

# 互联网消费信贷债权 线上证券化的风险控制

徐英军<sup>1,2</sup>

(1.武汉大学 法学院,湖北 武汉 430072;2.河南省航空经济发展协同创新中心,河南 郑州 450046)

**摘要:**通过比较互联网消费信贷债权在线证券化与下线传统证券化的差异,可以发现线上模式存在特殊目的载体缺位、风险隔离较弱、交易结构不完整、信息披露不足等问题。互联网借贷平台的债权转让交易正在趋近资产证券化操作模式,需要关注其中的金融风险,包括与基础资产相关的风险、来自网贷平台的风险以及互联网金融的系统性风险等。建议设置网贷平台参与线上ABS的准入门槛,设立专司SPV职能的非营利性实体公司,规范业务流程和各参与主体之间的制约监督,强化网贷平台线上ABS的信息披露,完善线上ABS的监管机制,以便促进线上ABS的有序和规范发展。

**关键词:**互联网消费信贷债权;P2P网贷平台;资产证券化;风险控制

**文章编号:**1003-4625(2016)02-0072-06 **中图分类号:**F832.29 **文献标识码:**A

**Abstract:** By comparison with the differences between claim assets online securitization of internet consumption credit and offline traditional securitization, we can find that there are such problems as the deficiency of SPV, the weakness of risks isolation ability, the incompleteness of transaction structure and the insufficiency of information disclosure existed in online pattern. The transaction of credit transferring via internet lending platform is approaching to the operation pattern of assets securitization, thus financial risks should be paid much attention on, including risks related to underlying assets, risks from internet lending platform, systematic risks in internet finance and so on. Therefore, we suggest establishing entry threshold of internet lending platform participating in online ABS, building non-profit entity taking the charge of SPV function, regulating the business process and supervision of all participants, strengthening information disclosure of internet lending platform online ABS, improving regulatory mechanism of online ABS so as to promote the orderly and regular development of online ABS.

**Key words:** internet consumption credit; P2P internet lending platform; asset securitization; risk control

“如果有一个稳定的现金流,就将它证券化”,华尔街这句耳熟能详的名言已被嗅觉敏锐的互联网金融服务平台捕捉为新的商机。2013年底,美国专注于学生贷款整合的网贷平台Sofi高调宣布成功发行

首单1.53亿美元证券化产品<sup>①</sup>。从2014年底至今,我国三大面向高校学生分期贷款的电商服务平台“趣分期”“分期乐”和“爱学贷”也开始这方面的尝试。这三个平台均通过获取线下风险投资以及

收稿日期 2015-12-12

**基金项目:** 本文是教育部重大攻关项目《我国债券市场建立市场化法制化风险防范体系研究》(14JZD008)、河南省软科学重点课题(152400410178)的阶段性研究成果。

**作者简介:** 徐英军(1971—),男,河南济源人,博士研究生,郑州航空工业管理学院法学院教授,研究方向:公司法,金融法学理论与实务。

① 当时整个Sofi平台的累计贷款额不到3亿美元,该债券的抵押标的即达到1.68亿美元,获得了加拿大评级公司DBRS(全球第四)的单A评级,并通过Morgan Stanley的承销发行给机构投资者。虽然没有获得前三大评级公司的认可,但成为史上第一单P2P的资产证券化案例。首发成功后,Sofi再接再厉,在2014年7月又发行了一个2.51亿美元的资产化债券(抵押品为2.78亿美元的资产),不仅获得了Morgan Stanley与高盛的共同承销,更因获得标普的单A评级而成为史上第一款真正的P2P资产证券化产品。

P2P 网贷平台合作融资为大学生提供购物贷款资金,与电商网站合作提供以 3C 产品为主的商品;学生在平台上发出借款购买标的,投资人选择借款标的出借资金给学生;学生用这笔钱去消费,然后按月偿还本息给出借人。为了筹措和充实放贷资本,它们效仿资产证券化操作模式,将这些消费小贷债权重组打包后通过融贝网、桔子理财等 P2P 平台以固定收益理财产品名义进行转让以实现资金回笼。那么,互联网消费信贷债权的在线证券化将会带来哪些金融风险 and 行业隐患?需要我们冷静分析、全面考量,及早做出制度回应。

### 一、互联网消费信贷债权线上证券化的案例述评

本文以具有代表性的“趣分期商城个人消费信贷债权资产转让项目”<sup>①</sup>为例展开分析。

(一)“趣分期”信贷债权产品的交易流程可概括为以下步骤:

(1)“趣分期”平台的运营商北京快乐时代科技开发公司(以下简称“快乐时代公司”)将在网上为大学生提供分期付款授信的小额消费信贷债权筛选,根据实际情况把多笔期限相同相近的组合为债权资产包。

(2)这些个人消费债权资产经融贝网等 P2P 平台审查后在线转让融资,所得资金继续进行消费贷款,依此循环,到 2015 年 10 月已开展 32 期,融资 1039.5 万元。

(3)千元起投,资金由第三方支付平台“汇付天下”托管,投资人投资成功后自动签署债权转让/担保人(快乐时代)、债权受让人(投资人)与居间服务商(融贝网)三方的《融贝网债权投资及担保服务协议》,投资人所投资金自动按比例分散投资于债权资产包中的所有基础债权。

(4)投资偿还:进入偿还期后,“趣分期”平台受债务人(在校大学生)委托,以等额本息方式按月支付投资本金及利息给投资人,直至结清;如债务人提前还款,不影响“趣分期”对投资人按月本息偿付义务;如“趣分期”提前还款,融贝网将收取“趣分期”一个月本息金额补偿给投资人。

(5)风控措施:由快乐时代公司为所有基础债权的实现提供不可能撤销的连带保证责任,并缴纳融资金额的 3% 作为担保保证金;如债务人未能按时偿还本息,快乐时代公司将在还款当日履行保证责任进行代偿;如快乐时代公司怠于履行代偿义务,融贝网将使用担保保证金用于偿付。

(二)“趣分期”信贷债权产品的基本特征

(1)具有资产重组发售等资产证券化特征。“趣分期”消费信贷小额债权在 P2P 平台上转让交易具有“集合运作、期限错配、滚动发售”特点,该过程就是把流动性差但又有可预期现金流的信贷债权打包组合成标准化的小额债权资产包,借助 P2P 平台向仅具有小额投资能力和风险承担能力的中小投资者进行份额化配售,以债权收益作为偿付投资人的保障,从而达到把死水激活成活水的效果<sup>[1]</sup>,具有资产支持证券操作的基本特征。

(2)基础资产为互联网上形成的纯信用的小额消费信贷债权。就法律性质和经济特征而言,这些小额消费信贷债权资产(包括本金债权和利息收益权)是适合开展证券化的金钱债权,具有权属清晰、分散度高、规模客观和能够产生可预期的现金流入等特征,但同时也存在借款主体年轻化、收入低、无担保等问题。

(3)发售方式实现了线上公募化。这些经过拆分重组的互联网消费信贷债权资产包借助 P2P 平台的信息公示和中介服务进行转让,投资者一般只要注册为网贷平台会员即可购买,还可随意再转让,没有人数限制,投资门槛更低、覆盖客户更加广泛,已经公募化。这不同于线下资产证券化业务发行交易范围仅限于银行间市场和证券交易所的机构投资者范围内的“小公募”,投资人仅限商业银行和机构投资者,个人不能买,二级交投几乎没有。

(4)存在第三方担保、网贷平台垫付机制。“趣分期”债权资产转让项目有第三方担保公司提供偿还担保、P2P 平台的风险保证金垫付的机制,旨在通过转移风险来增信、促销和缓释可能发生的风险。从理论上进行分析,第三方担保、P2P 平台垫付机制可以打破由于出借人的不信任而造成的“囚徒困境”,可以避免个别借款人的违约给出借人带来的资金损失,但是如果担保机构的担保能力不足,则会加重平台自身的风险。

(5)实现了资金第三方托管,托管人包括有资质的互联网第三方支付平台和商业银行,承销的网贷平台理论上无法触碰投资人的资金。

综上,“趣分期”产品模式可概括为“网贷债权资产+P2P 平台交易(线上 ABS)”,是利用互联网金融平台实现债权资产转让以发行和交易网络化证券的资产证券化创新模式,不同于阿里小贷、京东应收账款等电商网贷平台联合券商推出的“互联网小贷资产+线下 ABS”资产证券化项目,也不同于“安稳盈”

<sup>①</sup> 根据融贝网相关资料汇总, <https://www.ironbei.com/index/pdetail?id=123>, 2015 年 11 月 22 日访问。

代表的“传统债权资产+网贷平台交易(线上ABS)”<sup>①</sup>。可以预见,随着互联网金融基础设施的健全和监管制度的完善,该模式可能成为线上ABS的主流模式。

## 二、互联网消费信贷债权线上证券化同标准资产证券化的差异比较

资产证券化作为一种结构性直接融资的法律工具和商业模式,被视为20世纪70年代以来最重要的金融创新,在盘活存量资产、降低融资成本、优化资产负债结构等方面的作用显著。我国的资产证券化业务目前尚未全面展开,但互联网贷款平台已经开始参与类似产品的发行交易,并日渐成为炙手可热的“互联网金融”的一个组成部分。值得思考的是,这些网络理财产品属于资产证券化产品吗?P2P平台的资产证券化业务同标准资产证券化交易有何异同?

(一)“趣分期”消费信贷理财产品同现行资产支持计划模式的差异

表1 P2P的证券化业务与线下证券化模式的比较

比较项目	P2P模式	资产支持专项计划模式
融资人/发起人	互联网电商	互联网电商
管理人	不明确	基金子公司
SPV载体	无	基金子公司设立的资产支持专项计划
资产托管人	不明确	商业银行
发行平台/渠道	P2P网络平台	证券交易所/第三方理财销售渠道
专用法规	无	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》
流动性安排	到期前可在P2P平台再转让	流动性差,可向交易所提交资产管理计划份额转让申请,交易方式为协议交易
投资起点	1000元	100万元
合格投资人	无限制	净资产不低于1000万元的单位;金融资产不低于300万元或者最近3年个人年均收入不低于50万元的个人
投资者数量	无限制	不少于2人且不得超过200名
每次融资规模	100万元以内	10000万元
每次偿还期限	多数为3—6个月	1+1年(附第1年末回购选择权)
收益分配形式	等额本息方式按月支付	优先级每季度分配收益一次,到期一次性偿还本金;次级到期一次性偿还本金及收益
预期年化收益率	9%—13%	第1年:9%;第2年(如有):11%
风控措施	承销的P2P平台线下审核;融资人提供连带保证,并缴纳融资金额的3%作为担保保证金;如融资人怠于履行代偿义务,P2P平台将使用担保保证金用于偿付	优先/次级分层结构(80:20),次级档由融资人认购;融资人承担差额补足义务;融资人提供无条件不可撤销的到期收购基础资产的承诺;设置严格的合格资产标准等

为了更全面地了解,我们不妨将P2P平台上的

① 有关线下形成的小贷资产在线上证券化尝试的案例和特征分析,请阅徐英军.网贷平台发行小额债权证券化产品的风险研究[J].管理工程师,2015,(12):1-6.

证券化业务同线下资产证券化模式(券商主导的资产支持计划模式)予以逐项比较。

由表1可见,在收益率接近的情况下,传统金融产品交易结构的完备性、增信措施的有效性上明显强于P2P模式,但流动性和投资者人数远远比不上P2P模式。

(二)P2P平台的证券化业务所欠缺的若干关键要素

资产证券化是由多个专业机构分工合作、相关制约才能完成的复杂集合性商事交易,其法律实质是将流动性较弱的特定主体之间的债权资产转换为高流动性的向多数人发行的证券的过程。概括地讲,资产证券化的基本流程是,发起人将基础资产出售给一家特殊目的机构SPV(或者由SPV主动筛选购买可证券化的基础资产),然后SPV将这些资产进行集合或拆分重组并评级增信,再以该基础资产所产生的现金流支撑发行有价证券进行融资。而当前P2P平台的证券化业务主要欠缺如下要素:

(1)特殊目的载体缺位。资产证券化包括债权转让和证券发行两个阶段,而这两个阶段都需要一个共同载体就是SPV机构,由它受让基础资产并作为证券发行人,既实现拟证券化的基础资产同融资者(原始权益人、资产证券化发起人)的其他资产风险(尤其是破产风险)相隔离而获得较高的信用评级,也作为投资者代表监督基础资产的运营、管理和分配投资收益。“趣分期”理财产品根本没有SPV机构(至少其公开信息中没有)而直接由原始权益人作为证券发行人,不符合资产证券化的基本要求。

(2)风险隔离较弱。资产证券化融资基础是“资产信用”,基础资产的权益要脱离原始权益人转给特殊目的载体,资产权益不受发起人负债乃至破产风险的影响,这也是其与发行股票、公司债券等传统证券化的依靠主体信用融资模式的主要区别。在当前的互联网信贷债权线上证券化尝试中,由于特殊目的载体的缺位,基础资产的风险隔离机制基本没有,这将给投资人造成巨大风险。当然,我国线下资产证券化虽然也实现形式上的“出表”(即基础资产移出原始权益人的资产负债表)但受制于SPV的信托模式仍难以像美国公司型SPV那样实现彻底的风险隔离,资产支持专项计划的特殊目的账户方式在风险隔离效果上比信托模式更弱,存在一定的法律效力瑕疵。

(3)交易结构不完整。主要表现为三个方面:一



是没有专业评级机构对基础资产的外部信用评级,有的只是P2P平台自行给予的评级;二是证券化产品没有分层构造,未像线下标准证券化那样按风险级别把固定收益产品设计成利率不同、受偿顺序不同的优先/次级,既满足不同投资者的风险投资需求,又同时由发起人认购次级产品以实现内部增信<sup>①</sup>;三是没有必要的专业机构的介入,除了有担保公司提供外部担保增信外,往往由承销的P2P平台直接负责投资权益的登记结算托管,也没有会计师事务所、律师事务所、资产管理公司等机构公开提供专门服务和审查监督,未形成分工制约的交易结构。

(4)信息披露不足。“信息是金融的核心,构成金融资源配置的基础,互联网金融模式下的信息处理是其与商业银行间接融资和资本市场直接融资的最大区别。”<sup>②</sup>资产证券化交易涉及诸多主体,法律关系复杂,专业性强,很容易产生利益冲突和欺骗侵害投资者的情况,信息披露成为规范该商事行为和保护投资者权益的重要手段。但P2P平台交易的类资产证券化理财产品透明度普遍不高,未将每个项目(资产包)的重要信息(包括基础资产债务人和保证人信用等级、资金投资去向等)、详细交易流程和各个参与主体的关联关系等向投资人完整披露,更不要说形成明确的信息披露行业标准了。

因此,P2P平台发行交易的消费信贷债权资产转让项目至多称得上是资产证券化线上应用的初级阶段,或者说是“类资产证券化”模式<sup>③</sup>,存在“简单粗暴”“模式扭曲”特征,要想实现真正资产证券化的线上标准化操作,尚有很大提升和规范空间,有必要就消费信贷债权资产通过互联网进行类证券化交易的风险予以关注和防范。

### 三、互联网消费信贷债权线上资产证券化交易的风险防范

风险控制是金融法律制度的永恒使命,也是互联网金融长存久安的命脉所在。互联网金融的兴起原因之一在于其“小额众筹”的市场特征,它吸收了小微投融资者为普通个人和中小企业提供金融机会,发挥了聚集闲散资金和合理调配民间流动资本的功能。同时,其对金融资产的小额化处理,也将金融风险扩散到了广大小微投融资者之间。由于P2P

行业的发展历程尚短,其自身就是一项金融创新,ABS+P2P更是创新,也将不可避免地产生金融风险,这些风险同之前谈到的线上证券化的特征和不足紧密相关。

#### (一)线上资产证券化交易的主要风险

##### 1.与基础资产相关的风险

其包括:(1)基础资产本身的风险。基础资产的风险主要是原始债务人信用风险的映射,成为资产证券化产品的风险之源,直接决定证券化产品风险水平的高低,也是信用评级的主要关注点。互联网消费信贷债权的原始债务人多为在校大学生,没收入或收入低、偿债能力有限,以此作为基础资产在线上发行交易的类资产证券化产品多数直接由原始权益人自行选择、组合,难以保障基础资产质量;若由承销的网贷平台审查甄选基础资产和构建资产池,则受其自身专业水平、定价模型和风控能力所限,往往难以较为准确地把握入池资产质量是优是劣<sup>④</sup>,从而留下风险隐患。(2)原始权益人(电商平台等融资者)的道德风险。由于线上证券化产品没有分层设计,就不能实现基础资产风险的“分散布局”,也使得最为熟悉资产包质量的原始权益人得以全部转移基础资产的风险给网络投资者,可能诱发其放任低质量、高风险基础资产入池的道德风险。

##### 2.来自P2P平台的风险

目前用于规范互联网金融行为的法律性文件尚未出台,仅有原则性的政策指导而无操作规则,加上线上证券化交易机构不完整,缺乏监督制约,P2P网贷平台往往倾向于进行监管套利“打擦边球”,极可能出现违法风险和道德风险。譬如:(1)有的平台反复“拆标打包”,即多次进行债权金额重组、期限错配和债权转让,导致权利和责任主体不明,增大投资者权益保护难度。(2)有的平台变相违规担保以招揽投资者,但是担保行为的效力存在法律瑕疵,或者关联主体之间相互担保,平台自身担保能力同其销售额差距及其悬殊,担保形同虚设。(3)有的平台可能利用自有资金在线下放贷,再在线上转让债权,投资者投标后的资金最终还是流向平台运营商或实际控制人。上述不规范操作一旦引发纠纷,并可能涉嫌非法吸收公众存款、集资诈骗或者擅自公开发行证券

① 国内另一个大学生消费信贷平台“爱学贷”似乎已经意识到这一点,有报道称其拟在浙江产权交易所发行内部代号为“透明ABS”的分期消费借款支持的证券化产品将分为三个层级,详见 <http://www.cctime.com/html/2015-5-6/2015561549224852.htm>, 2015年11月20日访问。

② 2013年,银监会在《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》中将未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产列为“非标准化债权资产”,要求商业银行“合理控制理财资金投资非标准化债权资产的总额,理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限”。

等刑事犯罪等。(4)网贷平台正在不断尝试和创新金融交易结构和重构权利契约,建立起自己的金融闭环和商业模式,那么它们很可能凭信息搜集和处理的劣势制造新的信息不对称,借算法和技术的优势建立新的市场壁垒,损害资金供需双方的权益<sup>[3]</sup>。尤其是随着债务规模扩张和信用风险累积,信息不对称引发的道德风险累积和传导的可能性日渐加剧。

### 3. 整个互联网金融的系统性风险

互联网借贷与其他互联网金融业相比发展最快、影响更大,加之各业态的混业交叉和彼此之间的联动效应,使得系统性风险问题越发突出。互联网金融的成功主要在于其信息中介的高效性以及支付系统的快捷性,但这也为互联网金融的系统性风险在短时间内突然爆发并迅速扩散带来便利,一旦发生将会极大地破坏金融系统、实体经济和社会稳定。加之引入互联网平台带来的信息技术漏洞,以及投资者理性缺失条件下杠杆性传递,对互联网金融的系统性风险应该见微知著、谨慎防范。

应当看到,互联网金融的本质是公开化的陌生人交易,广大的甚至跨越国境市场拥有数量非常庞大的投资者,互联网的无边界性、虚拟性、高科技化等物理特征更加大了监管难度,P2P互联网借贷基本上仍游离于监管之外,行业素质参差不齐,存在较大风险隐患。互联网金融本质仍属于金融,主要是在渠道意义上挑战传统的银行和资本市场,没有改变金融风险隐蔽性、传染性、广泛性和突发性的特点,因此,互联网金融的创新也同样要遵守金融规律,所有从事金融活动的企业都必须把风险控制作为立身之本。

#### (二) 线上资产证券化交易的风险控制

总体而言,应当基于解决信息不对称问题及实现投资者风险吸收能力与金融资产风险相匹配的逻辑设计互联网金融风险规制措施,采用风险暴露、风险分散和鼓励竞争的新型风险规制范式,避免压抑互联网金融创新及扭曲金融市场的资金融通和价格发现功能<sup>[4]</sup>。为此,我们建议确认线上资产证券化交易的合法性,并至少从以下几方面展开风险控制:

##### 1. 设置P2P平台参与线上ABS的准入门槛

建议由监管机关和自律组织按照准金融机构对

网贷平台进行整顿、注册和准入审核,主要考虑以下几个方面的准入条件:(1)具有从事场外证券业务相适应的资本实力,注册资本采用实缴制,应不低于3000万元或更高数额,且提取一定比例的风险准备金;(2)拥有一定数量的专业人员,高管人员应具有不低于5年的证券、银行、信托等金融领域从业经验;(3)具备健全的公司治理机制、内部控制制度,具有较强的信息收集、处理等风险防控能力;(4)具有较高的IT技术水平和技术系统,达到工信部相关标准;(5)具有固定的第三方资金托管机构;(6)应有完善的信息披露制度、投资者教育和投资者权益保护措施;(7)征信记录良好等其他条件。鼓励具有较强实力和背景的传统金融公司及国企进入P2P行业,推动P2P平台的优化整合。

##### 2. 设立专司SPV职能的非经营性实体

SPV是资产证券化中不可或缺的关键主体,其肩负的隔离风险、发行证券和管理资产等功能实现,都有赖于SPV的独立地位、规范操作和管理能力等因素。建议如下:(1)现阶段,明确要求线上资产证券化业务必须委托信托公司以特殊目的信托或者委托有资质的证券公司、基金公司子公司以专项资产管理计划充当特殊目的载体<sup>①</sup>,加强对入池资产质量的二次审核和规范线上ABS操作;(2)条件成熟时,借助政府部门的公信力为网络证券化产品增信,由金融监管部门牵头设立专司SPV职能的非营利性实体公司(SPC),专门承接线上和线下资产证券化业务,做到每个线上ABS产品单独管理、建账和核算;(3)要求SPV机构针对资产证券化产品存续期内可能出现的重大风险,制订切实可行的风险控制措施和风险处置预案,在风险发生时,应当勤勉尽责地执行风险处置预案,最大限度地保护投资人利益。

##### 3. 规范业务流程和各主体之间的制约监督

资产证券化是一个法律关系十分复杂的集合性商事交易过程,其法律实质是将能够产生可预期现金流的金钱债权(基础资产)通过结构性重组转化成证券以融资变现,债权收益成为偿付证券投资人的信用保障。为此,笔者建议:(1)参照线下资产证券化现行规定开展资产证券化业务<sup>②</sup>,规定不同角色由不同机构担任,防止关联关系和利益冲突;(2)应当

①据中国证券业协会2015年月2日公告,已有20家券商获批互联网证券业务试点。

②央行、银监会先后出台:《信贷资产证券化试点管理办法(2005)》《资产支持证券信息披露规则(2005)》《信贷资产证券化基础资产池信息披露有关事项公告(2007)》《实行注册制的公告(2015)》等;证监会于2014年11月出台了最新的《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》和配套的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查指引》;基金业协会出台《资产支持专项计划备案管理办法》《资产证券化业务基础资产负面清单指引》等。



有资质的信用评级和增级机构参与,P2P平台自行建立的信用模型难以被投资者认可;(3)规定以国有产权交易所或区域性产权交易所作为投资份额及权益的登记、托管、结算机构,借助其力量对资产池二次审核,对交易的资产包提供转让公示,监督交易程序;(4)限制关联交易,尤其是发行人、SPV和P2P平台之间的关联交易。

#### 4. 强化P2P平台线上ABS的信息披露

按照有效市场理论,在信息充分的前提下,市场价格实际上是金融风险的公开市场定价<sup>[5]</sup>。由于金融资产以风险为介质,信息对金融市场价格形成的独特作用就在于其能反映所有风险,并让金融资产的风险结构透明化。也就是说,信息披露对于防范网贷平台参与资产证券化的风险和降低融资成本至关重要。

鉴于资产证券化商业模式的特征,信息披露的重点内容与主体融资中关注股票、公司债券发行人的资产状况和经营状况不同,而应关注以下几个方面:

(1)基础资产及每个产品(项目)的详细信息,包括融资客户(债务人)信息和项目名称、协议利率、清偿条件、剩余融资期限与数额、评级/增级情况、外部担保、产品到期收益分配、转让程序等;(2)交易结构、参与证券化运作各主体及其关联关系;(3)理财产品存续期内所投资的基础资产发生变更或风险状况发生实质性变化等重大事件的报告及应急预案;(4)投资风险提示、相关知识教育和供投资者使用的评估工具;(5)平台自身信息,包括所持牌照、注册号、平台报酬方式和费用、年度经营报告等周期性综合信息文件等,便于投资者甄选等。信息披露方式和程序总体上可参照线下传统资产证券化操作要求,做到及时、充分、准确和通俗易懂,同时健全虚假披露的责任追究机制。

#### 5. 加强线上ABS的监管

(1)在监管体制上,借鉴欧美成熟经验,走行业协会自律和政府机构监管结合之路,政府监管应强调线上ABS由证监会和银监会的协同监管。中国人民银行等10部委2015年7月联合发布的《关于促进互联网金融健康发展指导意见》明确将P2P平台划归银监会来负责监管,同时指出对互联网金融行业的监管要按照“依法监管、适度监管、分类监管、协同

监管、创新监管”的原则进行。鉴于网上ABS的发起人均非金融企业,由银监会协同证监会共同监管为宜<sup>①</sup>。

(2)在监管内容上,其一,建议实行以公开发行注册制为原则(可一次注册分期发行),以“小公募”注册豁免为例外的分层发行机制,实施差异化监管;其二,通过发布相关业务指引,明确入池资产的评判标准,禁止证券化产品的再证券化,避免风险扩大。

此外,对于互联网金融系统性风险的防范,还需要建设征信系统和大数据资源等基础设施。目前,我国尚未形成“大数据资源”,P2P平台所获取的原始债权资料可能存在滞后性、片面性甚至虚假性,因此应完善社会信用体系建设,弥补互联网金融现有大数据资源的不足。美英等发达国家的P2P平台之所以发展稳健,主要依托于完备而透明的社会信用体系。业界共识是“我国金融业要真正迈入互联网金融时代,必须依赖数据的大量积累和大数据处理能力的不断提升,解决信息不对称和信用问题,实现交易成本的大幅下降和风险的分散”<sup>[6]</sup>。

综上所述,互联网金融既需要市场驱动、政策助力,也需要法规引导、规范发展。在国家鼓励“互联网+”创业热情的背景下,我们不能无视互联网上的资产证券化尝试和市场需求,而应当及早立法确认资产证券化通过互联网发行交易的合法性,在市场化导向下完成制度规范化、行为标准化,制度建设的核心是风险控制。

#### 参考文献:

- [1]徐英军.网贷平台发行小额债权证券化产品的风险研究[J].管理工程师,2015,(12):3,5.
- [2]谢平,邹传伟.互联网金融模式研究[J].金融研究,2012,(12):12.
- [3]乔海曙,吕慧敏.中国互联网金融理论研究最新进展[J].金融论坛,2014,(7):28.
- [4]杨东.互联网金融风险规制路径[J].中国法学,2015,(3):97.
- [5][美] Sanford J Grossman & Joseph E Stiglitz. Information and Competitive Price Systems[J].The American Economic Review,1976:246.
- [6]罗明雄,司晓,周世平.互联网金融蓝皮书(2014)[M].北京:电子工业出版社,2015:8.

(责任编辑:贾伟)

①在美国,P2P公司最主要的监管者是美国证监会(SEC)。美国证监会将P2P视为证券发行并要求平台在证监会注册的依据有四点:投资人有投资回报预期;P2P平台向公众销售,基本没有资质限制;通常投资者会将P2P视为投资;现有的管理框架中没有其他方式可以减少投资人的风险。基于这四点,证监会认定P2P交易为债券发行。由于是债券发行,P2P需要遵守联邦证券法,需要在SEC注册。