

PPP资产证券化中收益权的转让与破产隔离问题

——以首批PPP项目资产支持专项计划为例

吴凌畅

(中国人民大学法学院, 北京 100872)

摘要: 资产证券化中的基础资产需要具备可转让的属性, PPP特许经营权因为在目前的法律体系下无法被转让所以不具有作为PPP基础资产的适格性, 而PPP收益权部分行业已被认可具有可转让性、尚未明确行业收益权的可转让性则可从学理研究及司法实践对其质押的认可中推论而知。关于PPP收益权法律性质的界定, 采“将来债权说”较为合理。作为将来债权的PPP收益权, 在转让上难以符合真实出售的要求, 同时其亦存在着被行使撤销权从而重新归入破产财产的可能, 所以无法在原始权益人和特殊目的载体之间做到有效的破产隔离。当前PPP资产证券化的交易结构类似于整体业务证券化的营业转让模式, 为了更好地实现该制度的初衷, 还需要对PPP资产证券化的交易结构及我国当前的法律体系进行进一步的完善。

关键词: PPP资产证券化; 收益权; 破产隔离; 真实出售; 整体业务证券化

Abstract: The basic assets in the securitization of assets need to have the attribute of transferability. Because the PPP franchise right cannot be transferred under the current legal system, it is not suitable as a PPP Foundation Asset. However, the PPP revenue right in certain industries has been recognized has a negotiable property. The transferability of the right in other industries can be inferred from academic research and judicial Practice's recognition of its pledge. On the definition of the legal nature of the PPP income right, it is more reasonable to adopt "the future creditor's rights". As the PPP proceed right is future creditor's rights, it is difficult to meet the requirement of real sale in the transfer. There also exists the possibility of being exercised the right of revocation to return to the bankrupt property, so it is impossible to make effective bankruptcy segregation between the original owner and the special purpose carrier. At present, the transaction structure of the PPP asset securitization is similar to the business transfer mode of the whole service securitization, in order to realize the original intention of the system, the transaction structure of the PPP asset securitization and the current legal system of our country should be further perfected.

Key words: securitization of ppp assets; the right to benefit; bankruptcy segregation; real sale; securitization of the whole business

作者简介: 吴凌畅, 中国人民大学法学院博士生, 研究方向: 经济法。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

问题的提出

自2014年国务院发布的《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》(国发[2014]60号)提出“建立健全政府和社会资本合作(PPP)机制”以来, 政策性文件的密集出台助力了PPP在公共服务、资源环境、生态保护、基础设施等领域如火如荼的进展, PPP项目的规模得到了飞速的发展。截止2017年2月27日,

发改委传统基础设施领域PPP项目库共入库15966个项目, 项目总投资15.9万亿元^[22]。另外, 根据财政部发布的《全国PPP综合信息平台项目库第五期季报》显示, 截止至2016年年末, 全国入库项目11260个, 投资额总逾13.5万亿元——其中, 已签约落地的1351个, 投资额2.2万亿元; 国家示范项目743个, 投资额1.86万亿元。¹体量如此庞大的PPP项目, 却在融资方式上呈现出单一的局面。有学者从各类渠道搜集了686个(经梳理后保留了412

个)PPP样本案例进行实证分析,结果发现,超过61%的PPP项目都选择了银行贷款形式,利用债权方式进行融资的比例占到了15.2%,而利用股权抑或其他项目融资方式的比例只占到了14.5%^[24],可见银行贷款等传统融资模式是项目金融投资最常见的形式。

华尔街流行着一句话:“如果你有一个稳定的现金流,就将它证券化”^[19]。从PPP项目的全生命周期来看,其涉及到运营环节的合同期限一般为20~30年,在如此长的运营期限内如若采用使用者付费或政府付费的资金回报机制且PPP项目方可以稳定持续地提供公共产品及服务的话,必然能够带来持续稳定的现金流。而资产证券化融资原理的关键在于由资产池产生的稳定现金流可以用来支持比公司整体信用等级更高的证券^[5],可见资产证券化融资方式与PPP融资需求具有天然的契合性。正是看到了资产证券化对于PPP项目融资的重要作用,自2016年年底起,发改委和财政部单独或联合其他部门频频发文,助力PPP资产证券化。²2017年3月份,首批PPP项目资产支持专项计划获准在上交所及深交所挂牌发行,它们分别是“华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划”、“中信建投-网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划”、“中信证券-首创股份污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划”、以及“广发恒进-广晟东江虎门绿源PPP项目资产支持专项计划”。

资产证券化中,基础资产的确定是为关键。可以发现,首批4个PPP项目资产支持专项计划中,除了“庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划”的基础资产为合同债权外,其余3个专项计划的基础资产均为PPP项目中的收益权。由此而生的问题便是——PPP项目收益权能否构成一项合格的资产证券化基础资产?

另外,根据《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》,原始权益人需要向专项计划转移其合法拥有的基础资产以获得资金,因此在各资产支持专项计划中均存在着原始权益人向专项计划转让基础资产的交易结构。例如,《华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划计划说明书》在“交易结构”处提及:“计划管理人代表专项计划根据《资产买卖协议》购买并受让基础资产,并根

据《资产买卖协议》第2.2款约定支付基础资产的购买价款;原始权益人同意按照《资产买卖协议》约定的条款和条件向买方出售并转让基础资产”。资产证券化中,基础资产转让须为“真实出售”,这样才使得原始权益人破产之时,基础资产免于被归入原始权益人破产财产而被行使撤销权,从而满足资产证券化“破产隔离”的制度设计。³由此而生的是——当前PPP项目资产支持计划对于PPP收益权的转让能否实现“破产隔离”?PPP收益权的转让又能否被认定为“真实出售”?本文拟结合首批PPP项目资产支持专项计划对该问题展开进一步的分析。

PPP收益权的可转让性

依据证监会颁布的《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》第3条的规定,基础资产的适格标准为:1.符合法律规定、权属明确;2.能产生独立、可预测的现金流;3.在法律上能够对其权利内容、权属状况、范围进行明确划分。另外,权属明确是原始权益人对基础资产进行处分、收益的前提条件,而根据该规定第9条,原始权益人向SPV移交基础资产,因此基础资产的适格性标准还须加上“具有可转让性”这一项。

PPP项目基于公私合作关系,其核心权利乃是从公共部门处所获取的特许经营权。但在PPP资产证券化中,被证券化的基础资产更多地体现为收益权而非特许经营权。究其原因,不仅是因为收益权能更加直接地产生独立、可预测的现金流,更是因为特许经营权的转让在实践中受到了严格的限制。而作为与特许经营权紧密相关的收益权,其是否具备可转让的性质,乃是我们需要关注的重点问题。

一、PPP特许经营权的转让限制

PPP特许经营权从其性质来看,不可将其归入单纯的私权利抑或单纯的公权力^[7]。首先,不可将PPP特许经营权视为单纯的私权。PPP的最终目的是为了提供公共服务,而公共服务本属于政府的职责,“创造和供给公共产品是政府经济行为供给的全部范畴或内容”^[8]。在尚未放开限制的公共服务领域,提供公共服务,是政府的职责,亦是其自然垄断的领域——这种垄断,来源于公众对政府的公共信任及由此而产生的公共权力。因此,从特许经营的内部关系来看,政府在很多PPP项目中通过

特许经营的方式允许社会资本进入以解决政府在公共服务领域的融资需求问题及产品提供问题，实际上是以基础设施建设自然垄断的放开为交换筹码的，这种交换是PPP的应有之义。其次，也不可將PPP特许经营权视为单纯的公权。因为从特许经营的外部关系来看，PPP特许经营存在着公共产品或服务的使用者通过付费方式有偿享受的情形，而PPP主体向使用者收取相关费用的权利并不以国家强制力作为后盾，无法归入公权范畴^[7]。

卡拉布雷斯基(Calabresi Guido)和梅拉姆德·A·道格拉斯(Melamed A. Douglas)提出了权利保护的三规则——不可转让规则、财产规则与责任规则^[1]。PPP特许经营权作为一种新型权利，主要受到不可转让规则的保护。PPP特许经营提供的是公共产品及服务，其特许经营权人的资质直接影响到公共产品及服务的质量。依据《政府和社会资本合作项目政府采购管理办法》(财库[2014]215号)，PPP项目采购方式包括公开招标、邀请招标、竞争性谈判、竞争性磋商和单一来源采购等方式，由项目实施机构、采购代理机构应当成立评审小组，负责PPP项目采购的资格预审和评审工作。如果任由PPP特许经营人转让该权利，则政府前置的筛选程序便失去意义，所谓的“特许”亦形同虚设。

有鉴于此，特许经营权的转让在实践中受到了严格的限制。《市政公用事业特许经营管理办法》第18条规定，“擅自转让特许经营权的，主管部门应当依法终止特许经营协议，取消其特许经营权，并可以实施临时接管。”并且，由于PPP项目的特许经营授予都要经过竞争的方式获得，对于受让方有特殊的资格条件，资产证券化中非明确法律实体的专项计划亦不满足此要求。综上所述，由于PPP特许经营权在目前的法律体系下无法被转让，所以其并不适合作为PPP资产证券化的基础资产。

二、PPP收益权的可转让性

在特许经营权转让受到限制的情况下，依附于特许经营权的收益权是否具有可转让性？本文对此问题持肯定答案，具体的分析可依据特许经营行业的不同从以下两方面展开。

其一，当前公共交通领域与特许经营有关的收益权(实践中称之为“公路收费权”)已经具有了可转让性。依据《公路法》的规定，收费权可以依法进行转让，但

需要受到一定的限制及履行一定的批准及备案手续。譬如，收费权的转让期限由出让、受让双方约定并报转让收费权的审批机关审查批准，但最长不得超过国务院规定的年限。另外，国道收费权的转让，必须经国务院交通主管部门批准；国道以外的其他公路收费权的转让，必须经省、自治区、直辖市人民政府批准，并报国务院交通主管部门备案。然而，首批PPP项目资产支持计划中的“中信建投-网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划”之所以未将庆春路隧道收费权作为基础资产进行转让(而是选择了专营权合同债权)，笔者猜测，乃是因为《收费公路权益转让办法》第12条对于公路收费权的受让方限定了“财务状况良好，企业所有者权益不低于受让项目实际造价的35%”的条件。当前，资产支持计划并非为我国法律体系内的独立法律主体，无法满足公路收费权转让对于受让方的限定条件。

其二，供热及污水处理特许经营行业的收益权能否进行转让，当前的法律并没有做出明文规定，但我们可从收益权的质押问题推论而知。国务院办公厅2001年9月29日转发的《国务院西部开发办〈关于西部大开发若干政策措施的实施意见〉》(国办发[2001]73号)中提出，“创造条件逐步将收费权质押贷款范围扩大到城市供水、供热、公交、电信等城市基础设施项目。对具有一定还贷能力的水利开发项目和城市环保项目(如城市污水处理和垃圾处理等)，探索逐步开办以项目收益权或收费权为质押发放贷款的业务”，明确了可试行将供热项目及污水处理项目的收益权进行质押。从理论上分析，依附于特许经营权的收益权作为一种可以实现的财产权利，将其作为质押的标的无疑是符合效率原则的，主要原因在于收益权中利益的实现具有确定性。“这样既可以在债务人不能清偿债务时以债务人收取的费用来清偿债务，也可以以收费权的拍卖、变卖来实现质权。甚至对不能拍卖、变卖的收费权，也可以在不损害质押人和其他债权人利益的情况下，通过直接行使收费权或控制收费账户，以获得的收费清偿债务”^[16]，无疑节省了诸多的交易费用。司法实践中，最高院指导性案例第53号《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》明确了特许经营权的收益权可以出质的规则。

虽然学理研究及司法实践明确的只是收益权质押，但收益权本质上作为一种债权(收益权的法律性质将在下文具体论述)，债权质押和债权让与都要求债权具有可转让性。因为债权质押在本质上是一种附条件的债权让与，即当债务人无法履行自己对债权人的债务时，由债务人(质押权人)直接行使质押人对第三债务人的债权并从中优先受偿，这与以担保为目的的债权让与具有完全相同的功效^[21]。在物权法草案中，曾将“公路、桥梁等收费权”列为可以出质的权利范围，但有学者认为收费权融资属于典型的“债权转让”而非“权利质押”^[12]，更是说明了债权质押与债权让与的高度相似性。

当前PPP资产证券化所涉领域包含了供热、公共交通及污水处理等特许经营行业。综上所述，公共交通行业的收益权已明确具有可转让性，而供热、污水处理行业的收益权的可转让性虽然仍未明确，但可从其收益权的质押问题上推论而得。收益权究其本质，是一种收取未来现金流的私法财产利益，理应具有可转让性。当然，由于收益权与特许经营权密不可分，而特许经营权又具有一定的外部性，因此PPP资产证券化原始权益人在项目伊始与特殊经营协议的签约主体及审批部门进行沟通时，即需要明确与协议所对应的收益权可转让。

PPP收益权转让的破产隔离

PPP资产证券化中，作为基础资产的收益权不仅需要具备可转让性，且收益权的转让还需要在原始权益人和特殊目的载体之间做到有效的“破产隔离”，如转让被认定为“真实出售”则有助于风险隔离的实现。而对“PPP收益权转让是否能实现破产隔离”问题的解答，还须从PPP收益权的法律性质入手分析。

一、PPP收益权的法律性质

关于PPP收益权的法律性质，当前学界众说纷纭，未能达成一致。有一种观点可称之为“权能说”，其认为由于《物权法》规定“所有权人对自己的不动产或者动产，依法享有占有、使用、收益和处分的权利”，所以收益权只是物权的一项权能，其产生的依据是出于对物享有的所有权，其至多构成收益权人对收益权所依附的物权享有的利益，而该种利益尚未上升到法律可提供保护及救济的“权利”层面^[18]。进一步来看，如果原始

权益人对原始资产的所有权发生变更，那么新所有权人完全可以依照《物权法》的规定享有对原始资产的收益权，这恰恰与以收益权为基础资产的资产证券化中将收益权转让给专项计划的行为相矛盾^[20]。另一种观点则从物权收益权能的立法不足出发，将收益权进一步认为是用益物权，可称之为“用益物权说”。其认为，当前物权忽视了收益权能的独立性与重要性，而用益物权的种类亦不能满足社会生产对物的新型使用样态的需求，因此，可将所有权中的收益权能独立出来，将其确定为一项独立的民事权利——收益权。收益权在性质定位上应属于他物权中的用益物权，在除了所有权和用益物权之外的其他情形下，只要权利人有权享有特定财产上的收益，就可赋予其收益权^[15]。还有一种观点将作为资产证券化基础资产的收益权视为将来债权，可称之为“将来债权说”。有学者从资产收益权信托的角度进行论证，认为收益权是融资方在对其特定资产进行经营管理的过程中、于将来所享有的对第三人的金钱债权^[9]。另外，还有学者对企业资产证券化中专项计划所购买的基础资产为例进行了分析，认为其所购买的能在未来产生稳定现金流的债权资产大体可分为现实债权与将来债权^[23]，无疑也将诸多专项计划所购买的“收益权”归入将来债权的范畴之中。除此之外，也有学者认为以上三种观点皆不能准确揭示收益权的本质属性，收益权应是一种特殊的新型用益物权^[13]。

笔者认为，对于PPP收益权法律性质的界定，采“将来债权说”较为合理。首先，“权能说”系对所有权权能的误读。依据《物权法》，所有权具有占有、使用、收益、处分四项基本权能，但这并不意味着所有权的收益权能可以单独转让。而依据上文所述，PPP收益权虽然依附于特许经营权，但具有可分性与独立性，属于具有可转让性的财产权利。其次，“用益物权说”违反了物权法定的基本原则。我国《物权法》对于用益物权仅规定了土地承包经营权、建设用地使用权、宅基地使用权以及地役权，并不包括收益权。此外，用益物权作为物权的重要类型，权利人依法对特定的物享有直接支配和排他的权利。而收益权依赖于原始资产，一旦所有权人转让原始资产，收益权人对原始资产的受让人并不具有“支配性”与“排他性”，因此很难归入用益物权的范

畴。最后，将收益权定义为“将来债权”更为妥当。依据前文的分析，特许经营权不仅包括特许经营内部的授权、投资、建设、运营等公法权利，也包括特许经营外部的向使用者或政府收取费用的私法权利。这种私法权利主要体现为债权，因为其于将来才发生，所以是一种将来债权。最高院第53号指导性案例亦肯定了此观点。⁴

二、PPP收益权转让的破产隔离

如上文所述，将PPP收益权视为一种“将来债权”，而从民法理论上来看，将来债权又可分为已有基础法律关系存在的将来债权、以及无此基础的将来债权^[10]。PPP收益权作为将来债权所产生的基础，乃是原始权益人在未来为公众提供公共产品或服务而产生的对价，在资产证券化转移基础资产的过程中，该对价并未产生，所以PPP收益权属于无基础法律关系的将来债权。对于无基础法律关系的将来债权而言，将来债权的转让何时生效成为关键。依据德国民法的理论，债权让与系处分行为，将来债权的处分行为必须待处分人具有处分权时才能生效，所以将来债权在未来实际发生的瞬间才会发生移转的效果，这实际经历了一个债权让与人先取得债权、再处分给受让人的过程^[4]。在PPP资产证券化中，将来债权转让合同生效时，PPP收益权尚未产生，专项计划仅获得对于原始权益人之将来给付请求权。依据我国《破产法》第32条的规定，人民法院受理破产申请前六个月内满足“企业法人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力”之条件且仍对个别债权人进行清偿的，管理人有权请求人民法院予以撤销。因此，如果法院受理原始权益人破产申请前的六个月内，原始权益人满足限定条件且仍向专项计划转让特许经营收益的，就很有可能会被法院认定为“个别优先清偿行为”而被撤销，从而使得资产证券化最为重要的破产隔离机制失去作用。相比之下，美国立法对于将来债权的生效问题采“约定即生效”主义，规定将来债权的受让人在约定受让将来债权的同时即已取得该将来债权所对应的权利^[4]，在破产隔离问题上则无此担忧。但由于将来债权何时生效在我国法律上并无明确规定，所以PPP资产证券化中仍然存在着收益权被行使撤销权从而重新归入破产财产的破产风险。

当基础资产转让被认定为“真实出售”时，该基础

资产可免于被归入破产财产从而实现破产隔离。一般情况下，当具备以下条件时，资产证券化中的资产转移可被认定为是真实出售：(1)具有真实出售资产的意图；(2)拟证券化资产的所有权和风险须完全转移给特定目的载体；(3)资产转让的价格必须公平合理^[4]。我国目前的法律对此有所涉及。例如，《合同法》第6条规定了“诚实信用原则”，第54条规定了重大误解、显失公平、欺诈胁迫、乘人之危的合同可变更和撤销，强调了真实出售中的意思表示真实及价格公平合理。同样体现真实销售中公允对价原则的，还有《破产法》第31条——人民法院受理破产申请前一年内，债务人无偿转让财产或以明显不合理的价格进行交易的，管理人有权请求人民法院予以撤销。但是，与资产证券化直接有关的法律文件中，对真实销售仅有阐明其重要性而未列举具体的判断标准。例如，《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》提到：“交易基础应当真实，交易对价应当公允，现金流应当持续、稳定。”《财政部、中国人民银行、中国证监会关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》(财金[2017]55号)也只是提到：“坚持真实出售、破产隔离原则，在基础资产与发起人(原始权益人)资产之间做好风险隔离”。

而从现行法律规定来看，PPP收益权可被认定为是应收账款⁵，因此，美国立法关于应收账款“真实出售”标准的学理讨论及司法实践可资借鉴。判断应收账款真实出售的因素，最重要的是追索权，即被转让应收账款的追索范围，追索程度越高则被美国法院认定为真实出售的可能性越低。其次需要考虑的因素是原始权益人赎回或购回被转让应收账款的权利，在应收账款转让中缺乏赎回或购回的条款及协定将更有利于将此交易定性为真实出售。从价格机制来看，如果应收账款转让的定价同商业贷款协议一样是与利率指标挂钩的，则表明是担保贷款而非真实出售；如果应收账款购买价追溯调整反映的是应收账款的真实收回量而非预期收回量，也会被认定为是担保贷款。一般来说，应收账款的转让价一旦谈妥，无论真实的资金成本与预期的资金成本之间存在多大差距都不做调整，则更容易被认定为是真实出售。基于应收账款的特殊性，应收账款回收的管理和控制有时也是美国法院区分担保贷款还是真实出售的重要因素^[14]。在真实出售模式

下,应收账款的受让人应有权控制应收账款的回收,尤其是其应能控制任何应收账款回收代理人的行为,且在任何时候均能指派自己或其他人作为应收账款回收代理人。

另外,由于PPP收益权依附于原始权益人的特许经营权,因此在原始权益人破产之时,专项计划将无法单独享有收益权,导致投资者的投资收益落空。此点在《华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划说明书》中亦有体现:“九通公用事业是专项计划的原始权益人,也是PPP项目供热收费收益权的合法拥有者,若九通公用事业破产,专项计划将无法单独享有供热收费收益权或其收益权,PPP项目供热收费收益权的实现可能受到影响,从而可能会给资产支持证券持有人带来投资损失”。

PPP资产证券化的新思路——整体业务证券化

在欧洲,最具欧洲特色的资产证券化业务当属中小企业贷款证券化(SMESec)、整体业务证券化(Whole Business Securitization, WBS)以及表内双向担保债券(Covered Bond, CB)。其中,由于WBS的特点与我国当前PPP资产证券化的实践存在诸多契合之处,可以为我国PPP资产证券化的进一步推进提供新的思路。

一、整体业务证券化的浮动担保模式

整体业务证券化,顾名思义,就是以整体业务的营业收入作为偿付现金流的证券化,其诞生于20世纪90年代中期的英国,并在陆续传入澳大利亚、新西兰、马来西亚等新兴市场国家^[2]。在英国的WBS模式下,SPV负责发行债券,发行收入向借款人提供贷款,贷款以借款人所有运营资产上的固定或浮动权益做担保,因此借款人用其业务所生成的现金流定期偿还贷款^[3],因此可称之为WBS的浮动担保模式。

由于WBS对企业主营业务未来的现金流有着较高的要求,所以并不是每个企业均适用WBS。一般来说,适用于WBS的企业具有如下特征^[6]: 1. 不受经济周期的影响。现金流的可预测性固然重要,但同样重要的是发行WBS的企业应具有在整个经济的全过程中产生持续现金流的能力。2. 收益中现金占比高。由于WBS需要通过持续的现金偿付,这就要求来自各个层面的现金流稳定且可预测,以使得企业年复一年地产生适量的现金流。

3. 强固的市场地位。强固的市场地位有助于企业持续经营且产生稳定的现金流,这也是所有WBS的核心要素。4. 监管环境。在WBS中,监管的影响是两面的,它既有可能消除竞争压力而保证了融资的可行性和企业经营的持续性,也有可能允许更激烈的竞争进入以前受保护的领域从而影响企业的经营效果。

以上特征无疑与PPP的特许经营特质是相互契合的。特许经营下的PPP项目,具有垄断属性,具有强固的市场地位;其作为提供公共产品及服务的重要手段,摆脱了经济周期对其经营的影响,无论是在使用者付费还是政府付费、可行性缺口补助的资金回报机制下,现金占了很大的一部分;并且,WBS的时间长达25-30年,也与财政部文件中对于特许经营合同的期限相一致。从结构上来看,整体业务证券化介于一般证券化(Standard Securitization)和担保公司债务(Secured Corporate Debt)之间。与一般资产证券化只是将特定资产的可预测现金流进行证券化相比,WBS进行证券化的是所有经营业务未来的可辨现金流,更符合“收益权”这一于未来可实现但尚未实现的将来债权之法律性质。所以WBS并不要求对基础资产进行独立并真实出售,因为“在整体业务证券化中,资产独立是不现实的,……,你想把全部资产从全部资产中隔离出来,你要么什么都没隔离,要么什么都没留下”^[5]。

但需要注意的是,WBS与担保公司债务二者虽有诸多相似之处,但唯一的区别在于WBS模式下投资人通过SPV对原始权益人将有更大的法律控制权。根据英国1986年《破产法》的规定,当债务人破产时,在其全部财产上普遍设定了“浮动抵押”(Floating Charge)(或其他担保物权)的债券持有人可不经法院批准直接指定接管机构,全面接管破产债务人的资产和业务,这一担保贷款法律框架是WBS交易的基础。在WBS下,一旦债务人发生违约,担保信托机构有权指派一个接管机构从而承担起债务人业务日常管理的职责。正是由于这种“取代机制所具有的对债务人的取代能力及继续运营债务人的公司以避免证券化资产发生违约的能力,这使得在该资产证券化所生债务的信用不用于公司本身的信用”^[6],这也是WBS与一般资产证券化的相似之处——通过结构化的交易方案设计使得证券信用高于融资主体信用。但是在我国,破产法中并没有相应的制度设计,所以英国的

WBS模式并不能完全地适用于我国。

二、整体业务证券化的营业转让模式

WBS的浮动担保模式依赖于英国破产法特有的破产接管制度，而在无此制度的国家(例如美国、日本)，WBS主要采用营业转让模式。WBS的营业转让模式采用了ABS的结构化方案，比WBS的浮动担保模式要复杂，基本交易步骤如下：首先，由发起人通过逐级出资的方式将核心资产注入到营运SPV中；其次，营运SPV与发起人签署管理协议，由发起人管理核心资产；第三，发行人以营运SPV的营业收入为偿付支持发行WBS证券；第四，资金监管人根据服务协议约定统一归集营运SPV产生的基础业务经营收入，然后根据既定的支付次序分别向各方支付；最后，根据交易的具体需求，寻求第三方金融机构为偿付资金池提供短期流动性支持、利率风险担保，为管理人经营活动提供短期融资支持^[11]。在交易结构中，通常还存有后备管理协议，即在出现某些可能影响证券还本付息的不利状况时，由事先确定的后备管理人代替发起人对营业业务实施经营管理。

可以看到，WBS的营业转让模式与我国当前PPP资产证券化的实践极其相似。但也正如我国PPP资产证券化所存在的诸多问题一样，WBS的营业转让模式在美国的实践也受到了许多挑战。比如，在“Days Inn of America破产案”中，有人曾经主张因为发起人的营业收入不能脱离SPV资产，所以应当将这些“核心资产”与发起人财产合并，一起列为破产财产；在“LTVSteel破产案”

中，法庭曾经以发起人对基础资产还拥有部分“衡平法利益”(Equity Interests)为由，许可发起人使用SPV资产的变现收益。⁶

不过，WBS的营业转让模式也有诸多值得我国PPP资产证券化借鉴的地方。例如，WBS的营业转让模式大多设置了“人工”、“原料”等可变成本的同步补偿机制，但我国PPP资产证券化实践中大多只以特定金额为偿付现金流划线。例如，《华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划计划说明书》提到：“资产服务机构应于每一监管账户收款日将回收款收款专户所收到的上个收款期间全部回收款全额划至监管账户，直至达到《监管账户收款通知书》通知的当个收款期间划转资金总额为止(该金额为《标准条款》第13.1.1款第(1)-(5)项金额之和的1.2倍)”。

另外，还须在我国PPP资产证券化中考虑后备管理人的问题。欲实行此制度，首先须解决特许经营权转让之限制，建议可继续《基础设施和公用事业特许经营法(征求意见稿)》的初衷，对特许经营权的转让留出了空间。同时，为了保证PPP项目所提供的公共产品及服务的质量，备用管理人须对行政许可人承担原项目运营方所承担的所有义务。因为当前在PPP项目行政许可合同中均包含有终止条款，因此可在行政许可中约定——如果因项目运营方违约导致许可权被终止的，证券投资人可通过后备管理人享有优先替代权，且负有纠正违约事项以符合行政许可合同之义务^[17]。

(上接第11页)

[15] O' Brien P. C., M. F. McNichol, and H. Lin, Analyst Impartiality and Investment Banking Relationships[J]. Journal of Accounting Research, 2005, (43):623-650.

[16] Tingting Liu, Analysts' Forecasts Bias and Cross-Sectional Stock Returns[R], 2015, working paper.

[17] Womack K. L., Do Brokerage Analysts' Recommendations have Investment Value?[J]. Journal of Finance, 1996, (15): 137-167.

[18] 蔡庆丰, 尹皎. 金融机构利益冲突问题研究评述[J]. 经济学动态, 2009, (08): 140-145.

[19] 曹胜, 朱红军. 王婆贩瓜: 券商自营业务与分析乐观性[J]. 管理世界, 2011, (07): 20-30.

[20] 樊刚, 王小鲁, 朱恒鹏. 中国市场化指数: 各地区市场化相对进程2011年报告[R]. 2011.

[21] 方军雄, 洪剑峭. 上市公司信息披露质量与证券分析师盈利预测[J]. 证券市场导报, 2007, (03): 25-30.

[22] 冯体一, 杨大楷, 沈秋实. 分析师预测及评级的影响因素研究——基于券商利益和信息优势的视角[J]. 投资研究, 2013, (12): 136-151.

[23] 管总平, 黄文锋, 钟子英. 承销商关系与机构持股压力对分析师盈利预测的影响[J]. 证券市场导报, 2013, (10): 38-46.

[24] 洪剑峭, 张新. 基金净值排名对证券分析师荐股行为的影响[R]. 2011年中国会计学年会.

[25] 黄宇虹. 证券分析师预测与价格发现[J]. 投资研究, 2013, (02): 40-60.

[26] 魏伟, 国世平. 中国股市风险预警指标体系分析[J]. 深圳大学学报(人文社会科学版), 2017, (02): 109-116.

[27] 刘彦来, 李文兴, 刘莎. 利益冲突机制、上市公司业绩预告与证券分析师预测修正行为[J]. 证券市场导报, 2015, (02): 24-31.

[28] 潘越, 戴亦一, 刘思超. 我国承销商利用分析师报告托市了吗? [J]. 经济研究, 2011, (03): 131-144.

[29] 彭韶兵, 王昱升, 高洁. 稳健的证券分析师的市场反应及其行为动机[J]. 投资研究, 2014, (02): 104-119.

[30] 许年行, 江轩宇, 伊志宏, 徐信忠. 分析师利益冲突、乐观偏差与股价崩盘风险[J]. 经济研究, 2012, (07): 127-140.

[31] 张然, 王会娟, 张路. 本地优势、信息披露质量和分析师预测准确性[J]. 中国会计评论, 2012, (02): 127-138.

结语

我国目前所践行的PPP资产证券化，与整体业务证券化中的整体转让模式较为类似。整体业务证券化最开始的模式为浮动担保模式，为了与担保融资相区别，借助英国破产法特有的破产接管制度，实现了结构化融资。而在无此制度的国家(诸如美国)，该融资方式演变为营业转让模式，却依然受到了破产风险的挑战。究其原因，就是因为收益权从性质上来看属于可预测但尚未实现的将来债权，其虽然具有可转让性，但在转让的过程中无法满足真实出售及破产隔离的要求。因此，在美国的整体业务证券化营业转让模式中，依然保留了后备

管理人的制度设计。而在我国，就在2017年6月7日刚颁发的《财政部、中国人民银行、中国证监会关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》(财金[2017]55号)却在“切实做好风险隔离安排”处提及：“不得通过资产证券化改变控股股东对PPP项目公司的实际控制权和项目运营责任”，从而杜绝了后备管理人在特定情形下接管PPP营业业务的可能性。如果没有接管制度，所谓的PPP证券化与担保融资无异，PPP资产支持证券的信用只是通过外部手段进行增信而已，无法通过交易结构的安排而使得证券的信用高于公司的整体信用，这无疑违背了该融资方式进行结构化融资的初衷。 ■

注释

1. 参见《全国PPP综合信息平台项目库第五期季报》，载财政部官网http://jrs.mof.gov.cn/ppp/dcyjppp/201703/t20170327_2566491.html，2017年6月8日访问。

2. 如2016年底发改委联合证监会发布的《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作(PPP)项目资产证券化相关工作的通知》(发改投资[2016]2698号)，以及2017年6月7日财政部联合央行、证监会颁发的《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》(财金[2017]55号)。

3. 资产证券化中完整的破产隔离要求应包含两个方面——防止特殊目的载体本身破产以及资产证券化所获取的现金流不会受到原始权益人破产事件的影响，本文对于“破产隔离”的理解仅限于后者。

4. 最高院第53号指导性案例于“裁判理由”部分提出，污水处

理项目收益权虽系将来金钱债权，但其行使期间及收益金额均可确定，其属于确定的财产权利。

5. 依据央行发布的《应收账款质押登记办法》，应收账款是指权利人因提供一定的货物、服务或设施而获得的要求义务人付款的权利，包括现有的和未来的金钱债权及其产生的收益，可见当前“应收账款”的内涵已包括了将来债权；而从外延来看，该办法应收账款所包括的权利，其中既有“销售产生的债权，包括销售货物，供应水、电、气、暖，知识产权的许可使用等”，亦有“公路、桥梁、隧道、渡口等不动产收费权”，可见PPP项目收益权业已被囊括在内。

6. 参见《全业务证券化(WBS)交易结构分析》，载中国贸易金融网<http://www.sinotf.com/GB/News/1001/2016-12-30/0NMDAwMDIxNzI0Ng.html>，2017年6月19日访问。

参考文献：

- [1] Calabresi G, Melamed A D. Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral[J]. Harvard Law Review, 1972, 85(6): 19-33.
- [2] Hill C A. Whole Business Securitization in Emerging Markets[J]. Ssrn Electronic Journal, 2003, 12(2): 521-532.
- [3] AnantRamgarhia, Miray Muminoglu, Oleg Pankratov. 结构金融产品系列讲座(摘登)——整体业务证券化(一)[J]. 王松奇, 高广春, 史文胜(译). 银行家, 2008, (06): 114.
- [4] 董京波. 资产证券化中的将来债权转让制度研究[J]. 中国政法大学学报, 2009, (02): 123-126.
- [5] 弗兰克·J·法博奇, 维诺德·科塞瑞. 资产证券化导论[M]. 宋光辉, 刘璟, 朱开屿, 译. 北京: 机械工业出版社, 2014, (04), 155.
- [6] 弗兰克·J·法博奇, 莫德·休亨瑞. 欧洲结构金融产品手册[M]. 王松奇, 高广春, 史文胜(译). 北京: 中国金融出版社, 2006, 286-287, 317.
- [7] 付大学. PPP特许经营权: 一种混合财产权及其保护规则[J]. 法学论坛, 2016, (06): 105.
- [8] 何翔舟. 政府成本理论研究[M]. 北京: 科学出版社, 2012: 100.
- [9] 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[J]. 华北金融, 2013, (08): 16.
- [10] 黄立. 民法债编总论[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 2002: 616-617.
- [11] 李力. 美国全业务证券化模式分析及启示[J]. 债券, 2013, (08): 23-24.
- [12] 梁慧星. 物权法草案的若干问题[J]. 中国法学, 2007, (01):

16-17.

[13] 孟勤国, 刘俊红. 论资产收益权的法律性质与风险防范[J]. 河北学刊, 2014, (04): 126-130.

[14] 斯蒂文·L. 西瓦兹. 结构金融: 资产证券化原理指南[M]. 李传全, 龚磊, 杨明秋, 译. 北京: 清华大学出版社, 2003: 52-55.

[15] 宋刚. 论收益权能的用益物权化[J]. 法商研究, 2013, (06): 10-17.

[16] 王利明. 收费权质押的若干问题探讨[J]. 法学杂志, 2007, (02): 41.

[17] 王远胜. 突破PPP融资瓶颈: 项目整体营业证券化试探[J]. 证券市场导报, 2016, (05): 7.

[18] 吴国基. 不动产收益权难当资产证券化基础资产[N]. 上海证券报, 2015-6-9.

[19] 熊进光, 巫文勇. 金融资产证券化法律制度研究[M]. 南昌: 江西人民出版社, 2006: 10.

[20] 徐昕, 黄海波, 郭翔. “基础资产”界定中的法律问题及其解决[J]. 中南大学学报(人文社会科学版), 2008, (05): 676.

[21] 杨明刚. 合同转让论[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2006: 37.

[22] 杨泰. 张勇: 促进PPP模式健康持续发展[N]. 中国经济导报, 2017-3-8.

[23] 张晓凌. 美国资产证券化法律问题研究[M]. 北京: 中国商务出版社, 2015: 194.

[24] 赵福军, 汪海. 中国PPP理论与实践研究[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2015: 176-192.