为，债权让与通知并非债权让与的生效要件，而只是对债务人发生效力的要件。<sup>[18]</sup>

结合上述民法规则和学理可知，在资产证券化业务中，未通知基础资产（债权）的债务人，并不影响原始权益人（让与人）和专项计划管理人（受让人）之间债权让与的效力，而仅发生对于债务人不生效的后果。通常在实际操作中，若原始权益人起初未向债务人发出债权让与通知，但在《基础资产买卖协议》约定“权利完善措施”条款，一旦发生债务清偿的困难，专项计划管理人（受让人）有权向债务人发出债权让与通知，要求债务人直接向专项计划账户履行金钱债务。在上述“平安凯迪执行异议案”中，平安大华公司正是根据这一约定条款，通知国网安徽电力公司将南陵凯迪公司上网电费和补贴直接支付至专项计划专用账户。

此外，“平安凯迪执行异议案”中，平安大华公司与南陵凯迪公司还就债权让与办理了转让登记。这一措施的根据是2014年中国证券投资基金业协会发布的《资产证券化业务风险控制指引》第5条规定的“基础资产为债权的，管理人在转让环节应当关注转让登记、通知债务人、附属担保权益转让等相关安排”。据此，在目前的实务操作中，通常都会办理债权转让登记，这是为了保障投资者权益和金融安全而采取的风险控制措施。但从我国《合同法》的规定看，登记并非债权让与的生效或对抗要件。当然，从发展趋势看，债权让与采取登记制度并赋予登记以对抗

[15] 参见李永锋、李昊：《债权让与中的优先规则与债务人保护》，载《法学研究》2007年第1期。

[16] Looschelders, Schuldrecht Allgemeiner Teil, 16. Aufl., Vahlen Verlag 2018, S. 430 ff.

[17] 参见张谷：《论债权让与契约与债务人保护原则》，载《中外法学》2003年第1期。

[18] 参见韩世远：《合同法总论》，法律出版社2018年版，第616页；朱广新：《合同法总则研究》（下），中国人民大学出版社2018年版，第490页；方新军：《合同法第80条的解释论问题——债权让与通知的主体、方式及法律效力》，载《苏州大学学报》（哲学社会科学版）2013年第4期；徐涤宇：《〈合同法〉第80条（债权让与通知）评注》，载《法学家》2019年第1期。

效力，避免债权重复交易，降低交易成本是债权让与制度发展完善的方向。<sup>〔19〕</sup>

最后须指出，与企业资产证券化略有不同的信贷资产证券化，基础资产是直接以信托的方式转移给受托机构，并以此发行证券。《信贷资产证券化试点管理办法》第2条采用了发起机构“信托给”受托机构这样的表述，但其内涵包括信贷资产的权利转移给受托机构之意。因为信托的设立必须以财产权利的转移为条件，即使《信托法》第2条采用“委托给”的表述，但学理解释上认为这不能反映信托的本质，应理解为财产权转移给受托人才能设立信托。<sup>〔20〕</sup>这一观点，在上海浦东新区人民法院裁判“华宝信托有限责任公司诉陈碰兴抵押贷款证券化信托合同纠纷案”中已获得司法实践支持。<sup>〔21〕</sup>

总之，在“平安凯迪执行异议案”中，平安大华公司作为“平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划”管理人，受让了南陵凯迪公司从国网安徽电力公司收取电费及各种补贴的权利，该基础资产的性质为债权。并且，平安大华公司与南陵凯迪公司在“中登网”办理了应收账款转让登记和应收账款质押登记。前者登记并非债权让与的生效要件，即使不办理登记，根据《基础资产买卖协议》也发生债权让与的效力；后者登记，由于当事人之间并无债权质押的意思表示，故而法院认定无效。<sup>〔22〕</sup>

## （二）基础资产权利转让的后果：财产的独立性与风险隔离

资产证券化中的基础资产，在权利转让之前归属于发起人，转让之后，法律形式上的权利主体是资产管理人，但资产管理人应将取得的财产归入所设立的“特殊目的载体”（SPV）。在我国信贷资产证券化业务中直接称为“信托财产”（《信贷资产证券化试点管理办法》第5条），在企业资产证券化业务中称为“资产支持专项计划资产”。<sup>〔23〕</sup>虽然《资产证券化业务管理规定》通篇未直接援引《信托法》，但该规定第1条表明是根据《证券投资基金法》制定本规定，而《证券投资基金法》的上位法又是《信托法》。因此顺理成章，《资产证券化业务管理规定》第5条第2款规定：“专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产。”以上便是基础资产归入特殊目的载体后构成信托财产的依据。<sup>〔24〕</sup>基础资产成为信托财产后，获得

〔19〕 参见李宇：《债权让与的优先顺序与公示制度》，载《法学研究》2012年第6期；陈飞宇：《资产证券化中将来债权交易规则的完善》，载《法商研究》2018年第5期。

〔20〕 参见周小明：《信托制度：法理与实务》，中国法制出版社2012年版，第40页；前引〔11〕，赵廉慧书，第46页。

〔21〕 参见上海市浦东新区人民法院（2009）浦民二（商）初字第1700号民事判决书。相关评析参见顾权：《华宝信托有限责任公司诉陈碰兴抵押贷款证券化信托合同纠纷案》，载《人民司法·案例》2009年第12期。

〔22〕 民法理论上也认为，资产证券化的发起人不能以质押方式实现基础资产的转让。参见李宇：《民法典中债权让与和债权质押规范的综合》，载《法学研究》2019年第1期。

〔23〕 2013年2月《证券公司资产证券化业务管理规定（征求意见稿）》称“专项资管计划为信托计划”，但在3月的正式稿删去了此条，上位法也不再列入《信托法》。这或许是为了避免涉及信托公司对信托计划的专营性问题。具体分析参见缪因知：《资产管理内部法律关系之定性：回顾与前瞻》，载《法学家》2018年第3期。

〔24〕 理论上有人否认资产支持专项计划的信托性质，并认为其属于委托代理关系，作为资产证券化的基础不牢固，参见沈朝晖：《企业资产证券化法律结构的脆弱性》，载《清华法学》2017年第6期。但本文认为证监会监管系统下的专项计划虽无信托之名，但实质上采用信托法理，以实现风险隔离的功能。相同观点参见李宇：《商业信托的法人资格》，载朱晓喆主编：《中国信托法评论》（第1卷），法律出版社2018年版，第73页。

了“独立性”，这是资产支持证券得以顺利偿付的根本保证。<sup>[25]</sup>

以企业资产证券化为例，基础资产转入特殊目的载体后成为信托财产，根据《信托法》第15—17条、《资产证券化业务管理规定》第5条第2款，专项计划财产具有独立性，区别于发起人、管理人、投资人的固有财产，可实现法律风险隔离的效果。具体分述如下：

首先，我国《企业破产法》第30条一般性规定：“破产申请受理时属于债务人的全部财产，以及破产申请受理后至破产程序终结前债务人取得的财产，为债务人财产。”《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（二）》第1—5条虽然细化了债务人破产财产的几种情形，但未涉及信托财产<sup>[26]</sup>或资产证券化中的基础资产。但《信托法》第16条第2款将信托财产排除在受托人破产财产之外。《资产证券化业务管理规定》第5条第3款进一步详细规定：“原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人因依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算的，专项计划资产不属于其清算财产。”

其次，为避免破产程序启动之前一定时间内债务人的行为损及债权人的利益，《企业破产法》第31、32条规定破产债务人的无偿行为、偏颇清偿行为可以撤销。<sup>[27]</sup>就资产证券化中的基础资产转让行为而言，原始权益人转让基础资产，获得合理的对价，并非无偿行为，亦非对于债务的（偏颇）清偿，故而不存在撤销之可能。《企业破产法》第33条还规定债务人若有为逃避债务而隐匿、转移财产的或虚构债务或者承认不真实的债务的，其行为无效。<sup>[28]</sup>此外，《信托法》第12条第1款规定“委托人设立信托损害其债权人利益的，债权人有权申请人民法院撤销该信托。”在资产证券化中，发起人转让基础资产时如出现上述情形，应适用该规定，这将影响基础资产的稳定。通常在实际操作的合规审查和尽职调查中，会尽量筛选、控制，进而避免出现此类风险。

再次，《资产证券化业务管理规定》第7条规定：“管理人管理、运用和处分专项计划资产所产生的债权，不得与原始权益人、管理人、托管人、资产支持证券投资者及其他业务参与人的固有财产产生的债务相抵销。管理人管理、运用和处分不同专项计划资产所产生的债权债务，不得相互抵销。”这一规定与《信托法》第18条禁止抵销规则保持一致，是信托财产独立性的显著表现。<sup>[29]</sup>

最后，根据《民事诉讼法》第227条，执行过程中，案外人对执行标的可以提出执行异议；

---

[25] 从信托的设立看，在我国目前实践中，信贷资产证券化在设立时即明确采用信托形式（《信贷资产证券化试点管理办法》第2条），理论上称为融资人的“财产信托”；而在企业资产证券化中，代表投资基金或集合资金信托计划的投资人作为委托人，将资金转移给管理人（受托人），设立自益信托，管理人再进一步将资金运用，购入原始权益人的基础资产，并归入专项计划财产，因而实质上是投资人的“资金信托”。关于这两种模式的分析，参见楼建波、刘燕：《论信托型资产证券化的基本法律逻辑》，载《北京大学学报》（哲学社会科学版）2006年第4期。

[26] 关于信托财产不属于破产财产的阐述，参见孙珉：《委托理财关系的信托基础与破产取回权》，载前引[24]，朱晓喆主编书，第227页。

[27] 参见许德风：《破产法论》，北京大学出版社2015年版，第369页以下。

[28] 许德风教授认为，从比较法看，《破产法》第33条的法律效果如改为可撤销，更为合理。参见前引[27]，许德风书，第393页。

[29] 参见前引[11]，赵廉慧书，第228页。

若异议被裁定驳回，可以提出案外人执行异议之诉。<sup>[30]</sup> 案外人若对执行标的享有实体权利，则执行异议成立。对此，《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》第 25 条规定了判断案外人是否为权利人的五种情形。若案外人执行异议被驳回，仍可提起案外人执行异议之诉。对于案外人执行异议之诉，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第 312 条规定，以案外人是否就执行标的“享有足以排除强制执行的民事权益”为标准进行审查。上述规定中，关于案外人享有的实体权利，并未列举信托财产的受托人或受益人。但从“足以排除强制执行的民事权益”的一般性规定看，若信托财产被委托人或受托人的债权人申请强制执行，信托受益人可以提出强制执行异议或异议之诉。资产证券化中的专项计划财产，从信托法律关系看，其名义上的权利主体是专项计划管理人，受益人为投资人。若原始权益人或计划管理人的债权人，针对专项计划资产提出强制执行，投资人（信托受益人）或计划管理人自可依《民事诉讼法》第 227 条提出执行异议或执行异议之诉。此外，根据信托法的原理，即使受益人的债权人也不能直接申请强制执行信托财产，而只能针对受益人主张强制执行其受益权。<sup>[31]</sup> 据此，资产支持证券的投资人的债权人亦仅得就证券所表征的受益权强制执行，而不得对专项计划资产本身申请强制执行。

综上，资产支持专项计划资产在转让给管理人之后，成为信托财产，实现法律风险隔离的效果。在“平安凯迪执行异议案”中，南陵凯迪公司将作为基础资产的债权转移给平安大华公司后，债权的主体即为后者。故而合肥中院认定，依据《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》第 25 条第 1 款第（五）项，平安大华公司所提出的执行异议成立。可见，该裁定最重要的意义在于明确了资产证券化的基础资产不受原始权益人的强制执行或破产程序的影响，实现了风险隔离，显示了司法机关对于金融交易合约结构安排的尊重。

### 三、资产证券化中的“将来债权”让与

#### （一）将来债权的可让与性及作为基础资产的适格问题

债权作为一项财产权，原则上具有可让与性。现代社会以债权为交换或担保的客体，进行变现和融资的交易逐渐普遍，例如应收账款质押、债权让与担保、保理等。若将债权予以证券化（债券），可大大提高其流通性，因而深得投资市场的青睐。

资产证券化最为常见的基础资产就是债权。资产证券化若仅以现已存在的债权为基础资产，例如信贷资产、融资租赁债权等，则其强大的融资功能未得到充分发挥。而从金融市场看，资产证券化业务最关注的是资产的现金流，只要是未来能够产生现金流的资产都适宜作为证券化的基

[30] 与其他大陆法系国家第三人执行异议之诉制度不同，我国《民事诉讼法》第 227 条将案外人执行异议规定为案外人执行异议之诉的前置程序，这是因为考虑到案外人对于执行异议一律通过诉讼程序处理，往往会影响执行效率。而将执行异议作为前置程序可以提高执行效率，节约司法资源。参见江必新主编：《强制执行法理论与实务》，中国法制出版社 2014 年版，第 447 页。

[31] 参见前引 [11]，赵廉慧书，第 226 页。《资产证券化业务管理规定》第 28 条第 1 款第 1 句规定的“资产支持证券是投资者享有专项计划权益的证明，可以依法继承、交易、转让或出质”，即说明资产支持证券为投资人的可处分的责任财产。

础资产，<sup>[32]</sup> 包括现在尚不存在、但未来发生的“将来债权”。在“平安凯迪执行异议案”中，所涉资产证券化项目“平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划”的基础资产是南陵凯迪公司从2015年至2020年6月12日基于《并网调度协议》《购售电合同》从国网安徽电力公司收取电费及各种补贴的权利，实质上就是将来债权。将来债权作为基础资产，须转让给专项计划管理人，因此首先须考虑其可让与性。

关于将来债权的界定，史尚宽先生曾作如下分类：（1）现在已有基础法律关系之存在，仅待一定事实发生（如一方之行为或时间经过）即发生之债权。如合作社社员之利益分配请求权，保证人对于主债务人追偿权等，此类请求权已有基础法律关系，但是否发生债务尚不确定；（2）现在尚无基础法律关系存在，只有法律关系要件之一部分，将来是否发生债权不确定，例如行使撤销权、解除权之结果所生之返还请求权；（3）现在欠缺发生债权之根据，仅有发生将来债权之盖然性，例如将来订立消费借贷所应生之债权。<sup>[33]</sup> 但史尚宽先生的分类标准并不统一，本文不建议采用。在德国民法学理上，把将来债权分为：已有基础之债权（*der Grund gelegt ist*）和没有基础之债权（*noch kein Grund gelegt*）。前者例如附停止条件或附始期之债权，以及基于继续性债之关系（租赁、劳务）所生之债权，后者例如有待订立之买卖、租赁所应生之债权。<sup>[34]</sup> 因为后者在债权让与时完全没有权利基础，因此又称“纯粹将来债权”。本文采取这种分类方式。

对于将来债权的可让与性，大陆法系国家民法典有明文认许者，例如最新修改通过的《法国民法典》第四编债法总则第1323条第3款，<sup>[35]</sup> 《日本民法典》在平成二十九年第四十四号法律修改增加第466条之六<sup>[36]</sup> 即是。此外，德国民法和意大利民法上虽无明文规定，但学理上均认可将来债权的让与性。<sup>[37]</sup> 从国际层面看，国际统一私法协会1988年颁布的《国际保理公约》第5条第2款、2004年联合国颁布的《国际贸易应收款转让公约》第8条第1款、《欧洲示范民法典草案》第III—5：106条也都承认将来债权的让与性。

我国立法上并无关于将来债权让与性的规定。民法学理上一般均予认可。<sup>[38]</sup> 在涉及应收账款的金融管理规范中，偶有将来债权的相关规则。例如，中国人民银行2017年颁布的《应收账款质押登记办法》第2条第1款规定可用以质押的应收账款包括现有的和未来的金钱债权。<sup>[39]</sup> 但2014年颁布的《商业银行保理业务管理暂行办法》第13条却明定商业银行不得基于未来应收

[32] 参见前引〔1〕，法博齐、科赛瑞书，第147页。

[33] 参见史尚宽：《债法总论》，中国政法大学出版社2000年版，第712页。

[34] Larenz, Lehrbuch des Schuldrechts, Band I, Allgemeiner Teil, 14. Aufl., C. H. Beck 1987, S. 584 ff. 我国台湾地区民法学者黄立教授也采此种区分方式。参见黄立：《民法债编总论》，中国政法大学出版社2002年版，第616-617页。

[35] 参见《法国民法典：合同法、债法总则和债之证据》，秦立崑等译，载《北航法律评论》，法律出版社2017年版，第234页。

[36] 参见王融擎编译：《日本民法条文与判例》，中国法制出版社2018年版，第387页。

[37] 德国学说参见：Larenz, Lehrbuch des Schuldrechts, Band I, Allgemeiner Teil, 14. Aufl., C. H. Beck 1987, S. 584. Staudinger BGB / Jan Busche, 2012, § 398, Rn. 63. 意大利学说参见〔意〕阿雷西奥·扎卡里亚：《债是法锁——债法要义》，陆青译，法律出版社2017年版，第207页。

[38] 参见张谷：《论债权让与契约与债务人保护原则》，载《中外法学》2003年第1期；庄加园：《〈合同法〉第79条（债权让与）评注》，载《法学家》2017年第3期。

[39] 最高人民法院也有判决对此明确认可：“可以质押的应收账款范围不仅包含了现有债权，还包含了未来将会产生或者可能产生的债权。应收账款不以设质时已存的财产为界，亦可以是未来预期的收益，且不以是否已届履行期限为限。”参见最高人民法院（2016）最高法民申3454号民事裁定书。

账款开展保理融资业务。<sup>[40]</sup>从司法审判实践看，法院一般认为即使部门规章禁止将来债权作为保理的对象，但不影响保理合同的效力。<sup>[41]</sup>值得一提的是，《中华人民共和国民法典合同编（草案）》（2018年12月14日二审稿）第552条之一第2款关于保理合同的应收账款规定为“包括已经发生的和将来发生的债权”。可见，将来债权作为融资交易的客体，将会在我国民事基本法上获得承认。

对于完全没有交易基础的将来债权让与，有司法机关持否定态度。例如在“福建省佳兴农业有限公司诉卡得万利商业保理（上海）有限公司合同纠纷案”中，法院查明系争《商业保理申请及协议书》约定：佳兴农业公司将其“POS机上形成的所有应收账款及其收款权利”转让给卡得万利保理公司，并据此从卡得万利保理公司处获取资金。对此，上海市第一中级人民法院认为：“并非所有将来债权均具备可转让性。……本案所涉将来债权，系佳兴农业公司于未来商业活动中可能产生的约定金额之债，该种约定金额的将来债权是否具有合理可期待性质，应以此类将来债权是否具有相对确定性为主要判断依据。如该种将来债权毫无可确定因素的，则对该种将来债权的期待亦难言合理，民事主体亦不得因此而生相应期待利益。……佳兴农业公司已自认前述记载的经营状况并非真实，卡得万利保理公司亦未对此予以必要的核查，故双方当事人仅据此种虚假记载并不足以对本案所涉将来债权产生合理期待，亦不具备将诉争将来债权转让他人之基础。同时，系争保理协议及其附件除前述经营状况外，仅就所涉将来债权作了期间上的界定，对于交易对手、交易标的及所生债权性质等债之要素均未提及，亦无其他可对该将来债权予以确定的约定，故在现有证据条件下，难以认定本案所涉将来债权已相对确定，据此亦无法认为，本案所涉将来债权具备合理期待利益，可对外转让。”<sup>[42]</sup>可见，对于缺乏债之要素的将来债权，上海市第一中级人民法院不认可其作为保理业务的交易客体。<sup>[43]</sup>

保理与资产证券化在业务性质和操作上有较大差异。<sup>[44]</sup>无追索权的保理交易本质是保理商通过折扣购买债权并清收以便获利，保理商是否能够收回受让债权，关键要看债权本身的信用状况，故而在保理成立时，（将来）债权应具有较高的确定性，以便评估和交易。而资产证券化则是通过创设一个特殊目的载体，以（将来）债权作为基础资产和偿付的保障，发行债券进行融资。证券化更侧重基础资产未来产生的稳定的、可预测的现金流。换言之，即使当时不存在债权及收益，但只要将来能够由基础资产的管理、生产、经营产生现金流，足以偿付证券的本息，就应认可其证券化。而且，在新兴的资产证券化交易模式中，基础资产也不限于特定的债权，例如未来可产生收益的知识产权、门票、收费权、特许经营许可费，都不用考虑基础资产是否已具备（合同）交易基础。更有甚者，在晚近英国的整体业务证券化中，不是以具体基础资产，而是将

[40] 《商业银行保理业务管理暂行办法》第13条第2款关于未来应收账款有特殊的定义：“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。”

[41] 实务中有法院在裁判理由中指出：《商业银行保理业务管理暂行办法》第13条系部门规章，不影响债权让与的效力。参见湖北省汉江中级人民法院（2017）鄂96民终300号民事判决书。

[42] 上海市第一中级人民法院（2015）沪一中民六（商）终字第640号民事判决书。上海市高级人民法院（2016）沪民申2374号民事裁定书维持了本案二审判决。

[43] 学理上对此案有商榷观点者，参见前引[38]，庄加园文。

[44] See Steven L. Schwarcz, *The Alchemy of Asset Securitization*, 1 *Stan. J. L. Bus. & Fin.*, 133, 144-146 (1994).

企业的某一领域的业务隔离出来作为担保发行证券，其证券偿付就以发起人整体业务的现金流来支撑。<sup>[45]</sup> 因此，可进行证券化的资产远远超过保理的交易客体，法博齐、科赛瑞指出，即使保理商不接受的应收账款也有可能被证券化。<sup>[46]</sup>

将来债权作为资产证券化的基础资产，在信托法上还存在信托财产的确定性问题。信托财产的确定性要求来源于英美信托法。我国《信托法》第7条第1款规定：“设立信托，必须有确定的信托财产，并且该信托财产必须是委托人合法所有的财产。”据此，如果资产证券化的基础资产是（纯粹）将来债权，就存在归入专项计划的财产是否能够成立信托的疑问。对此，首先须指出，信托财产的确定性要求是指在信托设立时必须确定；信托财产在设立之后基于受托人的管理行为产生各种变形、衍生和替代，属于“信托财产的物上代位性”问题。<sup>[47]</sup> 因此，若将我国企业资产证券化看作是“投资人（资金）信托”，则在专项计划设立时，管理人是先取得资金，资金作为信托财产完全符合确定性要求。继而管理人以资金购买基础资产（将来债权），属于信托财产管理运用所得财产，不会影响专项计划（信托）的设立。即使信贷资产证券化采取典型的“融资人（财产）信托”模式，信托法原理上也承认信托的标的现时不确定，但“依据信托条款足以在将来对之予以确定，则该信托不会因不确定性而导致无效”。<sup>[48]</sup> 日本学者新井诚明确指出将来债权也符合信托设立时的现存性和特定性要求。<sup>[49]</sup> 而且具体到资产证券化领域，理论上也认为尽管将来债权具有一定的不确定性，但不宜过度坚守传统信托法的信托财产确定性要求。<sup>[50]</sup>

总之，将来债权具有可让与性，且适合作为资产证券化的基础资产。《资产证券化业务管理规定》第3条规定的“基础资产”中的企业应收款包括将来债权。

## （二）将来债权让与的生效时间及其效果

作为基础资产的将来债权最关键的问题是，何时转移至专项计划中、成为管理人受托管理的信托财产。该问题的本质就是将来债权让与何时生效。

将来债权的让与又称“债权预先让与”（Vorausabtretung）。债权让与既为处分行为，须适用处分标的“确定性原则”（或特定性原则）。<sup>[51]</sup> 但债权预先让与的困难就在于处分行为作出时，处分客体尚不存在，因此其处分行为和处分效果是分离的，即债权让与的效果不是在当事人合意时发生，而是在将来债权产生时才发生。<sup>[52]</sup> 由此而生如下疑难问题：债权预先让与后至受让人实际收取债权之间，如发生让与人破产或针对给付对象的强制执行，则债权受让人可否主张对抗此类破产和强制执行？在“平安凯迪执行异议案”中，平安大华公司作为债权受让人（计划管理

[45] 参见〔美〕斯蒂尔·L. 施瓦茨：《结构金融：资产证券化基本原则》，倪受彬、李晓珊译，中国法制出版社2018年版，第197页。

[46] 参见前引〔1〕，法博齐、科赛瑞书，第5页。

[47] 参见前引〔11〕，赵廉慧书，第98页；赵廉慧：《信托财产确定性和信托的效力——简评世欣荣和诉长安信托案》，载《交大法学》2018年第2期。

[48] 参见〔英〕格雷厄姆·弗戈：《衡平法与信托的原理》（上），葛伟军等译，法律出版社2018年版，第131页。

[49] 参见〔日〕新井诚：《信托法》，刘华译，中国政法大学出版社2017年版，第283页。

[50] 参见前引〔1〕，王文宇、黄金泽、邱荣辉书，第91页。

[51] Fikentscher/Heinemann, Schuldrecht, 10. Aufl., De Gruyter Berlin, 2006, S. 352.

[52] Staudinger BGB / Jan Busche, 2012, § 398, Rn. 63. 而且，当事人之间的债权预先让与合意，在受让人取得权利的时刻并不必持续存在。Staudinger BGB / Jan Busche, 2012, § 398, Rn. 71.

人)就预先受让的债权,针对让与人的其他债权人的强制执行提出了执行异议。

民法理论上根据有基础和无基础的(纯粹)将来债权的两种形态,对债权预先让与的生效时间形成不同的构造。

首先,对于有基础的将来债权,即债权让与合意时,已经存在的债权,例如基于持续性债之关系的债权,当将来债权产生的时刻法律基础仍存在,从而发生“直接取得”。<sup>[53]</sup>直接取得的主要法律后果体现在如下几方面:(1)受让人作为将来债权人可以(直接)针对债务人提起将来债权的给付之诉或确认之诉;(2)债权预先让与和最终权利完善(Vollrecht)之间,针对让与人发生支付不能程序,受让人可得的债权“期待”(Forderungs-Anwartschaft)原则上不落入清算财产中;<sup>[54]</sup>(3)让与人如果在预先让与后进行“二次处分”,原则上不会影响债权在受让人处产生。<sup>[55]</sup>概言之,有基础的将来债权在实际产生时,溯及到处分行为合意之时发生债权让与的效果。

除了德国,对于有基础的将来债权采“直接取得说”者,尚有如下立法例。最新修订的《德国民法典》第四编债法总则第1323条第3款规定:“将来债权的转让须俟债权产生之日生效,该转移即在当事人间也对第三人发生效力。”<sup>[56]</sup>《日本民法典》平成二十九年第四十四号法律修改增加第466条之六第2款规定:“债权被让与之情形,债权于其意思表示之时未现实发生时,受让人当然取得已发生之债权。”<sup>[57]</sup>从国际层面看,《国际保理公约》第5条第2款规定:“保理合同关于转让将来发生的应收账款的规定,可以使将来应收账款在其发生时转让给保理人,而不需要任何新的转让行为。”《国际贸易应收款转让公约》第8条第1款也规定,“未来应收款在基础合同(original contract)订立时,可被认定是与该转让相关的应收款”,即对于转让人、受让人、债务人及竞合求偿人(包括转让人的债权人、破产管理人)而言生效。

其次,如果涉及的是纯粹将来债权让与,例如基于将来订立的买卖、承揽、租赁所生之债权,则将来债权通过让与人而发生“间接取得”(Durchgangserwerb)。<sup>[58]</sup>因为让与的将来债权直到(未来的)合同订立时才发生,根据显名原则(Offenkundigkeitsprinzip),让与人还是合同的当事人。于此,受让人只能作为让与人的权利继受者取得权利,从而也须承受在此期间可能发生的第三人权利。<sup>[59]</sup>在间接取得情形下,受让人在对于让与人财产支付不能程序开启后,是不受保护的。<sup>[60]</sup>与德国法原理相印证,美国合同法理论也同样认为,纯粹将来债权的转让不能对抗让与人的破产管理人、已经实施扣押的债权人以及善意的第二次受让人。<sup>[61]</sup>

[53] Staudinger BGB / Jan Busche, 2012, § 398, Rn. 73.

[54] Larenz, Lehrbuch des Schuldrechts, Band I, Allgemeiner Teil, 14. Aufl., C. H. Beck 1987, S. 586. Staudinger BGB / Jan Busche, 2012, § 398, Rn. 73. 我国也有学者采相同观点,对此参见前引[38],张谷文;董京波:《资产证券化中的将来债权转让制度研究》,载《中国政法大学学报》2009年第2期。

[55] 德国民法解释者根据《德国民法典》第161条第1款“条件成就前之处分不生效力”思想,推论出债权预先让与人不能阻止债权在受让人处产生。Staudinger BGB / Jan Busche, 2012, § 398, Rn. 74.

[56] 前引[35],秦立崑等译文,第234页。

[57] 前引[36],王融擎编译书,第387页。

[58] Staudinger BGB / Jan Busche, 2012, § 398, Rn. 75.

[59] Staudinger BGB / Jan Busche, 2012, § 398, Rn. 75.

[60] Staudinger BGB / Jan Busche, 2012, § 398, Rn. 75.

[61] 参见[美]E·艾伦·范斯沃思:《美国合同法》,葛云松、丁春艳译,中国政法大学出版社2004年版,第716页。

综上，有基础的将来债权让与，在债权发生时，受让人直接取得债权，其法律效果溯及到债权让与合意之时；而纯粹将来债权的让与，受让人须通过让与人间接地取得，不具有溯及的效力。因此，若以前者作为资产证券化的基础资产，可确保基础资产实现风险隔离；若为后者，则不可。

在“平安凯迪执行异议案”中，合肥中院在裁判理由指出“足以认定平安大华公司以支付11亿元对价的方式，受让取得隆回凯迪公司、松滋凯迪公司和南陵凯迪公司自2015年5月至2020年6月因生物质发电自国网湖南省电力公司、国网安徽省电力公司和国网湖北省电力公司应当取得的电费、可再生能源补贴、调峰及停机补偿等产生的一切相关现金收入债权”，法院并未阐明此处“受让取得”的方式是直接取得抑或间接取得，但从该专项计划的基础资产看，实为南陵凯迪公司与国网安徽电力公司基于持续供电合同所生之债权，是为有基础的将来债权，理论上应采直接取得说，故而可以对抗强制执行申请人合肥科农行大兴支行。

此外，从合肥中院裁定依据看，“平安大华公司对案涉执行标的所提出的执行异议，符合《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》第二十五条第一款第（五）项所规定的排除执行的情形，依法应予支持”。查《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》第25条第1款第（五）项分两句：第1句为“其他财产和权利，有登记的，按照登记机构的登记判断”；第2句为“无登记的，按照合同等证明财产权属或者权利人的证据判断”。因此不能确定法院究竟以哪一句作为执行异议成立的依据。若依第1句，法院似认为平安大华公司系依登记取得债权的权利人，而依我国目前法律状况，债权让与无须登记即可生效，因此尽管涉案债权办理了登记，但并非决定性因素；若依第2句，则法院认可“按照合同”证明债权发生让与后属于平安大华公司，这符合债权让与的一般生效规则。就我国目前的法律解释而言，笔者赞同后者。

### （三）资产证券化中的债权让与公示

以上仅就我国法律现状分析“平安凯迪执行异议案”的司法裁判。如果超越个案考虑（纯粹）将来债权乃至其他无形财产权利的让与和资产证券化问题，尚须认真对待债权让与登记。

由于资产证券化基础资产的权利抽象、复杂，投资人的权益保障也依赖基础资产的稳定性，因此有些国家或地区在立法上对于资产证券化中的债权让与采取特殊公示方式，以便债务人及第三人知晓债权让与后果。对此，日本于1998年颁布《债权让渡特例法》，建立债权让与登记制度，明确债权让与须经登记才可对抗第三人；如欲具备对抗债务人之要件，须交付债权让与登记证明书之通知，或取得债务人之承诺。<sup>〔62〕</sup>我国台湾地区2002年颁布的“金融资产证券化条例”第5条也规定资产信托或让与前，应将所让与资产的种类、数量及内容，于发起机构所在地日报或依主管机关规定之方式连续公告三日。若不为公告，则信托或让与不得对抗第三人。其目的在于衡平创始机构与第三人利益，借以保护受益证券的投资人。<sup>〔63〕</sup>

关于资产证券化中债权及其他付款权利作为基础资产，就交易安全性和制度便利性而言，最

〔62〕 参见王志诚：《金融资产证券化——立法原理与比较法制》，北京大学出版社2005年版，第226页。

〔63〕 参见前引〔62〕，王志诚书，第61页。

具代表性的是《美国统一商法典》（UCC）第九篇“担保交易”之规定。<sup>[64]</sup> UCC 放弃债权让与和债权质押、动产担保和权利担保的严格区分，而采取功能主义方式，统一规定货物（动产）、票证和无形财产三类客体，并采取登记、占有、自动完善等方式判断权利人是否享有优先权益（security interest）。就债权让与而言，UCC 第九篇采取登记公示方式，作为判断权利受让人享有优先权及顺位的依据。而且 UCC 要求的登记方式极为简便，即申明登记制，当事人无须登记让与或担保合同，仅须登记一份融资声明载明让与人、受让人或其代表人名称并指明担保财产（被让与债权）[UCC § 9—502 (a)]。对担保财产的描述不用特定化，只需合理地识别担保对象即可（UCC § 9—504）。<sup>[65]</sup> 《美国统一商法典》的债权和无形财产权的登记制度，对于保理、资产证券化等现代金融交易的开展起到了极大的促进作用。

我国证监会颁布的《资产证券化业务管理规定》第 23 条仅提倡性地要求基础资产转让应办理登记；且债权转让应通知债务人。《资产证券化业务风险控制指引》第 5 条规定：“基础资产为债权的，管理人在转让环节应当关注转让登记、通知债务人、附属担保权益转让等相关安排。”但以上只是从合规和风险控制角度规定的业务操作要求，而从我国基本法律层面看，办理债权让与登记或通知债务人并不发生债权让与的生效或对抗效力。

此外，2017 年修订的中国人民银行《应收账款质押登记办法》第 33 条规定：“权利人在登记公示系统办理以融资为目的的应收账款转让登记，参照本办法的规定。”实践中，资产证券化的交易者通常也会办理此类登记。那么，可否以此为依据，确立债权让与登记具有生效或对抗效力呢？笔者认为不可，理由在于：第一，该《办法》属部门规章，如法院依此裁判，认可债权让与登记的对抗效力，缺少民事基本法的依据；<sup>[66]</sup> 第二，该《办法》第 33 条应理解为如债权让与进行登记，关于登记程序可参照债权质押登记的规则，但债权让与本身的实体法效力则不宜参照该规定；第三，我国司法实践中也有判决指出，并无法律法规赋予债权转让登记以法律效力，“债权转让登记于央行登记系统不发生强制性排他对抗效力”。<sup>[67]</sup> 可见，在我国民事基本法未规定债权让与登记效力的前提下，不宜赋予现行的登记系统以特殊的效果。这也正是“平安凯迪执行异议案”中，平安大华公司受让的将来债权在“中登网”办理了转让登记，而且又办理债权质押登记的原因所在。因为根据《应收账款质押登记办法》，债权质押后，质押权人享有优先受偿的权利。但由于平安大华公司与南陵凯迪公司之间并不存在质押的主合同的前提——借款或其他借款合同，故而法院仅认可债权让与及其登记，而否定了债权质押登记。

从比较法的经验看，债权让与采取登记对抗主义（日本）或登记完善优先权的方式（UCC）对于确保金融商事交易安全而言是一种发展趋势。鉴于此，2018 年 9 月发布的《中华人民共和国民法典合同编（草案）》一审稿第 336 条，以及 2018 年 12 月 14 日二审稿第 552 条之六，均规定如发生债权重复让与，则先进行转让登记的受让人可优先受偿，努力在民事基本法上确立债

[64] 参见前引 [45]，斯蒂尔·L. 施瓦茨书，第 70—77 页；Steven L. Schwarcz, The Impact on Securitization of Revised UCC Article 9, 74 *Chi.-Kent L. Rev.*, 947 (1999).

[65] 参见前引 [19]，李宇文；高圣平：《统一动产融资登记公示制度的建构》，载《环球法律评论》2017 年第 6 期。

[66] 参见前引 [22]，李宇文。

[67] 上海市第二中级人民法院（2012）沪二中民六（商）终字第 147 号民事判决书。

权让与登记的对抗效力。这一符合国际发展趋势的立法，应值赞同。

#### （四）“收益权”作为基础资产的问题

《资产证券化业务管理规定》第3条第3款规定的基础资产还包括“基础设施、商业物业等不动产财产或不动产收益权”。从我国商事基本法律上看，资产“收益权”是个模糊的概念。关于收益权的性质，向来存在“债权说”<sup>〔68〕</sup>和“物权说”<sup>〔69〕</sup>的争论。我国商业实践中的不动产“收益权”概念肇始于1999年《国务院关于收费公路项目贷款担保问题的批复》，其确认了“公路收费权”可作为质押的客体。2000年《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第97条明确将“公路桥梁、公路隧道或者公路渡口等不动产收益权”列入了“依法可以质押的其他权利”的范畴。但是在2007年颁布的《物权法》中却忽略了收费权或收益权作为权利质押的客体。直至2017年中国人民银行颁布的《应收账款质押登记办法》第2条第2款，将“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”纳入应收账款（债权）范畴。

笔者认为，目前实践中所称各种资产的“收益权”应分情况对待。首先，若收益权本身是以某种合同作为基础的，例如各种供应水电热气的收益权，都以持续性的供应合同作为收费基础，其实质还是债权。<sup>〔70〕</sup>例如，最高人民法院在发布的第53号指导案例“福建海峡银行股份有限公司福州五一支行诉长乐亚新污水处理有限公司、福州市政工程有限公司金融借款合同纠纷案”也指出“因污水处理项目收益权系基于提供污水处理服务而产生的将来金钱债权，依其性质亦可纳入依法可出质的‘应收账款’的范畴”。<sup>〔71〕</sup>因涉案交易存在污水处理服务合同，故而可将其归入应收账款范畴。若资产证券化以此类权利作为基础资产，应采用将来债权的“直接取得说”，并发生法律风险隔离的效果。

其次，对于没有合同基础，须待以后生产经营、提供服务或许可而产生的收益，确属难以定性的收益权，例如路桥收费、公用事业收费等，实质上是将来可获得的许可使用费或特许经营费（license or franchise fees），笔者称为“狭义收益权”。其实资产证券化业务并不需要过分关注基础资产的定性，而应侧重其未来能否产生稳定的现金流。<sup>〔72〕</sup>《美国统一商法典》上应收账款包括典型债权之外的、无形的付款权利 [UCC § 102 a (2)]，从而将此类许可或特许经营收费纳

〔68〕 例如，对于司法实践中较为典型的“昆山纯高案”，理论上就认为建设工程的收益权实质上就是未来债权，参见董庶：《试论信托财产的确定》，载《法律适用》2014年第7期；高凌云：《收益权信托之合法性分析——兼析我国首例信托诉讼判决之得失》，载《法学》2015年第7期。

〔69〕 理论上倡导收益权是一种用益物权类型的观点，参见孟勤国、刘俊红：《论资产收益权的法律性质与风险防范》，载《河北法学》2014年第4期；李遥：《不动产收益权担保相关法律问题探析》，载《人民司法》2012年第11期。收益权为非典型物权的观点，参见张笑韬：《非典型物权类型松绑的功能分析》，载《政法论坛》2016年第6期。与不动产“收益权”最相类似的大陆法系民法上的不动产“用益权”（Nießbrauch）概念，即对不动产进行占有、使用、收益的权利。其性质上属于“人役权”之一，不具有可转让性和处分性 [〔德〕鲍尔、施蒂尔纳：《德国物权法》（上），张双根译，法律出版社2004年版，第700页以下]，且受限于物权法定原则，因而不适宜解释我国实践中的收益权概念。

〔70〕 与本文相同的观点参见王剑利、朴文一：《未来收益证券化基础资产界定法律探析——以供热资产证券化为例》，载《金融法苑》2017年，总第95辑。

〔71〕 最高人民法院第53号指导案例，福建省高级人民法院（2013）闽民终字第870号民事判决书。

〔72〕 朱伟一教授用“中医百草皆可入药”的比喻解释，凡有现金流的资产都可成为证券化的基础资产。参见朱伟一：《证券法》，中国政法大学出版社2018年版，第143页。

入到资产证券化的范畴。<sup>[73]</sup>但依前文所述，此类收益权作为基础资产尚缺乏收益的合同基础，在法律没有对其做出特殊规定之前，应按“纯粹将来债权”对待，即在收益权利实际发生时，并非由受让人直接取得权利或实际收益，而是通过转让人间接取得，从而不能彻底实现法律风险隔离的效果。对此，资产证券化业务实际操作中也只能寄望于通过合同约定、账户监管、及时转账划拨收益款项等方式实现风险控制。

如上文所述，我国未来民法典分编将在民事基本法层面确立债权让与登记的对抗效力，并且辅之以统一的动产和权利转让或担保登记系统，则即使没有合同基础的纯粹将来债权和狭义的收益权，都可基于登记发生对抗效力，从而在资产证券化业务中也能够实现法律风险隔离的效果，确保投资者的权益，促进资产证券化交易的发展。

## 四、结 论

资产证券化的本质就是将“死”的资产及其未来可得的收入，通过金融工具变成当下的资金，为融资人创造未来更多的发展机会和空间。<sup>[74]</sup>资产证券化作为一种金融创新工具在我国金融行业具有举足轻重的地位，但其法理基础，尤其是涉及基础资产的权利转让、法律风险隔离的涵义，在金融私法的层面尚未得到应有的澄清。本文围绕“平安凯迪执行异议案”展开聚焦研究，得出如下几方面的法律结论：

1. 资产证券化中基础资产的完全转让并实现法律风险隔离是确保资产支持证券顺利偿付的关键。基础资产转让给管理人后，属于信托财产，具有独立性，可以不受发起人或管理人的强制执行或破产程序之影响。从我国目前法律状况看，作为基础资产的债权，根据合同法上的债权让与规则即可判断其权利是否发生转让。

2. 如果基础资产涉及将来债权问题，应区分有基础的债权和纯粹将来债权。对于前者采直接取得说，在债权实际发生时，受让人直接地、溯及地取得债权，从而能够实现基础资产的风险隔离，不影响资产支持证券的稳定偿付。“平安凯迪资产支持专项计划”执行异议案的裁判结论印证了这一观点。至于纯粹将来债权，其是否发生以及范围、规模都存在较大的不确定性，虽然理论上认可其让与性，但我国目前阶段基于金融交易安全的考虑，罕有此类债权的证券化。

3. 依资产证券化促进资产流动、增加融资渠道的“事物本质”，只要是能产生未来稳定现金流的财产或财产权，并采取一定手段、方式控制基础资产的未来收入，包括收益权、纯粹的将来债权，均可证券化，而不必拘泥于具体财产权的定性。若市场交易者认为，某类权利难以确定未来是否能够产生收益，则应通过风险控制部门进行合规性审查并筛除。由此既能扩大资产证券化基础资产的范围，又能妥善保护投资者利益。

4. 为实现以上目的，我国民事立法上应赋予包括但不限于既有债权、将来债权、信托受益权、资产收益权的抽象财产权的转让或担保登记以对抗效力，并建立统一的动产和权利登记系

[73] 参见前引 [64]，Steven L. Schwarcz 文，第 947、949 页。

[74] 参见陈志武：《金融的逻辑》(I)，西北大学出版社 2014 年版，第 51 页。

统，以保障金融交易安全和降低融资成本。

---

**Abstract:** The fundamental guarantee for the issuance and payment of asset-backed securities is the independence of underlying assets. The transfer of rights of the underlying assets is a disposition and is an important step for original owner to separate assets from themselves and form trust property so as to realize the separation of legal risks of basic assets. If the original owner takes the future creditor's rights as the basic assets, the time node of the assignment of creditor's rights shall be determined as follows: If the object of transfer is a "underlying future creditor's rights", the assignee obtains the creditor's rights directly as the creditor's right actually occurs and the legal effect of assignment traces back to the time when the creditor's rights are agreed to be transferred, which does not obstruct the separation of legal risks of underlying assets. As for the assignment of "pure future creditor's rights", the transferee must obtain creditor's rights indirectly by the transferor, which is not retroactive. The classification of the Civil Law Code of PRC should stipulate all kinds of existing creditor's rights, future creditor's rights, usufruct, and adopt the public registration system of transfer of rights in order to facilitate the asset securitization and other financial transactions.

**Key Words:** asset securitization, underlying asset, transfer of rights, future creditor's rights

---

(责任编辑: 武 腾 赵建蕊)