

资产收益权交易的法律构造

——基于最高人民法院与高级人民法院41份裁判文书的分析

赵申豪

(中国人民大学法学院,北京 100872)

摘要:资产收益权是近年来出现且活跃于商业实践中的概念,但学界与商业界对其性质、权利内容等存在诸多误解。通过分析41起相关裁判可知,资产收益权看似是一种新型权利,但实际上属于债权。与一般债权的不同之处在于,资产收益权与底层资产挂钩,债权的履行期限始于底层资产转让之时,而债权数额一般是底层资产的转让价款。资产收益权这一概念被创设出来,旨在规避“底层资产禁止转让”的法律规范。资产收益权转让名为债权让与,实则是债权设立行为,受让人对于底层资产或其收益不具有排他效力。为克服该缺陷,实践中通行做法是在底层资产上设立抵押权。资产收益权转让、回购是实践中最常见的交易模式,依据穿透性裁判思维,其性质上属于借款合同。转让回购合同系脱法行为,其效力问题应视所规避的法律规范的效力层级予以判断。转让回购合同应适用借款合同的规范,但其属于金融借贷,不适用民间借贷的利率管制。

关键词:资产收益权;收益权;法律规避;将来债权

中图分类号:DF959 文献标志码:A

DOI:10.3969/j.issn.1001-2397.2022.04.14 开放科学(资源服务)标识码(OSID):



一、问题的提出

近年来,“资产收益权”这一概念产生且活跃于商业领域,实践中屡屡出现资产收益权信托、资产收益权转让、回购等交易模式。资产收益权在商业领域的广泛运用使之步入了法律人的视野。尽管有关部门针对资产收益权制定了相应的规范,学界也有不少关于资产收益权的性质、资产收益权信托等问题的研究,但仍然存在诸多不足。

收稿日期:2021-12-20

基金项目:中国法学会民法学研究会青年学者研究项目“将来财产担保中担保权人的利益保护”(2020MFXH004)

作者简介:赵申豪(1992),男,江西南昌人,中国人民大学法学院讲师,法学博士。

一是,在实证法上存在不足。第一,术语使用不统一。包含“资产收益权”一词的规范性文件共 27 部^①,但在不同的规范性文件中,其内涵不尽相同,有 14 部规范性文件中的资产收益权是指股权或合伙份额的收益权能。第二,一般性规范的缺位。在余下的 13 部中,有 11 部是专门针对信贷资产收益权的规范,其内容不能完全适用于其他类型的资产收益权。第三,私法规范不足。调整资产收益权交易的私法规范仅有 2019 年《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)第 89 条,而该条只调整资产收益权转让、回购,但未界定资产收益权的权利内容与性质等。

二是,在理论研究上存在不足。第一,应用性研究过多而基础性研究不足。大部分文献侧重于特定类型的资产收益权交易的法律适用问题,而较少涉及资产收益权的成因、权利内容等基础问题。第二,基本概念的混淆。不少文献将资产收益权与收益权(收费权)相混淆^②,从而无法展开有效的论证。第三,实证研究的缺乏。资产收益权是形成于商业实践的描述性概念,对其研究应从案例入手,而既有的案例研究偏少,且多是个案研究^③,无法窥探资产收益权交易之全貌。

资产收益权的内涵不明与概念混淆,导致了学界与实务界对资产收益权的定性、资产收益权转让行为性质的误读,从而使得在资产收益权信托的效力、资产收益权受让人是否就底层资产享有对抗效力等问题上适用法律不统一。因此,对资产收益权的权利内容、性质、成因等基础性问题的研究,对司法实务与商业实践具有重要意义。为此,本文采取类案研究法,首先,分析资产收益权的具体类型与权利内容,界定其法律性质;其次,探究各类资产收益权的成因;再次,分析资产收益权转让行为的法律性质与效果;最后,对于实践中最为常见的资产收益权转让回购交易,笔者就其中争议性问题总结出裁判分歧,并提出司法建议。其中,前三部分是关于资产收益权的基础理论研究,是文章主要部分;第四部分是关于资产收益权的应用研究,是对于资产收益权交易中的争议问题的附带回应。

本文据以研究的案例来源于北大法宝。在北大法宝以“资产收益权”为关键词进行全文检索,得到民事案由的裁判 1282 起。^④进一步将检索条件限定在“最高人民法院”与“高级人民法院”,分别得到裁判 51 起与 131 起。剔除不相关裁判、重复裁判、案号虽然不同但基于同一纠纷而做出的裁判^⑤等,可得到有效裁判共 41 起(最高人民法院 14 起,高级人民法院 27 起),称为“样本组”。

二、揭开资产收益权的面纱:金钱债权

本研究的前提性的问题是:什么是资产收益权。资产收益权是商业实践中形成的描述性概念,因此,欲理解其权利内容,应回归到实践本身。

(一)三种典型的资产收益权

^① 分别是:法律 1 部、行政法规 4 部、司法解释 2 部、部门规章 20 部。

^② 有不少文献将资产收益权与收益权混为一谈。参见张玉海:《收益权信托融资合法性检视——基于“安信信托案”的反思》,载《证券法苑》2015 年第 4 期,第 171 页;王乐兵:《“物权编”与“合同编”体系化视角下的应收账款质押制度重构》,载《法学家》2019 年第 3 期,第 97 页。

^③ 例如,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,第 148-159 页。

^④ 检索日期是 2020 年 7 月 30 日。

^⑤ 有时,两起裁判的案号虽然不同,但都是针对同一纠纷所作出的判决与管辖权异议/执行异议裁定,因此就实质内容而言,这两起裁判没有区别。此外,有些裁判虽案号不同,但系基于同一纠纷而作出的系列裁判,案件事实与案涉法律关系均相同,这类裁判也应当算作“重复”裁判。

商事主体往往根据各自的需求而赋予资产收益权不同的含义,因此导致其内部形态存在差异。^①样本组涵盖了在建工程收益权、股票收益权、信贷资产收益权等不同类型的资产收益权。如表 1 所示,实践中最常见的资产收益权是在建工程收益权,其次是股权收益权与信贷资产收益权,本文以这三种资产收益权为例,阐释资产收益权的权利内容。需要说明的是,信贷资产、债券与应收账款本质上都是债权,因此,信贷资产收益权的分析结论一般可适用于后两者。

表 1 各类资产收益权案件的数量

| 资产收益权 类型 | 在建工程 收益权 | 股权 收益权 | 信贷资产收益权 | 债券 收益权 | 应收账款收益权 | 其他 ^② | 总数 |
|-------------|-------------|-----------|---------|-----------|---------|-----------------|----|
| 裁判数量 | 23 | 6 | 3 | 2 | 2 | 5 | 41 |

1. 在建工程收益权

“东胜三联”与“西部信托”签订了《特定资产收益权转让及回购合同》,约定“东胜三联”将在建工程收益权转让给“西部信托”,待期限届满,“东胜三联”须根据约定价格回购上述资产收益权。依合同约定,在建工程收益权是指,如果“东胜三联”所有的在建工程因转让、出售或其他形式的处置而获得了收益,“西部信托”(收益权人)有权向“东胜三联”主张该收益(以下简称“东胜三联案”)。^③

从该交易结构可看出,在建工程的所有权一直在“东胜三联”名下,“西部信托”对其不享有支配权,而只对“东胜三联”享有请求权,请求权的内容是出售在建工程而获得的对价。“东胜三联”履行其义务的资金来源,正是在建工程的销售收入。

2. 股票收益权

“世欣荣和”与“高圣公司”等设立了“高圣合伙”企业,合伙人一致同意,将合伙企业资金用于购买“恒逸石化”限售流通股的股票收益权(该股票由“鼎晖一期”与“鼎晖元博”所有)。为此,“高圣合伙”通过“长安信托”设立了集合资金信托计划,兴业分行认购了该信托计划的优先受益权,“高圣合伙”认购了次级受益权。而后,“长安信托”与“鼎晖一期”“鼎晖元博”签署了《股票收益权转让协议》,受让“恒逸石化”股票收益权。合同约定,该股票收益权不仅包括股息、红利等孳息,也包括了处置股票所获得的收益。同时,各方签署了《股票质押合同》,将标的股票质押给“长安信托”。信托计划运行过程中,因“恒逸石化”股价持续低于优先级保本价,“长安信托”根据优先受益人的指令,解除了股票质押且要求“鼎晖一期”与“鼎晖元博”变现该股票。股票的变现价款由“鼎晖一期”与“鼎晖元博”交给“长安信托”,再由“长安信托”分配给兴业分行(简称“世欣荣和案”)。^④

与在建工程收益权一样,在本案中,股票收益权所指向的经济利益,也是股息以及股票出卖后的对价,且后者占主要部分。“长安信托”对于股票也不享有支配权,而只是对“鼎晖一期”与“鼎晖元博”享有请求权。

^① 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,第170页。

^② “其他”包含采矿权收益权1起、成品油收益权1起、项目收益权1起,在建工程收益权+应收账款收益权1起,另有1起未明确说明具体类型的资产收益权。

^③ 最高人民法院(2015)最高法民二终字第300号民事判决书。

^④ 最高人民法院(2016)最高法民终19号民事判决书。

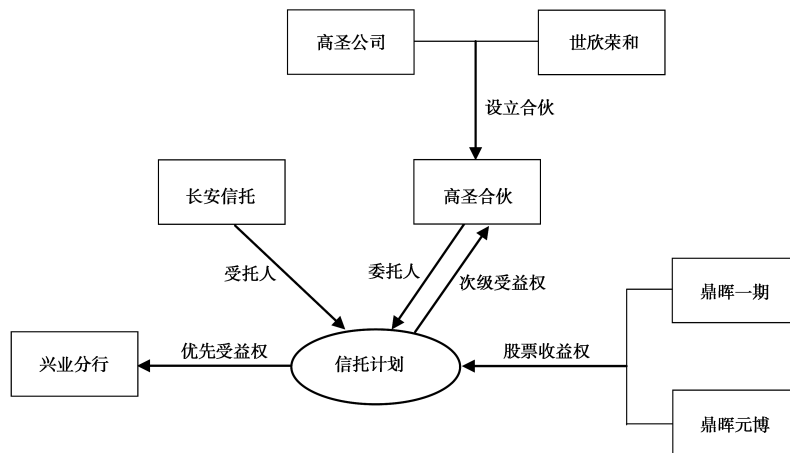


图1 “世欣荣和案”

3. 信贷资产收益权

商业银行发放一笔贷款时,在其资产负债表上会记录一笔应收贷款。由于信贷是资产项下的科目,因而将其称为“信贷资产”。用法律术语来说,“信贷资产”就是金融机构对于借款人的债权。依据“成都分行”(天津银行股份有限公司成都分行)和“杏源春公司”签订的《信贷资产收益权投资合作协议》,“杏源春公司”受让成都分行的信贷资产收益权,且明确约定该信贷资产债务人是“七天酒店”。根据合同,成都分行对于“七天酒店”仍享有债权,成都分行继续以自己的名义通过司法执行程序继续对该笔贷款进行清收。但是,成都分行收取的款项,扣除有关成本后应归“杏源春公司”所有。^①

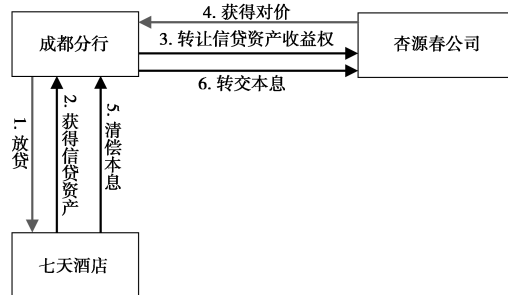


图2 “杏源春公司案”

可见,在信贷资产收益权转让中,信贷资产(债权)本身没有被转让,因而它区别于债权让与。受让人享有的是一个转付请求权,即向转让人主张其收取的债权本息。

(二) 资产收益权的权利内容与法律性质

上述三种资产收益权的权利内容存在共性:资产收益权所指向的经济利益都是特定资产的转让价款(股票与在建工程款)款或履行标的(信贷资产),有时也包括特定资产产生的租金、利息等法定孳息。在样本组中,18起裁判未提及资产收益权的内容,其余23起中资产收益权的内容也都与上述内容相同。此外,银行业信贷资产登记流转中心《信贷资产收益权转让业务规则(试行)》第2条也规定,信贷资产收益权是指收益权人获得信贷资产所对应的本金、利息和其他约定款项的权利。

依据支配权/请求权的分析框架,资产收益权虽然基于特定的资产(简称“底层资产”)——如在建

^① 四川省高级人民法院(2015)川执复字第6号执行裁定书。

工程股票——而生,但它不表现为对于该特定资产的支配,相反,它是对于资产收益权让与人,即底层资产所有人的请求权。以“世欣荣和案”为例,在该案中,“长安信托”受让了股票收益权后,其享有的具体权利内容如下:第一,股票的限售期届满后,受让人可以请求转让人将股票全部出售;第二,受让人可请求转让人给付股票的出售所得;第三,从受让人受让股票收益权之日起至股票被全部出售之日,受让人有权向转让人请求这段时间内的股票红利与股息。因此,从性质上看,资产收益权是受让人对于转让人之债权。^① 但与普通债权相比,资产收益权的特殊性是:第一,转让人(债务人)的履行期限非始于合同生效之时,而是他将底层资产转让给第三人之时;第二,债权数额不是由当事人预先确定的,而是与底层资产挂钩,即底层资产的转让对价^②,有时也包括底层资产的法定孳息(租金、股息等)^③;第三,债权的标的物不是底层资产本身,而是底层资产的变价。然而,尽管资产收益权与底层资产联系紧密,但却并非物权或类物权。理由有二:其一,受让人基于资产收益权无法直接支配底层资产,相反,转让人对于底层资产享有完整的所有权;其二,对于底层资产的变价,受让人无优先受偿权。

不过,也有观点认为,资产收益权系将来债权。^④ 将来债权是指签订债权让与或质押合同时尚未存在,但将来有可能发生的债权。实践中常见的将来债权包括以下几类:(1)附始期债权;(2)附停止条件债权;(3)已有基础法律关系,但因欠缺一定事实而尚未发生的债权(继续性合同债权);(4)仅有事实关系而无法律关系存在,且未发生的债权(待缔结的买卖合同中出卖人的债权)。^⑤ 该观点的论证逻辑是:转让人享有底层资产所有权,当他将底层资产转让给第三人时,对第三人享有债权,但是,在转让人将资产收益权转让给受让人时,转让人尚未与第三人签订底层资产转让合同,因此被转让的资产收益权系将来债权(上述第4种将来债权),即“转让人对于第三人享有的将来债权”。^⑥

“债权说”与“将来债权说”是对同一法律现象的不同解释路径。依前者,第三人先将转让价款支付给转让人,转让人再支付给受让人,两个债权都是现实债权^⑦;依后者,受让人受让资产收益权后,待将来债权实现,即订立底层资产转让合同时,第三人直接将转让价款支付给受让人,而不需要以转让人为媒介。采取何种解释路径应结合实践经验来判断。在过程上,两种解释路径的区别体现在,转让价款是由第三人直接支付给受让人抑或是由转让人转付。实践中,后者是通行做法。以信贷资产收益权为例,其流程一般是:信贷资产到期后,第三人先向转让人清偿债权,转让人归集各笔款项之后再转付给受让人。一般来说,第三人不会直接向受让人支付转让价款,受让人也不愿接受第三人清偿。理由

^① 许可:《“股票收益权”的迷思和破解》,载《上海金融》2013年第6期,第95页。实践中也有判决支持该观点。最高人民法院(2017)最高法民终478号民事判决书。

^② 高长久、符望、吴峻雪:《信托法律关系的司法认定——以资产收益权信托的纠纷与困境为例》,载《证券法苑》2014年第2期,第97页。但是也存在例外。在个别案例中,交易双方会约定一个预期收益,虽然该预期收益首先来源于转让、出租底层资产的收益,但如果预期收益没有实现,转让人有资金补足义务。此时,债权数额其实是预先确定的。上海市高级人民法院(2015)沪高民五商终字12号民事判决书。

^③ 最高人民法院(2017)最高法民终478号民事判决书。

^④ 在学界,该说是主流观点(参见:最高人民法院(2017)最高法民终907号民事判决书)。董庶:《试论信托财产的确定》,载《法律适用》2014年第7期,第80页;张玉海:《收益权信托融资合法性检视——基于“安信信托案”的反思》,载《证券法苑》2015年第4期,第173页。

^⑤ 将来债权的详细介绍参见王文宇:《从资产证券化论将来债权之让与——兼评九十年台上字第一四三八号判决》,载《法令月刊》2002年第10期,第36页。

^⑥ 董庶:《试论信托财产的确定》,载《法律适用》2014年第7期,第77页。

^⑦ 底层资产转让与资产收益权转让系两个不同的法律关系,前者是转让人与第三人间的关系,后者是转让人与受让人间的关系,以资产收益权转让之时为基准,前者具有将来性,但这不足以否认后者的现实性,因为资产收益权据以产生的合同已然存在。正如将来物买卖,合同标的物虽然是将来之物,但基于该买卖合同而生之债权仍然是现实债权。

是:第一,转让资产收益权时,第三人身份尚不确定,转让人无法通知第三人将来向受让人清偿;第二,第三人与受让人之间既无交易关系,也缺乏信任,实践中更愿以转让人为中介;第三,信贷资产收益权中,第三人(债务人)数量众多,受让人更倾向于由转让人将资金归集后统一转付,而且转让人通常是银行等金融机构,相比于受让人,其在债务催收上更具有管理与地域优势。^①此外,从实践经验来看,笔者未看到由受让人直接支付的案例,而转让人转付的案例比比皆是,上述的三个案例即是如此。

(三) 资产收益权与收益权之界分

资产收益权之所以会被误认为是将来债权,有一个重要的原因是:学者们混淆了资产收益权与收益权,从而误将收益权的法律性质套到了资产收益权之上。我国法律体系中有一个与资产收益权相仿的概念——收益权(也称收费权),由于两者在语词上的相似性,不少文献与裁判将两者混为一谈^②,但实际上,两者在制度功能、权利内容与法律性质上迥异。

与作为法律规避手段的资产收益权不同(下文详述),收益权在现行法上是作为新型担保财产而存在的,它的出现是为了缓和“担保财产的稀缺性与融资需求的普遍性”之间的紧张关系。20世纪90年代开始,在“贷款修路、收费还贷”背景下,收益权作为新型担保财产最初被用于公路建设^③,后延伸到了商铺、学生公寓、旅游景区等领域。在实证法上,2000年《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释》首次以司法解释的形式承认了收益权。此后,中国人民银行发布的《应收账款质押登记办法》、中国证券监督管理委员会公布的《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》等规范性文件也相继承认了该概念。

收益权的出现是为了拓宽担保财产的范围,满足企业的融资需求。商业银行放贷时,依法应要求借款人提供担保。因此,商业银行一般偏好贷款给大型重资产企业,因为这类企业可以提供不动产抵押。^④但在我国,由于土地所有制与法律政策的原因,某些不动产的流通受到了限制,从而无法设立抵押。比如,公路因其属于国有资产而不得设立抵押,学生公寓也因属于社会公益设施而不得设立抵押。在商业银行“凡贷必保”情况下,这类企业不易获得银行授信,所以需要依靠不动产收益权(公路收费权、学校公寓收费权)质押来获得融资。此外,实践中还有部分服务型与科技型企业,它们虽然经营状况很好,但却无高价值的不动产,也无大量存货或者原材料,因此无法通过存货质押或浮动抵押来融资。对于这类企业,项目收益权(电影票收益权、特许经营收益权)质押就很有必要。

收益权的权利内容与法律性质不同于资产收益权。在权利内容上,收益权是权利人基于特定资产而享有的、将来可能通过签订合同而获得经济利益的权利,这种经济利益不是出卖特定资产而获得的对价(价值替代物),而是基于特定资产而收取的法定孳息(增值)。例如,公路收费权人所收的费用是通行使用公路而支付的对价,性质上属于法定孳息。在法律性质上,收益权并非现实债权,而是(集合)将来债权。^⑤以公路收费权为例,当收费权人以公路收费权设立质押时,质押财产(公路收费权)是

① 广东省高级人民法院(2018)粤民初38号民事判决书。

② 孟勤国、刘俊红:《论资产收益权的法律性质与风险防范》,载《河北学刊》2014年第4期,第127—129页;张玉海:《收益权信托融资合法性检视——基于“安信信托案”的反思》,载《证券法苑》2015年第4期,第173页。

③ 张大伟:《商业银行开展收费权质押贷款的主要风险与应对建议》,载《清华金融评论》2016年第7期,第74页。

④ 陈浩、唐菲等:《大型银行与小型银行贷款授信偏好差异的比较研究——基于民营和科创企业融资难的实证视角》,载《金融经济》2020年第3期,第41页。

⑤ 王乐兵:《“物权编”与“合同编”体系化视角下的应收账款质押制度重构》,载《法学家》2019年第3期,第99页。

收费权人将来可能从通行处收取的通行费。通行费是基于通行合同所生的债权,但在设立质押时,通行合同尚未成立,因此该债权并非现实债权,而是收费权人对通行人享有的将来债权。

当然,在解释上也可以认为,公路收费权人先与通行人订立通行合同,然后再以该合同项下的债权设立质押。倘若如此,公路收费权的性质就应当是现实债权。但正如上文所述,采取何种解释路径应与实践相印证。如果采取现实债权说,质权成立的时间就是在通行合同成立之后,相较于将来债权说,延后了质权成立的时间,很可能会影响质权人(银行)的优先顺位。依照此说,银行是先放款给收费权人,然后等收费权人开始经营后,再办理质押登记,但这显然与银行“先担保、再放款”的实际做法不符。银行之所以采取收益权质押这种新型的担保方式,是为了将质权的设立时点提早,从而更好地保护自身利益。

综上所述,资产收益权是受让人对转让人享有的、基于底层资产而生的合同债权;该债权的履行期限始于底层资产转让给第三人之时,债权数额一般是底层资产的转让价款,有时也包含了底层资产的法定孳息,具体看合同约定。资产收益权不同于作为担保财产的收益权。由此产生的疑问是:既然资产收益权指向的是底层资产的价值替代物,那么,交易双方为何不直接转让底层资产,而是“多此一举”地构造出一个资产收益权?这一疑问在信贷资产收益权中最为明显。如果交易双方直接转让信贷资产,则受让人可以直接向债务人请求履行,如此不仅节省了中间环节的成本,而且可以防范转让人的破产风险。显然,仅从私法角度看,资产收益权的必要性是不能被合理解释的。第三部分将对此作出分析。

三、资产收益权的成因:法律规避的手段

在资产收益权交易中,双方不直接转让底层资产,而是由转让人继续保有底层资产而转让资产收益权,主要是为了规避法律与监管。本部分仍以在建工程收益权、股票收益权与信贷资产收益权为例,分析其内在机理。

(一) 在建工程收益权的成因

在被称作“资产收益权信托纠纷第一案”的“昆山纯高案”^①中,“昆山纯高”为开发房地产项目与“安信信托”签订了《资产收益财产权信托合同》。“昆山纯高”以在建工程收益权作为信托财产,设立信托计划,并享有受益权。受益权被分为优先受益权与一般受益权,一般受益权由“昆山纯高”享有,优先受益权由“安信信托”发行给公众投资者。“昆山纯高”继续保管、经营与销售在建工程,且以销售所得优先支付优先受益权的本金与收益。此外,为保障债务履行,“昆山纯高”以在建工程收益权所对应的底层资产为安信信托设定抵押。

依合同约定,在建工程收益权是指“获得因对底层资产管理、运用、处分或者其他情形而取得的财产的权利”,而底层资产则是“昆山纯高”所有的国有土地使用权与在建工程。因此,在建工程收益权所指向的收益,主要来源于在建工程的销售所得。本案的经济实质是:“昆山纯高”从“安信信托”处获得融资,以融资款项建设、经营与销售在建工程,而后以销售所得清偿“安信信托”。既然如此,为何

^① 上海市高级人民法院(2013)沪高民五(商)终字第11号民事判决书。

“昆山纯高”不直接向“安信信托”抵押贷款,而是要构造出如此复杂的法律关系?

这是为达到规避房地产行业严格监管的目的所为。根据中国银行保险监督管理委员会《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》,信托公司向房地产开发项目放贷需满足“四证”齐全、开发商或其控股股东具备二级资质等条件,也禁止信托公司以其他方式变相发放信托贷款。而有关报道显示,“昆山纯高”不具有二级资质。^①因此,当事人设计出了资产收益权信托,从形式上看,该信托产品不是向融资者发放贷款,而是投资一款名为资产收益权的产品,从而绕开了监管。^②此外,在上述“东胜三联案”中,转让回购合同的标的物之所以是在建工程收益权,而不是在建工程,也是考虑到建设用地使用权和在建工程在法律上不能直接转让给不具有房地产经营资质的受托人,而且在商业上也会产生高额税费。^③

(二) 股票收益权的成因

股票收益权的交易模式有“转让+回购”模式与非回购模式。前者中,转让人在一定期间后有回购义务,上文的“世欣荣和案”就属于此;后一种模式在实践中也很常见。^④“转让+回购”模式的实质是变相贷款,受让人之真实意图是放贷并赚取利息。之所以采取这种交易形式,是因为它可以使融资方得到融资款项的同时,避免被确认为负债,从而美化资产负债表。这对那些对负债率有特定要求的企业尤为重要。^⑤这种交易形式很常见。实践中就出现过,交易双方为规避借款合同的禁止性规定,以“艺术品转让回购”之名,行资金融通之实。^⑥但问题是,既然双方的实际意图是借贷,为何不直接转让回购股权,而要创设出股票收益权的概念呢?毕竟,股票收益权并不是法定权利,面临着被人民法院认定无效的风险。^⑦

这是由于:首先,对于限制流通股(比如,对于上市公司大股东限售的规定),直接转让可能会导致转让合同无效,从而无法实现资金融通的意图^⑧;其次,出于对公司控制权的需要,股东可能不想转让股权;再次,对于有限责任公司的股权,对外转让需要其他股东放弃优先购买权,程序太过于繁琐;最后,国企转让股权有审计评估、审批备案、公开竞价等程序,急需融资的国企无法忍受这么长的时间跨度。诚然,在“转让+回购”模式下,受让方最终意图不是获得股权,即使股权因各种法律限制而无法变动,但只要转让方依约支付回购款,受让方的利益也不受影响。既然如此,何必设计出股权收益权的交易结构呢?这是因为,股权转让的各种法律限制不仅会导致股权无法变动,而且可能会使股权转让合同因违反强制性规定而无效^⑨,一旦如此,转让方的融资意图也将落空。

① 邹靓:《昆山纯高反诉 财务顾问费陷迷局》,载《上海证券报》2013年6月20日,第F11版。

② 这一问题的详细分析参见戚云辉:《信托创新的法律风险及其规避——以安信信托与昆山纯高信托纠纷为例》,载《金融法苑》2013年第2期,第164—167页。

③ 缪因知:《资产收益权信托之法定性的三维度》,载《南京大学法律评论》2019年第2期,第168页。

④ 浙江省高级人民法院(2017)浙民初22号民事判决书;重庆市高级人民法院(2014)渝高法民初字第00045号民事判决书。

⑤ 雷继平、余学文:《“收益权”的法律性质分析——信托原理解释之路径》,载《金融法苑》2019年第99辑,第47页。

⑥ 江西省南昌市东湖区人民法院(2019)赣0102民初6776号民事判决书。该判决认为,艺术品转让回购合同名为回购,实为借款。

⑦ 有实务观点认为,资产收益权系双方当事人虚拟的不存在的标的物,应认定合同无效。参见最高人民法院民事审判第二庭:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第470页。

⑧ 不少案例中,正是因为案涉股权是限售流通股,当事人才创设出“股权收益权”这一概念。参见浙江省高级人民法院(2017)浙民初22号民事判决书;最高人民法院(2016)最高法民终19号民事判决书。

⑨ 上述限制股权转让的法律法规未必是效力性强制性规定,但从交易者视角来看,由于他无法预料到一旦诉诸人民法院,人民法院会如何认定上述法律规定的性质,因而出于保险起见,认为最好在交易之时就消弭该风险。

此外,选择转让股票收益权也有规避商业风险的考虑。即使目标股票可以自由转让,但在受让人持有股票期间,受让人可能被迫承担股东责任。比如,原股东未履行出资义务时,知情的受让人应该承担补足出资的责任^①;又如,如果该公司破产,受让人作为股东,其清偿顺序将劣后于债权人,但如果受让人受让的是资产收益权(债权),则不会面临这一风险。

随之而来的问题是,如果股权转让面临法律限制,那么为何不通过转让回购一个具体的实物(比如,艺术品)的方式来实现变相贷款呢?这与股票收益权的交易模式有关。在“转让+固定价格回购”的模式下,交易标的是股票收益权或艺术品,对双方影响不大。甚至,交易标的是艺术品时,合同被认定无效的风险更小。但在“转让+非固定价格回购”的模式下,回购金额与股票市场价,以及股息是挂钩的^②,这时,股票市场价起到了锚定回购金额的功能。此外,在非回购模式下,受让人享有的是向转让人主张“出售股票所获得的对价”的债权。上述两种情况下,受让人都是在投资股票(而非借贷)。

(三) 信贷资产收益权的成因

信贷资产收益权的产生过程,是一个“金融从业者与监管者不断博弈”的过程。当监管者将“信贷资产直接转让”模式纳入监管后,金融从业者则设计出“信贷资产收益权转让”模式来规避监管。具体说来:

“信贷资产直接转让”模式的交易结构是:当商业银行因发放贷款而拥有信贷资产后,以该信贷资产设立自益信托,商业银行将获得的受益权交由信托公司拆分转让后,由投资者认购受益份额;投资人的认购价款是商业银行转让信贷资产的对价,而信贷资产到期之后,企业还本付息,该笔资金流向投资者。^③ 如图 3 所示:

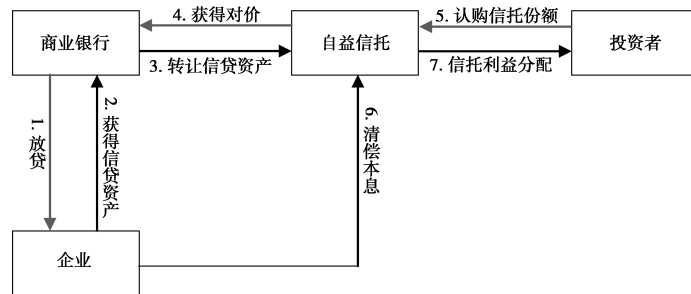


图 3 “信贷资产直接转让”模式

“信贷资产收益权转让”模式是在此基础上发展而来。两者最大的区别是,转让标的变成了信贷资产收益权。其交易结构是:投资者设立资金信托获得信托受益权,商业银行保留信贷资产,仅将信贷资产收益权转让给信托公司。由于信贷资产仍归商业银行所有,因此,债务到期后企业向商业银行履行,商业银行再转交给信托公司(第 7 步)。^④ 由此可见,所谓信贷资产收益权,与股票收益权一样,其内容是:当转让人收取底层资产的价值替代物后,再将之转交给受让人。如下图所示:

^① 参见《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》第 18 条。不过,《九民纪要》第 89 条第 2 款规定,如果信托公司取得股权的目的是用于增信或者担保,那么信托公司持有股权构成让与担保,如此可免于承担股东责任。但在实践中,也有判决认为在明股实债纠纷中,信托公司应当承担股东责任。参见浙江省湖州市吴兴区人民法院(2016)浙 0502 民初 1671 号民事判决书。

^② 参见最高人民法院(2016)最高法民终 233 号民事判决书。该判决认为:该回购交易不构成“名为买卖,实为借贷”,因为信托公司的收益不是固定收益。

^③ 严婉怡:《信贷资产受(收)益权的内涵、发展及监管》,载《金融法苑》2018 年第 97 辑,第 147 页。

^④ 严婉怡:《信贷资产受(收)益权的内涵、发展及监管》,载《金融法苑》2018 年第 97 辑,第 147 页。

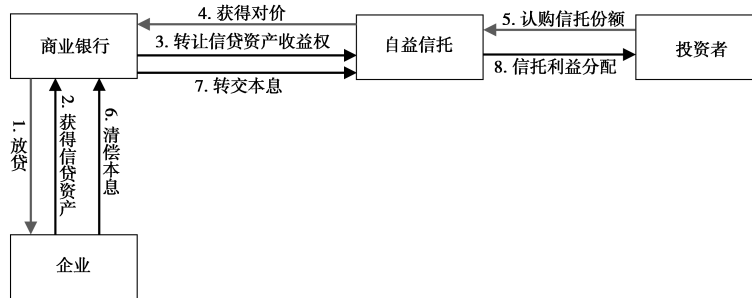


图4 “信贷资产收益权转让”模式

从经济实质上看,商业银行都是通过转让信贷资产获得融资,那么,为何不采取交易结构更简单的“信贷资产直接转让”模式呢?这也和规避监管有关。银监发[2009]113号文规定,信贷资产转让应满足真实性原则,只有风险完全移转给受让方时,才可以将信贷资产移出资产负债表;此外,信贷资产应手续齐全,及时向监管机构报送相关数据。银监发[2010]72号文规定,包括受让信贷资产在内的融资类业务不得高于银信理财合作业务余额的30%。银监发[2010]102号文进一步要求,信贷资产转让应遵循真实性、整体性与洁净转让的原则,在程序要求上也更为严格。^①

上述监管要求增加了信贷资产转让的成本。而且在“信贷资产直接转让”模式中,商业银行往往是以银行理财资金购买自身的信贷资产,以实现信贷资产出表,为后续的放贷腾出更多的额度。^②然而,随着113、102号文实施了更严格的监管,这种操作手法已不再可能。因此,商业银行设计出了“信贷资产收益权转让”模式。该模式下,信贷资产收益权转让不受上述监管规范的限制,而且也可以实现融资。除此之外,“信贷资产收益权转让”模式还有如下优势:一是对于限制流通的资产,在底层资产不转让的情况下实现现金流;二是规避债权转让所需要的登记、备案等要求。

除了上述三种模式外,实践中的资产收益权还有债券收益权、应收账款收益权、票据收益权等,它们也是为了规避法律或监管而产生的。比如,在“南昌农商行案”中,当事人创设出债券收益权,是基于以下考虑:第一,南昌农商行(债券收益权受让人)没有私募债合格的主体资格,无法直接购买私募债;第二,购买资管计划收益权占用的是银行的投资额度而非信贷额度,且资管计划收益权的税率及风险资本计提较低,可以减少风险资本计提,缓释资本充足率的压力。^③而在票据收益权资产证券化中,之所以选择票据收益权作为基础资产,而非票据本身,是为了规避“票据转让应具有真实交易关系与债权债务关系”的限制。^④

综上所述,“资产收益权”的概念是基于规避法律或监管的意图而被创设出来的。更确切地说,交易双方的本意是转让底层资产,但由于其直接转让的交易成本过高,所以才创设出资产收益权,以使得在底层资产权属不变的情况下,受让人可以获得其替代性价值,从而节约了交易成本。这里的交易成

^① 比如,重新签订借贷协议,须经保证人同意、转入方进行贷后管理、转入转出衔接一致。

^② 从经济实质来看,仍然是商业银行将理财资金投向企业,不过在表面上调整了交易顺序,即将用资金购买信贷资产,转变为信贷资产转让获得资金。本质上,仍然是商业银行承担企业的信用风险。参见严婉怡:《信贷资产受(收)益权的内涵、发展及监管》,载《金融法苑》2018年第97辑,第147—150页。

^③ 最高人民法院(2016)最高法民终215号民事判决书。除了上述理由外,创设“债权收益权”,还可以达到以下效果:一是规避债权转让中“通知债务人”这一程序性要求;二是规避国有金融机构、国有企业债权转让原则上应采取公开处置的程序。岳文、郑贺娟:《逻辑与经验:债权收益权转让的合理性与风险性化解》,载《兰州学刊》2019年第12期,第106页。

^④ 刘江伟:《票据收益权资产证券化的法律风险及政策建议》,载《上海金融》2017年第10期,第83页。

本包含两方面:其一,底层资产因法律法规而被禁止转让,径行转让可能会导致合同无效。限制流通股的股票收益权、债券收益权以及票据收益权是其例证。其二,底层资产虽然可以转让,但需满足特定的实体或程序性要件,或转让会给转让人带来不利后果(丧失公司控制权、交易税费等)。信贷资产收益权、国有企业的股票收益权、在建工程收益权都是其例证。

四、资产收益权转让:徒有其表的权利让与

资产收益权交易包括资产收益权信托、资产收益权转让、资产收益权转让回购等模式,这些交易模式的基本单元都是资产收益权转让。因此,识别资产收益权转让行为的性质,是正确理解资产收益权交易的基础。

(一) 资产收益权转让行为:处分行为或负担行为

负担行为是指,使一方相对于他方承担一定给付义务的法律行为,处分行为是指直接产生权利转移、权利内容变更、权利废止、权利被设定负担等效果的法律行为。^① 两者的区别至少表现为两方面:第一,在构成要件上,由于处分行为会产生对世效力,因此以公示为生效或对抗要件,而负担行为一般自成立时生效;第二,在法律效果上,负担行为虽然给权利人创设了请求权,但权利人不会直接取得标的物的支配权,但是,处分行为会直接产生权利变动的效果,权利人可以直接取得标的物的支配权,从而对抗第三人。

既然资产收益权性质上属于债权,那么资产收益权转让行为是否系债权转让?若是如此,资产收益权转让行为可以解构为负担行为与处分行为,负担行为自双方签订转让合同时生效,处分行为自通知债务人时生效。^② 在“南昌农村商业银行股份有限公司、内蒙古银行股份有限公司合同纠纷案”中,人民法院就持该观点,且认为资产收益权转让应当参考债权让与的相关原理。^③

笔者并不赞成该观点。债权让与的客体是既存的债权,让与人将其对债务人享有的债权让与给受让人,债权让与关系包含三方当事人。而在资产收益权转让中,转让人不享有对其他人的债权,其转让的是自己对于自己的“债权”,整个交易只包含让与人与受让人双方当事人。详言之,在转让前,资产收益权并不是债权,资产收益权转让虽然名为转让,但实际上却是债权设立行为,受让人通过转让合同所取得的是对于转让人的债权,而不是对于第三人的债权。转让人为受让人设立了债权(资产收益权)之后,受让人可以向转让人主张底层资产的转让对价。在债权让与前,转让人对于第三人已经享有债权;在资产收益权转让前,资产收益权实际上是不存在的,它没有对应的权利人与义务人。只有在资产收益权转让合同生效后,作为债权的资产收益权才被创设出来。因此,准确地说,所谓资产收益权转让,实际上是“资产收益权的设立”。

债权设立行为是典型的负担行为。因此,在构成要件上,资产收益权转让在合同订立时即生效,而无须实施公示行为。在上述裁判中,交易当事人在订立合同后也没有实施登记、通知等行为,这也印证

^① 朱庆育:《民法总论》,北京大学出版社2016年版,第153—159页。

^② 李永军、易军:《合同法》,中国法制出版社2009年版,第338页。也有学者认为,债权让与行为在让与合同订立时生效。但考虑到处分行为之生效一般伴随着公示手段,而通知债务人在一定程度上可以起到公示作用,因此,笔者认为,债权让与行为之生效要件是通知债务人。

^③ 最高人民法院(2016)最高法民终215号民事判决书。此外,也有其他裁判支持该观点。参见最高人民法院(2017)最高法民终478号民事判决书。

了这一结论。在法律效果上,由于受让人对于转让人享有的权利只是债权,其与转让人的其他无担保债权人处于平等地位,一旦转让人的底层资产被强制执行或者转让人擅自挪用底层资产的转让价款,受让人只得对其主张违约责任,而无法追及第三人。^①在这点上,资产收益权转让有别于收益权质押,后者是典型的处分行为。在收益权质押中,出质人原本即享有将来债权,出质行为是既有的将来债权之变动。^②因此,收益权质押需经登记才能生效,且质权人就收益权享有优先受偿权。

(二) 资产收益权转让行为的法律效果及其商业应对

资产收益权转让是负担行为,受让人无法取得对世效力,从而面临着以下风险:第一,转让底层资产前,由于受让人对于底层资产不享有物权性权利,因此,当转让人或第三人实施减损底层资产价值的行为(如低价转让底层资产、侵害底层资产等)时,受让人无权阻止;第二,转让底层资产前,转让人破产或者被强制执行时,受让人无法就底层资产的变价优先受偿;第三,转让底层资产后,受让人对于该转让价款也没有优先权,转让人破产或者被强制执行时,受让人也与其他无担保债权人平等受偿。

为防范上述风险,实践中的普遍做法是:转让人在将资产收益权转让给受让人的同时,将底层资产抵押或质押给受让人。通过在底层资产上设立担保物权,受让人既可以防范减损底层资产价值的行为,也可以在转让人破产或被强制执行时就底层资产的变价优先受偿。而且相较于直接转让,在底层资产上设立担保物权所面临的法律或监管上的制约更少,经济上较为可行。在41起裁判中,有31起的当事人都在底层资产上设立了担保物权。

一般来说,资产收益权转让是处分行为或负担行为,最多只是影响受让人的利益结构,而不会影响合同效力。例言之,合同名为“资产收益权转让”,实际只能起到设立债权的效果,但资产收益权转让合同不会因此无效,只是应根据约定的权利义务内容确定合同类型,而不能根据合同名称将之定性为债权让与。^③但是,资产收益权信托是例外。需要说明的是,实务中所谓的“资产收益权信托”包括两种类型:其一,信托公司通过设立集合资金信托,以信托资金受让资产收益权;其二,融资方以资产收益权作为信托财产设立信托。信托当事人之间的关系才可能构成信托关系,而受托人在资金运用端和第三人建立的法律关系属于外部关系,因此,后者才是严格意义上的资产收益权信托。本文也只探讨后者。实践中,第一种类型占大多数,而第二种较少,笔者目力所及的范围内,仅上述“昆山纯高案”一起。

在“昆山纯高案”中,“昆山纯高”以资产收益权为信托财产设立信托,依《中华人民共和国信托法》(以简称《信托法》)第2条,设立信托时,“昆山纯高”应将资产收益权委托给“安信信托”。该“委托”行为性质属于处分行为。理由在于:信托的本质是使信托财产独立于委托人、受托人与受益人,在意定信托中,委托人将拟设立信托的财产做特殊处理,使之独立于委托人的一般责任财产(类似于用自己的特定财产设立担保物权)。这种使信托财产从委托人的责任财产中隔离出去的行为是处分行为。而且从立法背景看,《信托法》制订时参考的各国与地区的立法例均强调信托财产之移转,而财产移转又是与处分行为相挂钩的。^④一方面,设立信托时,必须要对信托财产实施处分行为;另一方面,资产收益权转让实际上却是负担行为。这一抵牾使得资产收益权无法用来设立信托。当委托人将资产收益

^① 深圳前海合作区人民法院(2019)粤0391民初3335号民事判决书。

^② 这里需要将将来债权理解为一个既存的权利。相对于现实债权,将来债权具有将来性;但是,如果我们改变视角,将将来债权理解为一种将来性利益,而将之整体打包,那么当下这种将来利益也可以视为一种既存的将来利益,从而可以被处分。既存与将来没办法截然区分,关键看视角的不同。债权相对于物权,也是一种将来性利益,但不妨其作为处分行为之客体。

^③ 参见《最高人民法院关于经济合同的名称与内容不一致时如何确定管辖权问题的批复》第1条。

^④ 赵廉慧:《信托法解释论》,中国法制出版社2015年版,第46页。

权委托给受托人后,受托人仅对委托人享有债权,一旦委托人破产,底层资产只能作为破产财产由委托人的一般债权人平等分配,受托人的资产收益权(债权)不能对底层资产或其价值替代物产生排他效力。由此,通过转让资产收益权设立的“信托”无法实现信托制度的最重要的功能——风险隔离,因而不是真正的信托。

在“昆山纯高案”中,双方是通过设定抵押权来变相解决这一问题的。在资产收益权信托中,受托人的目的:委托人将底层资产转让给第三人后,受托人对该价款享有排他性权利。通过在底层资产上设立抵押权,受让人能够享有对底层资产及其价值替代物的优先受偿权,间接地达到了类似处分行为的效果。^① 资产收益权辅以抵押权,起到了类似物上之债的效果,同时,又避免了底层资产不能过户、过户不经济的问题。^② 尽管当事人通过交易结构的设计达到了风险隔离的效果,但必须指出,在法律关系上,案涉交易不是信托关系。不论是资产收益权或底层资产,都不是信托财产。资产收益权因无法被处分,而不能作为信托财产,自不待言;底层资产自始归委托人所有,也不是信托财产。

关于资产收益权信托的效力问题,学界多有争议。但不论赞成者或反对者,均多从信托财产的确定性入手,认为资产收益权不是法定的权利形态^③,且作为一种未实现的期待利益,事实上无法独立于委托人而存在,因此,不能满足信托财产独立性和确定性的要求^④;而且认为,资产收益权可以嗣后以一定的方法和标准予以确定,从而满足信托财产确定性的条件。^⑤ 其实,既然资产收益权无法处分,那么,自然无法以之设立信托,资产收益权的确定性等后续问题也无讨论之必要。虽然在“昆山纯高案”中,人民法院最后判决了案涉法律关系是营业信托关系,且成立生效,但这主要是因为主审法官出于保护公众投资者而做的权衡之策^⑥,且不少学者与实务人士对此持不同态度。^⑦

五、资产收益权转让回购合同的裁判分歧与应然路径

在各类资产收益权交易中,最常见者属资产收益权转让回购。在样本组中,转让回购型交易有 30 起,转让型交易有 11 起,前者占 73.2%。资产收益权转让回购在实践中会面临转让回购合同的性质、效力等争议性法律问题。本部分将梳理这些问题的裁判观点,并分析应然的裁判路径。

(一) 资产收益权转让回购合同的裁判分歧

1. 资产收益权转让回购合同定性的分歧

资产收益权转让回购合同(以下简称“转让回购合同”)的基本内容是:转让人(底层资产所有人)将资产收益权转让给受让人,受让人支付对价,转让人在一定期间后有回购该资产收益权的义务。一般来说,回购价款有一定的溢价。

^① 在票据收益权资产证券化里,原始权益人通过将票据收益权转让给 SPV,同时以票据设立质押,也实际上起到了让与票据的效果。参见刘江伟:《票据收益权资产证券化的法律风险及政策建议》,载《上海金融》2017 年第 10 期,第 83 页。

^② 张笑滔:《非典型物权类型松绑的功能分析——以昆山纯高案为例》,载《政法论坛》2016 年第 6 期,第 80—81 页。

^③ 周小明:《信托制度:法理与实务》,中国法制出版社 2012 年版,第 134 页。

^④ 戚云辉:《信托创新的法律风险及其规避——以安信信托与昆山纯高信托纠纷为例》,载《金融法苑》2013 年第 2 期,第 171 页。

^⑤ 胡伟:《反思与完善:资产收益权信托之检视——兼析安信信托“昆山纯高”案》,载《华北金融》2013 年第 8 期,第 17 页。

^⑥ 高长久、符望、吴峻雪:《信托法律关系的司法认定——以资产收益权信托的纠纷与困境为例》,载《证券法苑》2014 年第 2 期,第 101—102 页。该文三位作者是“昆山纯高案”一审主审法官。

^⑦ 陈敦、张航:《特定资产收益权信托纠纷的司法认定——安信信托与昆山纯高案评析》,载《东南学术》2017 年第 4 期,第 161 页;董庶:《试论信托财产的确立》,载《法律适用》2014 年第 7 期,第 80 页。

表2 资产收益权转让回购合同的定性

| 合同性质 | 借款合同 | | 无名合同 | 营业信托合同 | 未定性 | |
|------|------|------|------|--------|------|----------|
| | 民间借贷 | 金融借贷 | | | 态度不明 | 但否认是借款合同 |
| 裁判数量 | 9 | 2 | 5 | 3 | 8 | 3 |

在30起转让回购的案例中,人民法院在合同定性上态度不一。定性为借款合同的裁判有11起,定性为无名合同但准用借款合同规则的裁判有5份,定性为营业信托合同的有3份,未对合同作出定性的裁判有11份。其中,在定性为借款合同的11份裁判中,有9份认为该合同属于民间借贷,有两份认为属于金融借贷;在未对合同作出定性的11份裁判中,有3份明确否认该合同属于借款合同,另外8份则态度不明。由上表可知,除去态度不明的裁判外,大部分裁判(72.7%)要么将转让回购合同定性为借款合同,要么认为虽不是借款合同,但可参照适用借款合同的相关规范。

定性为借款合同的主要理由是:受让人的缔约目的不是为了取得特定资产收益权,而是为了收回转让款本金及获得固定收益,由于转让人在约定时间有以固定价格购资产收益权的义务,因此受让人不实际承担特定资产收益权项下的任何风险;而且,为确保受让人的利益,转让人一般会以底层资产担保回购义务,或提供其他的增信措施。^① 定性为无名合同的裁判也持大致相同的理由,只不过由于转让回购合同与典型借款合同在规范构造上有别,因此系无名合同,但可准用借款合同的规则。

定性为营业信托合同的主要理由是:受让人(信托公司)受让资产收益权的行为是经营信托资金的行为,符合“买入返售”的信托资金管理模式,因此,该合同是营业信托合同。^② 而且,在个别案件中,转让回购合同会约定,在受让人取得资产收益权期间,底层资产产生的收益归信托公司所有,因此,受托人的收益不是固定收益,回购价格仅是最低收益,这有别于借款合同。^③

2. 资产收益权转让回购合同效力的分歧

根据《九民纪要》第89条,如果合同约定由转让方在一定期间后以交易本金加上溢价款等固定价款无条件回购资产收益权的,无论该资产收益权是否真实存在、是否实际交付或者过户,只要合同不存在法定无效事由,受让方应按照约定承担回购义务或违约责任。可见,该条没有一律肯定转让回购合同的效力,只表明转让回购合同不会因资产收益权的原因而无效,但是,转让回购合同仍可能因其他事由而无效。从司法实践来看,虽然大部分裁判都倾向于认可转让回购合同的效力,但仍有部分判决认定其无效。比如,在“网信证券有限责任公司、广东中汽租赁有限公司等合同纠纷案”中,人民法院就认定案涉应收账款收益权转让回购合同无效。理由有二:一是,合同双方的真实意图是获取贷款,而非应收账款收益权的转让与回购,该转让回购合同系双方的通谋虚伪表示,应认定合同无效;二是,转让回购合同违反了法律强制性规定与金融安全、市场秩序领域内的公序良俗,损害社会公共利益,应认定合同无效。^④

可见,在司法实务中对于转让回购合同的效力是存在争议的,认为合同无效的主要理由如下:第一,转让回购合同的经济实质是借款关系,转让回购合同系通谋虚伪表示而无效^⑤;第二,如第三部分所述,当事人通过转让回购合同来实现借款意图,是为了规避法律,这可能导致转让回购合同因违法而

① 最高人民法院(2018)最高法民申4165号民事裁定书。

② 新疆维吾尔自治区高级人民法院(2017)新民初1号民事判决书。

③ 最高人民法院(2016)最高法民终233号民事判决书。

④ 辽宁省沈阳市沈河区人民法院(2021)辽0103民初7605号民事判决书。

⑤ 最高人民法院民事审判第二庭:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第471页。

无效。

(二) 资产收益权转让回购合同裁判的应然路径

1. 穿透性思维的裁判路径选择

穿透性裁判思维的理论依据是“实质重于形式原则”。事物的形式与实质有时存在着分离。原属于某种性质的事物,却采用了另一种事物的表现形式,这种形式与实质的分离被称为“性质上的分离”;原属于不法的事物,却采用了合法的表现形式,这种形式与实质的分离被称为“适法性上的分离”。^①同一事物可能存在不同的表现形式,如果根据形式来裁判,会违背“对相同性质的事物作相同处理”的平等原则,这不仅会造成法律效果的不确定性,而且也给法律规避行为提供了可能性,背离了立法的规范目的。因此,对于合同关系的认定与法律适用,应当透过当事人约定的权利义务表象,探究合同关系的实质。

《九民纪要》是穿透式裁判思维的法律依据。其引言部分规定,应当通过穿透式审判思维,查明当事人的真实意思,探求真实法律关系。这里的“真实法律关系”是由交易的经济实质/经济功能所决定的,而非由当事人的合同条款所约定的。实际上,这种思维方式在我国立法上已有体现。《民法典》第 388 条确立了“实质担保观”,将其“其他具有担保功能的合同”与抵押、质押合同并列,纳入了担保合同的范围。《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》第 1 条进一步规定,所有权保留、融资租赁、保理等涉及担保功能发生的纠纷,适用本解释的有关规定。将所有权保留、融资租赁等交易认定为担保关系,其标准就是交易的经济功能,而非当事人的主观意图(即约定的权利义务关系)。^②转让回购合同正是以“转让回购”的表象来掩盖其借款的实质,因此,对于转让回购合同的定性、效力认定、法律适用等问题,也应当采取穿透性的裁判路径。

2. 资产收益权转让回购合同的定性

关于转让回购合同的性质,有借款合同、无名合同与营业信托合同三种观点。首先应明确的是,转让回购合同是信托公司与外部第三人的合同关系,不属于营业信托合同。信托合同关系是委托人、受托人和受益人之间的关系。而受托人管理信托财产的过程中所产生的各种法律关系(贷款或投资)是受托人与外部第三人的法律关系,不构成信托关系。^③《九民纪要》第 89 条规定,信托公司以信托资金受让特定资产收益权,属于信托公司的资金运用行为,由此引发的纠纷不应当认定为营业信托纠纷。

判决转让回购合同是否是借款关系,关键看受让人是否会承担投资风险。^④转让回购合同有“转让+确定价格回购”与“转让+非确定价格回购”两种模式。就后者而言,受让人会面临本金损失的风险,所以其经济实质是投资关系。典型的情形是,在股权收益权转让回购交易中,如果回购价款与股票价格挂钩,而股票价格又是波动的,那这时往往就不会被认定为借款关系。^⑤就前者而言,其经济实质是借款关系。理由在于:

首先,在“转让+确定价格回购”模式下,受让人不会承担本金损失的风险,受让人所追求的是溢价收益,而转让人追求的是一定期限内的资金使用权。其次,为确保回购义务的履行,转让人往往会提供

^① 叶林、吴焱:《金融市场的“穿透式”监管论纲》,载《法学》2017 年第 12 期,第 15 页。

^② 谢鸿飞:《〈民法典〉实质担保观的规则适用与冲突化解》,载《法学》2020 年第 9 期,第 9 页。

^③ 赵廉慧:《信托财产确定性和信托的效力——简评欣世荣和诉长安信托案》,载《交大法学》2018 年第 2 期,第 171 页。

^④ 最高人民法院(2017)最高法民终 907 号民事判决书。

^⑤ 重庆市高级人民法院(2014)渝高法民初字第 00045 号民事判决书。

担保等增信措施。^①再次,在商业实践中,合同一般会约定转让价款的特定用途^②,这也符合指定用途贷款的特征。最后,在很多时候,受让人(信托公司)是先与转让人签订转让回购合同,然后才设立集合资金信托计划募集资金,且双方往往约定,实际受让价款以信托计划实际募集的资金为准^③,这也印证了双方真实意图是借款。

依据穿透性裁判思维,既然“转让+确定价格回购”模式的经济实质是借款关系,那么,其应当被定性为借款合同。但也有裁判认为,尽管转让回购合同的经济实质是借款关系,但其内容、履行方式与借款合同的定义不同,因此它不是借款关系^④;更有裁判认为,转让回购合同不能准用借款合同的规定。^⑤笔者认为,依据穿透式裁判思维,既然转让回购合同的经济实质是借款合同,那么,其应准用借款合同的规定。至于其属于借款合同抑或适用借款合同规定的无名合同,不是问题之关键。合同定性是为了解决法律适用的问题,而上述两种选择不会导致法律效果的差异。事实上,从经济实质来看,借款合同说固然合理,但从权利义务关系的角度看,无名合同说也有其道理。这就如同,融资租赁合同的实质也是担保借款,但其在法律性质上仍是独立的合同类型。

《九民纪要》(征求意见稿)第92条曾规定,“特定资产或资产收益权转让+固定价格回购”的交易模式应直接认定为金融借款,但正式稿对是否成立借款关系没作表态。这并不代表起草者否认了转让回购合同的借款合同性质。而是因为,这类交易不仅可能是借款关系,也可能是让与担保等其他关系。然而,需要说明的是,当转让标的是资产收益权时,该交易不可能构成让与担保。如上文所述,转让资产收益权是负担行为,受让人对于资产收益权所指向的经济利益(底层资产的出售所得)不享有优先效力,所以转让资产收益权起不到担保的效果。上述所说的“可能构成让与担保”,主要是针对特定资产的转让回购交易。在《九民纪要》第89条第1款的表述中,转让与回购的标的物包括资产与资产收益权,对前者来说,其转让可能构成让与担保,而后者则不可能。这一观点也可从该条第2款得到印证。第2款是关于让与担保的规定,该款所规定的交易标的只有股权,而无股权收益权。

3. 资产收益权转让回购合同的效力

(1) 转让回购合同:通谋虚伪表示抑或脱法行为

通谋虚伪表示是指当事人在作出意思表示时一致认为该表示内容不应产生法律拘束力,因此,通谋虚伪表示因欠缺真实意思表示而无效。实施通谋虚伪表示往往是为了欺瞒第三人或蒙蔽公权力监管^⑥,从而为真实意图(隐藏行为)提供掩护,所以通谋虚伪表示往往与隐藏行为相伴而生。通谋虚伪表示的一大特征是:“当事人一致同意,所表示事项不应该发生意思表示所指向的法律效果;他们不希望虚假合同实现,其目的只是掩盖某个真实的交易。”^⑦以此而论,转让回购合同显然非通谋虚伪表示。因为在转让回购交易中,双方的意图是通过转让回购之形式,实现借贷之实质,因此,转让回购合同是实现借款意图之手段,双方愿意其实现。

脱法行为,又称为“法律规避行为”,是指当事人用不直接违反禁止性规定的手段,实现相同的法

① 上海市高级人民法院(2019)沪民终441号民事判决书。

② 天津市高级人民法院(2016)津民初76号民事判决书。

③ 重庆市高级人民法院(2015)渝高法民初字第00087号民事判决书。

④ 云南省高级人民法院(2017)云民初74号民事判决书。

⑤ 北京市高级人民法院(2017)京民初12号民事判决书。

⑥ [德]卡尔·拉伦茨:《德国民法通论(下册)》,王晓晔等译,法律出版社2003年版,第497页。

⑦ 王军:《法律规避行为及其裁判方法》,载《中外法学》2015年第3期,第635页。

律或经济效果的行为。^① 脱法行为本质上也是违反强制性规定的法律行为,只不过它采取了迂回的方式,而不是直接违法。在脱法行为中,当事人构造了一种新的法律事实,从而建立新的法律规则的适用条件,使新规则的效力抵销原法律状态下的不利后果。^② 这也正是脱法行为与通谋虚伪表示的区别:通谋虚伪表示中,当事人不愿意让法律行为发生效力;而在脱法行为中,当事人愿意让法律行为发生效力,因为只在其有效的情况下,才能实现当事人追求的结果。^③ 在转让回购合同中,当事人本意是借贷,但为了规避法律,双方才“多此一举”地采用了转让回购合同的形式,这正符合脱法行为之构成。

(2) 脱法行为的效力判定

立法上不存在关于脱法行为效力判定的专门规范。脱法行为是否有效,取决于被规避的法律规范性质及其适用范围。如果该法律规范是法律、行政法规的效力性强制性规范,且脱法行为在该法律规范的射程范围之内,则脱法行为无效。而判断脱法行为是否在该法律规范的射程范围之内,则是法律解释的问题。^④ 脱法行为与直接违反法律的行为只存在形式上的区别,两者实质上是相同的,因此,依据穿透性裁判思维,两者应同等对待。既然直接违反特定法律规范的行为在该法律规范的射程范围之内,那么间接规避特定法律规范的行为(脱法行为)也应在其射程范围之内。

在解释论上,脱法行为效力判定的法律依据是《民法典》第153条。根据该条,违反法律、行政法规效力性强制性规定的民事法律行为才无效。因此,转让回购合同的效力如何,还取决于所规避的法律规范的性质。正如第三部分所述,资产收益权的成因是规避法律,在不同的资产收益权交易中,其规避的法律规范的性质也不相同,因此,转让回购合同的效力判定应当视具体情况而定。在大多数情况下,转让回购合同规避的法律规范在效力层级上低于法律与行政法规,所以它不会因违反而无效。比如,信贷资产收益权交易主要是为了美化资产负债表、规避信贷资产转让的财务要求、备案程序等监管规范,而这些监管规范来源于银监会的部门规范性文件,在效力层级上低于法律与行政法规。又如,在建工程收益权交易主要是为了规避房地产行业关于放贷条件的监管规范,而这些规范来源于银监办下发的《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》和银监会公布的《信托公司管理办法》等规范性文件,它们在效力层级上也低于法律与行政法规。当然,转让回购合同有时也会规避法律与行政法规。在“网信证券有限责任公司、广东中汽租赁有限公司等合同纠纷案”中,“网信证券”与“广东中汽”以“应收账款收益权转让回购合同”之名行借贷之实,违反了《中华人民共和国证券法》第120条关于证券公司经营范围的强制性规定,被人民法院认定无效。^⑤

根据《九民纪要》第31条,即使合同只违反了规章,但如果该规章内容涉及金融安全、市场秩序等公序良俗的,仍应认定合同无效。因此,即使转让回购合同所规避的法律规范不是法律或行政法规,仍应审查该合同是否违背了金融领域的公序良俗。不过,如果让监管规范过度向合同效力领域渗透,导致的危害将比承认合同效力造成金融市场秩序的损害更甚。因此,认定转让回购合同因违背公序良俗而无效时,应谨慎考量。首先,应确定监管规范保护的法益,其次,应分析合同无效的认定是否有助于该法益之实现,最后,“运用比例原则权衡是否可以通过其他成本更小的方式实现该目标,若全方位衡

① 梁慧星:《中国民法典草案建议稿附理由:总则篇》,法律出版社2004年版,第147页。

② [法]雅克·盖斯坦、吉勒·古博:《法国民法总论》,陈鹏等译,法律出版社2004年版,第749页。

③ Singer (Fn. 32), § 117 Rn. 10. 转引自杨代雄:《恶意串通行为的立法取舍——以恶意串通、脱法行为与通谋虚伪表示的关系为视角》,载《比较法研究》2014年第4期,第114页。

④ [德]维尔纳·弗卢梅:《法律行为论》,迟颖译,法律出版社2013年版,第413页。

⑤ 辽宁省沈阳市沈河区人民法院(2021)辽0103民初7605号民事判决书。

量后得出否定答案,则可根据这一方式判定合同无效。”^①

4. 转让回购合同中利率与违约金的法律适用问题

《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》(以下简称《民间借贷司法解释》)第26、30条规定对民间借贷的年利率与违约金作了24%的限制。^②既然转让回购合同的经济实质是借款关系,那么该两条是否适用于转让回购合同呢?

在样本组中,有13份涉及了利率问题。其中,有9份认为应受到24%的限制,有4份认为不应受限。持肯定态度的裁判认为,转让回购合同旨在规避民间借贷利率的上限,如对其不予限制,任何民间资金都可以藉由转让回购合同,取得超过年利率24%、甚至36%的固定收益^③;持否定态度的裁判认为,案涉合同属于金融借款关系,而不是民间借贷,不应受民间借贷利率之约束。^④

《民间借贷司法解释》第1条规定,金融机构及其分支机构因发放贷款等相关金融业务引发的纠纷,不适用本规定。因此,判断转让回购合同是否应适用年利率24%的限制,关键在于受让人(出借人)的性质。实践中,转让回购合同的受让人一般是集合资金信托,而信托公司是经银行业监督管理机构批准设立的金融机构(《中华人民共和国银行业监督管理法》第2条),且根据《信托公司管理办法》第19、20条,信托公司可以开展贷款业务与买入返售业务(买入返售实际上是贷款业务),因此,信托公司应属于金融机构,从而不受《民间借贷司法解释》第26条的规制。最高人民法院也持相同的观点。^⑤基于此,笔者赞成上述持否定态度的裁判。同理,以信托公司为受让人的转让回购合同也不适用《民间借贷司法解释》第30条。当然,如果受让人不是信托公司,则应根据其主体性质来判断其是否适用《民间借贷司法解释》。

综上所述,资产收益权转让回购合同的经济实质是借款关系,依据穿透性裁判思维,应界定为借款合同。转让回购合同以“转让回购”之形式实现“借贷”之实质,系脱法行为,其合同效力问题应视具体案件中所规避的法律规范的性质予以判断。尽管转让回购合同应适用借款合同的相关规范,但以信托公司为受让人的转让回购合同属于金融借贷,因而不适用《民间借贷司法解释》。

六、结语

本文从交易实践入手,对资产收益权的定性、权利内容与成因、资产收益权转让的性质等问题做了回答。资产收益权在性质上属于债权,其所指向的经济利益是底层资产的转让对价。资产收益权不同于收益权,后者在性质上属于将来债权,而且指向的经济利益是底层资产的法定孳息。资产收益权转让虽名为债权让与,实际是债权设立行为,不产生权利变动的法律效果。商事主体之所以设计出资产收益权转让的交易模式,主要是为了规避底层资产禁止转让或者转让成本(税费、批准程序等)过高的

^① 陈秋竹:《金融监管规则介入司法裁判的合理性及其限度——基于穿透式监管对商事合同效力认定的影响》,载《南方金融》2021年第3期,第85页。

^② 2020年,最高人民法院《关于修改〈关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定〉的决定》第20、23条将年利率以及违约责任的上限由24%修改为一年期贷款市场报价利率的四倍。但是,考虑到本案所收集的案例都是在该决定颁布之前,因此仍以原条文作为分析基础。

^③ 湖北省武汉市中级人民法院(2015)鄂武汉中民商初字第00470号民事判决书。

^④ 河北省高级人民法院(2015)冀民一初字第6号民事判决书。

^⑤ 杜万华:《最高人民法院民间借贷司法解释理解与适用》,人民法院出版社2015年版,第47-49页。

问题,以使得在底层资产权属不变的情况下,受让人可以获得其替代性价值。

在实务界与学界,不少人士都误解了资产收益权及其转让行为的法律性质,这反映了法律术语与商业用语相互作用的问题。一些法学人士以权利义务为中心,因此,动辄给事物冠以“××权”之名。当这种习惯被带入了商业领域后,各种“新瓶装旧酒”的权利屡屡出现。然而,商业主体给权利起名时,往往是出于描述形象与指称便利的考虑,而非体系思维下的产物。如果法律人不置身于具体案件中考察权利的具体内容、以穿透性思维识别权利的性质,就很可能被虚有其表的名称遮蔽进而得出错误的结论。资产收益权与收益权相混淆、资产收益权转让被当作权利让与行为,均源于此。因此,面对商业实践中各式各样的“新型”权利时,法律人应置身于具体交易结构中,以穿透性思维揭开交易的商业外衣,直抵其法律关系的本质,才能正确地分析问题与适用法律,从而防止类似的现象再次出现。■

The Legal Formation of the Transaction of Proceeds on Asset: An Analysis based upon 41 Judgements in Supreme People's Court and Provincial People's High Courts

ZHAO Shen-hao

(Law School, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: Proceeds from asset is a concept that has emerged in recent years and is commonly used in commercial field. Although proceeds from asset sounds like a new type of right, but its legal nature is creditor's right. The difference from the general creditor's rights is that proceeds from asset is linked to the underlying assets. The performance period of the creditor's rights starts when the underlying assets are transferred, and the amount of the creditor's rights is generally the price of transferring the underlying assets. The reason why businessmen created the concept is to circumvent the prohibition on the transfer of underlying assets. Although the transfer of proceeds from asset is called the assignment of creditor's rights, it is actually an act of establishing creditor's rights and does not produce the legal effect of assignment. The transferee of proceeds from asset does not have exclusive effect on the underlying assets or their proceeds. Therefore, the common practice is to establish mortgage rights on the underlying assets. The transfer and repurchase of proceeds from asset is the most common transaction mode in practice. The contract is a loan contract in nature. The contract is a legal circumvention, and its validity should be judged according to the level of validity of the legal norm circumvented in specific cases. Although the contract should refer to the norms of loan contract, because it is a financial loan, the interest rate limit of private loan is not applicable.

Key Words: proceeds from asset; proceeds; evasion of law; future creditors' rights

本文责任编辑:林士平
青年学术编辑:赵吟