

# 君合专题研究报告



2017年5月22日

## 法律视角下的 PPP 项目资产证券化

自 2016 年 12 月 21 日国家发改委和证监会联合发布《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》以来，PPP 项目资产证券化的实践迅速落地，给资本市场和基础设施投资市场均带来了更多活力和创新。PPP 项目资产证券化可以在 PPP 项目与资本市场之间架起一座桥梁，对于盘活存量资产，拓宽二次融资渠道均有助益，并有望凸显绩效考核、全生命周期管理等 PPP 项目应有之意。本文从法律角度阐述了 PPP 项目资产证券化的可行性、风险及应对，并对 PPP 项目资产证券化的实践和发展提出若干建议。

### 一、PPP 项目资产证券化相关法律法规

以下对 PPP 项目资产证券化已经出台的法律法规进行简要梳理：

#### （一）中共中央、国务院

##### 1、《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》

2014 年 11 月 26 日，国务院发布《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，下称“**国发 60 号文**”），提出“支持重点领域建设项目开展股权和债权融资。大力发展债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等融资工具，延长投资期限，引导社保资

金、保险资金等用于收益稳定、回收期长的基础设施和基础产业项目。”

##### 2、《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》

2016 年 7 月 5 日，中共中央、国务院发布《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》（下称“**中发 18 号文**”），提出要“大力发展直接融资。依托多层次资本市场体系，拓宽投资项目融资渠道，支持有真实经济活动支撑的资产证券化，盘活存量资产，优化金融资源配置，更好地服务投资兴业。”

#### （二）国家发改委、证监会

##### 1、《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》

2016 年 12 月 21 日，国家发改委和证监会联合发布《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，下称“**2698 号文**”）。其发文依据为中发 18 号文和国发 60 号文，发文目的在于创新 PPP 项目融资方式，适用范围则为传统基础设施领域。根据 2698 号文，资产证券化制度对接的主要是 PPP 项目存量资产，这为盘活存量资产、打通 PPP 项目融资渠道提供了很好的政策导向。2698 号文也对可进行资产证券化的 PPP 项目的范

围和条件进行了规定。明确了三大保障机制（风险监测、违约处置和市场化增信）的建设。

对于完善 PPP 项目的融资方式、激发市场主体的积极性，2698 号文无异于一剂强心针。但从实务角度来看，PPP 项目的资产证券化还有若干技术性问题（例如基础资产的界定、风险隔离、增信和出表等）需要解决，相关配套政策法规也有待跟进。

## 2、《证监会关于 PPP 资产证券化实施建议的答复》 （对十二届全国人大第四次会议第 6127 号建 议的答复（摘要））

证监会提出将与国家发改委加强合作，优先鼓励符合国家发展战略的 PPP 项目开展资产证券化。上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券投资基金业协会将建立专门的业务受理、审核及备案绿色通道，专人专岗负责，提高国家发改委优选的 PPP 项目相关资产证券化产品的审核、挂牌和备案的工作效率。

### （三） 基金业协会和交易所

#### 1、《资产证券化业务基础资产负面清单指引》

在中国证券投资基金业协会发布的《资产支持专项计划备案管理办法》及配套规则中包括了《资产证券化业务基础资产负面清单指引》（下称“《**负面清单**》”），《负面清单》中明确以地方政府直接或间接为债务人的基础资产不符合基础资产的要求，但采取政府与社会资本合作模式中地方政府应支付或承担的财政补贴除外，为 PPP 项目资产证券化预留了操作空间。

#### 2、《中国证券投资基金业协会关于 PPP 项目资产 证券化产品实施专人专岗备案的通知》

2017 年 2 月 17 日，中国证券投资基金业协会发布《中国证券投资基金业协会关于 PPP 项目资产

证券化产品实施专人专岗备案的通知》，通知要求专项计划管理人按照《资产支持专项计划备案管理办法》的要求，通过基金业协会备案管理系统以电子化方式报备 PPP 项目资产证券化产品。针对符合 2698 号文要求的 PPP 项目资产证券化产品，协会指定专人负责，即报即审、提高效率，加快备案速度，优先出具备案确认函。

#### 3、《上海证券交易所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 业务的通知》

2017 年 2 月 17 日，上海证券交易所发布《上海证券交易所关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务的通知》，该通知提及上海证券交易所将成立 PPP 项目资产证券化工作小组，明确专人负责落实，对于符合条件的优质 PPP 项目资产证券化产品建立绿色通道，提升受理、评审和挂牌转让工作效率。项目申报阶段实行即报即审，受理后 5 个工作日内出具反馈意见，管理人提交反馈回复确认后 3 个工作日内召开工作小组会议，明确是否符合挂牌要求。项目挂牌阶段专人专岗负责，提升挂牌手续办理效率。

#### 4、《深圳证券交易所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 业务的通知》

2017 年 2 月 17 日，深圳证券交易所发布《深圳证券交易所关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务的通知》，该通知提及深圳证券交易所将成立 PPP 项目资产证券化工作小组，明确专人落实相应职责，对于符合条件的优质 PPP 项目资产证券化产品，提升受理、评审和挂牌转让工作效率，实行“即报即审、专人专岗负责”。对于申报项目，受理后 5 个交易日内出具反馈意见，管理人提交反馈回复确认后 3 个交

易日内召开挂牌工作小组会议。

#### (四) 其他资产证券化的相关法律规定

与资产证券化相关的其他法律规定见本文附件。

## 二、PPP 项目资产证券化的优势

资产证券化对盘活 PPP 项目存量资产、加快投资人的资金回收、吸引更多社会资本参与 PPP 项目具有重要意义。通过资产证券化，将流动性差但可产生未来现金流的基础资产转让给特殊目的实体（指专项计划），实现基础资产和原始权益人的风险隔离，继而将基础资产现金流拆分为不同信用等级和期限的证券产品（指所发行的资产支持证券），并出售给投资者（指资产支持证券的认购人）。所得资金由特殊目的实体的管理人（指证券公司或者基金子公司）用于支付基础资产的购买费用，此后再用基础资产产生的现金流（指 PPP 项目的收益）支付投资者的投资本息。

对于 PPP 项目的参与方而言，资产证券化安排有以下几个优势：

### 1、有助于盘活 PPP 项目存量资产，吸引更多社会资本参与 PPP 项目

存量 PPP 项目主要是指在 2014 年之前建设的 PPP 项目，多集中在市政基础设施特许经营领域，此类 PPP 项目的特点是实施模式成熟、以产业投资人投资为主，具有可预期的长期、稳定的现金流收入。通过资产证券化，可以吸引资本市场的投资人对 PPP 项目进行投资，增强 PPP 存量项目的流动性，优化 PPP 存量项目的融资结构。

### 2、替换建设期高成本融资，实现部分投资人退出

在 PPP 项目建设阶段，由于项目主要风险尚未得到释放，项目融资成本往往较高，而进入运营期

后，如果项目可稳定运营，并具有稳定的现金流收益，则具有获得更优惠融资的机会。从以往市场上发行的资产证券化产品利率看，其融资成本处于中位，未来推行 PPP 项目的资产证券化，对于建设期融资成本较高的 PPP 项目，可通过资产证券化替换较高成本融资，给投资人带来更大的经济效益。需要注意的是，从目前市场情况来看，ABS 产品的融资成本与期限安排与 PPP 项目（特别是现有存量项目）存在倒挂的情况，已经落地的四支 PPP 资产证券化在一定程度上也并非“纯市场化”行为。

对于 2014 年以来建设的 PPP 项目，财务投资人成为主要的项目投融资方。财务投资人的最大特点是其投资资金期限固定，长期投资存在困难，投资期限一旦到期就寻求退出；同时要求投资收益固定，不愿意承担经营风险。其对 PPP 项目的投资往往通过“明股实债”、“小股大债”等方式进行，同时会要求地方政府或其指定机构（直接或间接）承担回购或者兜底责任，通过资产证券化使得部分财务投资人的项目投资退出得以实现，可有效激发财务投资人对 PPP 项目投资的热情，也降低了地方政府违规回购、兜底的风险。

### 3、有助于提升项目实施规范化

特许经营项目实践自上世纪八十年代开始以来，几十年的发展经验表明，在政府和社会资本合作的全生命周期内，对当事方的“任性”，往往缺乏有效的制约机制。对于大部分 PPP 项目来说，投资人面临的最主要问题，在建设阶段通常是施工程序不合规，存在未批先建、证照不全、土地及项目设施权属不明确等问题；在运营阶段通常是政府付费义务履行不及时或不充分。

但这些问题一旦在资产证券化的程序中逐一检验，将无法逃过资本市场的“放大镜”的检视，投资人对于项目合规性的要求比 PPP 项目合作双方

都要更高。因此,通过PPP项目资产证券化的程序,有望倒逼PPP项目实施过程的规范化,迫使政府和社会资本方都更具有契约精神,促进PPP项目全生命周期的健康发展。

通过PPP项目资产证券化与资本市场的成功对接,在促进PPP项目多元化融资方式的运用、改善PPP项目所在地的投融资环境、增强地方政府信用、降低中长期融资成本等方面,将具有独特的优势和作用。

#### 4、PPP项目实施模式创新的示范效应

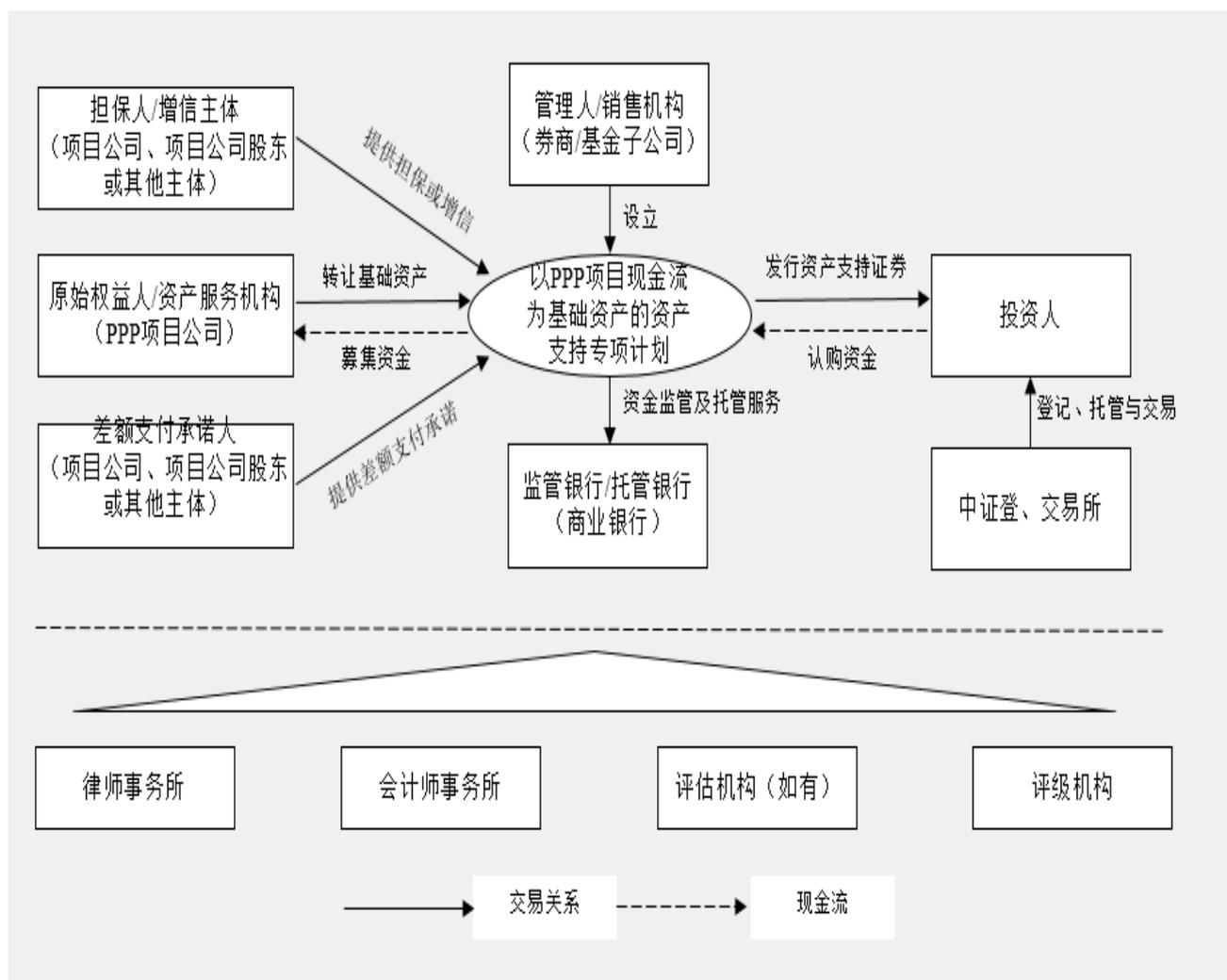
随着主管部门规范性文件的出台和相关项目落地,目前市场参与方对PPP项目的理解越来越深

入,相对的,PPP项目实施过程中存在的法律冲突及合规风险也日益凸显,市场呼吁PPP项目操作模式的创新。从本轮PPP项目兴起的经验来看,创新对于PPP项目的发展是至关重要的。一个创新模式如果经得起市场的检验,将会迅速得到复制和提炼,并促使主管部门厘清思路,进而推动PPP相关立法进程。

### 三、PPP项目资产证券化的操作模式

#### (一) PPP项目资产证券化结构图

PPP项目资产证券化的基本结构如下图:



## （二）PPP 项目资产证券化的前提条件

根据 2698 号文，开展资产证券化的 PPP 项目应符合以下特定条件：

### 1、程序合规

程序合规可分为两方面，一是开展 PPP 项目的程序合规，二是项目审批手续合规。目前 PPP 项目实施程序的合规性已经得到各方的高度重视（主要见财政部发布的《政府和社会资本合作模式操作指南（试行）》和国家发改委发布的《传统基础设施领域实施政府和社会资本合作项目工作导则》）。但对于 PPP 项目审批手续的合规性，很多投资人，包括金融机构都并不重视，在开工条件、土地权属、设施权属、政府付费纳入预算等方面，大量的 PPP 项目都存在合规瑕疵。如果不进行资产证券化，此类 PPP 项目在双方不出现重大争议的情况下也可能做得下去，但如果希望进行资产证券化，则需要充分梳理和消除此类合规性问题，并为之耗费相当的资源 and 成本。因此，在 PPP 项目开展之初就将合规性给予重视，应当成为 PPP 项目各方的优先选项。

### 2、工程质量符合规定

PPP 项目多为基础设施建设项目，因此在建设完成后，各项工程均应依法履行竣工验收手续，并符合 PPP 项目合同中约定的质量标准。

由于 PPP 项目的运营期较长，且运营情况直接关系到 PPP 项目的现金流和收益。因此工程质量的考核除应符合目前通用的建设工程质量标准外，可结合 PPP 项目实际情况，从项目长期稳定运营的角度出发，设置相关的工程考核标准，以保障项目公司在运营期的正常运营。

### 3、回报机制

开展资产证券化的时间应在进入运营期 2 年以后（拟通过报价系统发行的情形不受此限），且项

目可产生持续、稳定的现金流。对于 2014 年以后实施的 PPP 项目，绝大多数运营期还不满 2 年，因此目前符合 2698 号文的多为存量项目。但考虑到资产证券化的程序较为复杂，可在运营期尚未满两年时即启动相关工作。

对于项目现金流的来源，2698 号文并未明确限定。因此，无论是政府付费项目、使用者付费项目、或者是政府付费+可行性缺口补贴的项目，均可实施资产证券化。《负面清单》对“政府与社会资本合作模式中地方政府应支付或承担的财政补贴”开出绿灯，也说明政府付费是可以作为基础资产来源的。

### 4、当事方资质

对于作为原始权益人的项目公司而言，应符合《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》及 2698 号文对其资质的相关要求，重点把握内控制度、企业信用、经营能力、是否存在违约行为等方面。

## （三）PPP 项目资产证券化常见法律问题

和成熟的企业资产证券化产品相比，PPP 项目资产证券化具有很多新特点，具体实操层面，需要结合 PPP 项目的特点对基础资产、原始权益人资质、增信措施等进行尽职调查和法律分析，交易所和报价系统也往往会就此提出问题，需要提前做好准备，根据笔者以往的项目经验，如下法律问题需要引起关注：

### 1、实施机构同意

在 2014 年之前的 PPP 项目多是特许经营项目，当时的项目参与方并没有资产证券化的预设安排，因此在标准的《特许经营协议》及其附属文件（如项目公司股东协议及章程）中，通常会对项目公司的融资安排及合同权利转让作出如下限制：（1）未经政府方同意，不得转让其在《特许经营协议》项

下的任何权利、义务；(2) 未经政府方同意，不得抵押项目设施或者质押其在《特许经营协议》项下的收益权。

在 PPP 项目资产证券化的结构设计中，项目公司将其项目收益权转让给专项计划，应视为是部分合同权利的转让，需要取得政府方的确认。此外，由于项目收益权发生转让，原有的收费权质押（如有）需要进行变更，也需要完成相关备案手续。因此，政府方对资产证券化安排的确认一般是 PPP 项目资产证券化必不可少的批复文件之一。

对于目前新建的 PPP 项目，完全可以在实施方案准备及招标/采购阶段对资产证券化安排预留接口，具体见本文第四部分的内容。

## 2、政府支付责任

PPP 项目中作为基础资产的现金流如果有部分或全部来源于政府付费，则需要确保该付费已经合法纳入地方预算。就此问题，可从两个方面判断，第一，在 PPP 项目准备阶段，政府付费义务应已经通过物有所值评价和财政承受能力论证；第二，PPP 项目合同签署后，其项下的政府跨年度财政支出责任经本级人民政府批准纳入中期财政规划，当年度支付责任纳入本级地方政府预算并经本级人大批准。

但由于 PPP 项目周期较长，而地方政府的预算审批是按年度进行，因此在基于 PPP 项目设立的专项计划发行时，实际并没有任何手段可以确保政府付费在专项计划的存续期内均可以得到足额偿付。因此，基础资产现金流的稳定仍然具有不确定性。

## 3、项目资产所有权

绝大多数基础设施类的 PPP 项目均采用 BOT 的方式，项目公司负责项目设施的建设，但在运营期内实际并不拥有项目设施的所有权，即使是在运营期内拥有项目设施的所有权，合作期满之后，项

目设施也要移交给政府方。就此特性，PPP 项目的会计处理上，对于建造合同收入应当按照收取或应收对价的公允价值计量，在确认收入的同时，应分别认定为金融资产或无形资产，而不认定为固定资产。

如果项目公司并没有项目资产所有权，其是否有权利运营项目设施并取得收益，是交易所或者增信方经常提出的问题。在 PPP 项目中，如果实施程序合规，PPP 项目合同约定明确（特别是关于经营权和收益权的约定），是可以实现项目设施所有权、经营权、收益权的分离。即使是在项目公司不拥有项目设施权属的情况下，仍然可将收益权作为基础资产。

## 4、真伪 PPP 项目

为保证基础资产的现金流持续、稳定，PPP 项目本身的合规性应不存在硬伤。但实践中存在一些“伪 PPP 项目”，例如名为政府购买服务实际为购买工程、以土地开发收益与 PPP 项目收益进行捆绑、纯 BT 项目并无实质运营、或者政府/平台公司兜底的明股实债项目等，此类项目如拟进行资产证券化，由于项目本身合规性存在问题，将会导致基础资产的合规性及相关现金流的稳定性存在隐患。

## 5、复合型 PPP 项目的基础资产界定

随着本轮 PPP 模式理论和实践经验的不断发展，复合型 PPP 项目越来越多。复合型项目可分为两种，一种是同性质的子项目打捆，例如多个污水处理厂、多条地下管廊；一种是不同性质的子项目打捆，这类型的项目实际是一个项目包，包含了不同种类子项目，有些是使用者付费，有些是政府付费，例如基础设施建设+产业导入的园区开发项目。

根据《负面清单》的要求，“法律界定及业务形态属于不同类型且缺乏相关性的资产组合，如基础资产中包含企业应收账款、高速公路收费权等两

种或两种以上不同类型资产”不宜作为基础资产。

对于第一种复合型项目（即同类子项目打捆），将多个子项目的现金流收益作为基础资产应不违反《负面清单》，市场上也有较多尝试。但对于第二种复合型项目（即非同类子项目打捆），则需要考虑《负面清单》的要求，根据实际情况具体分析。笔者认为，对于此类型项目，不建议采取一律否定的标准，可从项目性质和收费来源入手进行分析，对于性质相近且收费来源相同的子项目群，即使是项目类别有差异，也可考虑整体作为基础资产。

#### 6、 增信措施之政府付费承诺

在 PPP 项目发展过程中，很多参与方对政府方承诺存在“偏爱”，将拿到主管部门或者财政部门的付费承诺作为项目审核标准，但此类承诺函/安慰函却并不具有法律约束力，也无法得到执行，更不具有增信的效果。如果过分强调政府方付费承诺，只能是迫使地方政府有法不依，违法出函，对于 PPP 项目未来的顺利发展也并无好处。

同理，为 PPP 项目资产证券化增信的目的，可能需要第三方主体提供担保或隐性担保。如果提供担保的主体为地方政府及其所属部门、事业单位、社会团体、与地方政府融资职能尚未脱钩的融资平台公司等，将不符合财政部关于控制地方政府债的相关规定，存在合规问题。

#### 7、 增信措施之应收账款质押

在 PPP 项目融资过程中，收益权质押在目前《物权法》、《担保法》体系下并未得到明确，以往多为各地方的实操经验（例如高速公路收费收益权质押需要到交通行政主管部门进行备案，污水处理费收益权质押需要到建设行政主管部门进行备案）。在 2015 年最高法院的判例出台后，通过法院判例的形式承认了特许经营权收益权可进行应收账款质押。

在 PPP 项目资产证券化结构设计中，有些参与

方（非专项计划管理人）出于对基础资产风险控制的诉求，希望将 PPP 项目收益权质押给该方，这在法律关系上存在障碍。因为作为基础资产的 PPP 项目收益权已经转让给专项计划，项目公司已经不是该收益权的所有权人，无权再对收益权进行任何处置。如果做该等质押安排，基础资产的合法性、权属确定性上都存在问题。

可考虑的一点是，由于项目公司转让的只是一定期限内的收益权，在期限届满后，项目公司仍然是该收益权的合法所有人，届时可以再考虑设置质押。

#### 8、 增信措施之担保（追偿权）

资产证券化安排中外部担保往往是投资人较为认可的增信手段。担保公司需要对原始权益人或其母公司的差额支付/回售和赎回承诺等义务承担担保责任。对此，应明确担保公司承担担保责任之后，其可向原始权益人或其母公司（被担保方）追偿，但却不能直接向 PPP 项目合同的政府方或者实际使用者追偿，因为在担保方和付费主体之间没有直接的法律关系，其追偿权仅限于被担保方层面。

### （四）PPP 项目资产证券化的风险和应对

基于 PPP 项目的特点，在进行资产证券化产品设计时，以下风险建议重点关注：

#### 1、 运营风险

目前绝大部分 2014 年之后实施的 PPP 项目还处于建设期，为了加速项目的落地，部分项目在招标/采购阶段并不重视运营绩效，存在施工利润和项目收益互补的问题，由于施工企业可以取得施工利润，因此对项目运营往往并不关注。这将导致部分 PPP 项目的运营期基本没有收益或者是负收益，或者项目公司可能严重亏损而项目公司施工方股东由于取得施工利润已经实现了投资回报，进而不再关注项目运营。而 PPP 项目资产证券化的基础资产

现金回收基本在运营期，与项目运营情况直接相关，与项目公司的经营情况也直接相关。因此考虑资产证券化的 PPP 项目，更应关注项目全周期的运营情况和经营能力，避免重建设、轻运营。

为了对项目的运营水平进行评估，管理人和投资人除了依靠现金流预测之外，还建议对项目公司的运营管理水平、当地市场情况、PPP 项目合同（运营绩效相关内容）进行考察。通常资产证券化的结构安排中会要求项目公司（作为原始权益人）或其股东与管理人签署《资产服务协议》，要求项目公司对基础资产的现金流回收提供技术服务，此种安排一定程度上可以规避（但不能完全消除）PPP 项目的运营风险。

## 2、政府付费风险

在依靠地方政府付费实现收益的 PPP 项目中，地方财政能力、地方政府信用等对资产支持证券的流动性、投资人的信心等非常重要。因此，在实施 PPP 项目过程中，政府方是否诚信履约、依法将政府付费义务纳入中期财政规划及当年度人大预算并按期支付等应是在做产品设计时重点考虑的问题。

为了规避此风险，管理人可以关注 PPP 项目前期的财政承受能力论证环节。根据财政部的要求，地方每一年度全部 PPP 项目占一般公共预算支出比例应当不超过 10%，这是财承论证的核心环节。但实际情况是很多地区已经突破了这个“红线”，对于负债率已经很高的地区，如果在项目财承论证环节避重就轻（例如仅论证一个项目的财政支出责任而不是论证地区整体项目的支出责任），即使是依法走完程序的 PPP 项目，其地方支付能力也是堪忧的。除此之外，在某些项目中，政府支出责任分散在市、县两级政府，需要对每个付费主体的能力都进行评估。

## 3、协议风险

PPP 项目合同（或特许经营协议）是 PPP 项目的核心文件。在协议中会对项目的边界条件、运作模式、各方权利义务进行详细的约定。PPP 项目合同比较专业和复杂，但管理人、投资人的关注程度却不足。PPP 项目合同和资产证券化方案是有密切联系的，例如付费条款，可考察项目的预期收益情况；违约条款，可考察项目公司的违约风险；融资条款，可考察项目融资结构和资产证券化的衔接；提前终止、不可抗力、法律变更条款，可考察在极端情况下基础资产的质量。如果能够对 PPP 项目的边界条件有清晰的认识，对产品结构设计、销售等环节将有所帮助。例如发生 PPP 项目合同项下的提前终止（包括违约、不可抗力、法律变更、征收征用等情形下的终止），可考虑政府方所支付的提前终止补偿款是否可应管理人的要求全部或部分优先偿付资产支持证券投资人的投资本息，提前终止补偿金额的计算也应对相关投资本息予以考虑。

特别需要提示的是，由于 PPP 项目大多是基础设施或者公共服务类项目，公共利益保护也是此类项目的核心理念之一。在设计资产证券化结构的时候，建议详细斟酌 PPP 项目合同的相关内容（例如政府方介入、因公共利益导致的变更、征收、调价等），力求实现项目公司、政府方和社会公众的多赢。

总而言之，PPP 项目周期较长，协议复杂，在设计产品结构时应认真考察 PPP 项目协议，即避免对公共服务的持续供给造成不利影响，也应尽可能在 PPP 项目自身层面争取更多的利益点。

## 四、PPP 项目资产证券化的预设安排

### （一）预设安排的建议

1、《实施方案》、《招标/采购文件》及 PPP 项目合同预设

(1) 建议明确规定 PPP 项目进入运营期后允许项目公司自行决策通过实施资产证券化进行二次融资，并允许项目公司作为原始权益人将其在 PPP 项目中可获得的收益权转让给专项计划。

通过此约定，可以确保在启动资产证券化安排时，政府方给予充分的配合，避免届时由于无法取得政府方确认导致项目进度迟延。

(2) 建议明确在进行资产证券化过程中，允许项目公司与融资方进行协商后进行融资替换。相应的，项目融资文件也应为此预留相关接口。

如果 PPP 项目拟进行资产证券化，其原有融资对基础资产的影响（例如收益权质押）需要消除。另外届时项目公司作为原始权益人和资产服务机构，通常仅保留日常运营所需资金，其余收益均用于偿付专项计划投资人的本息，因此，在做资产证券化时，有必要将项目公司现有融资全部清偿，这可能需要拆借过桥资金完成。

## 2、项目回报机制

应考虑基础资产的规模、存续期限与资产支持证券的规模、存续期限相匹配，并考虑资产证券化的产品收益周期和项目公司现金流回收周期相吻合。国内资产证券化产品的期限绝大部分不长，而 PPP 项目的运营周期一般为 10-30 年，这可能会产生 PPP 项目收益与资产证券化投资人收益偿付的错配，这个问题当然可以通过增信措施予以解决，但考虑到 PPP 项目资产证券化还是应关注项目本身质量，建议管理人在设计产品方案时对项目本身的运营情况给予充分关注。

## 3、PPP 项目财务投资人退出

由于 PPP 项目中大量财务投资人均有中短期退出的诉求，因此可在 PPP 项目融资文件中对资产证券化的方案进行预留，明确通过资产证券化方式可对财务投资人已发放融资进行替换。更成熟的操作

是，在财务投资人进行 PPP 项目投资时，就请具有资产证券化经验的机构对 PPP 项目文件、项目条件进行梳理，对未来 PPP 项目资产证券化的可行性、市场发行情况进行预测。对于资本市场青睐的 PPP 项目类型，通过资产证券化安排可以更直接、迅速的满足财务投资人的退出诉求，将有利于降低 PPP 项目前期的融资成本。

## 4、对实施机构的要求

实施机构应对 PPP 项目资产证券化提供多方面的支持，包括出具确认函、在资产证券化涉及的融资方式变更（解押）、付费方式变更（例如资金归集所导致的付款账户变更）等方面给予支持，因此实施机构对 PPP 项目资产证券化的认识程度决定了后期专项计划设立的难易程度。

对于实施机构而言，资产证券化的前提条件是不能变更 PPP 项目的核心条件，不能影响项目公司对 PPP 项目合同义务的履行，否则实施机构将有充分的理由拒绝资产证券化方案。尽管目前没有任何法律法规规定 PPP 项目资产证券化的方案需要由实施机构事先审批，但其结构设计、增信措施、现金流测算与归集等安排和 PPP 项目的稳定运营有直接关系，应给予实施机构基本的知情权和建议权。因此实施机构和项目公司之间应建立友好、灵活的沟通机制，以实现双赢局面。

## (二) PPP 项目资产证券化的未来发展方向

PPP 项目资产证券化短期看着眼于解决 PPP 项目二次融资或投资人退出的问题，但从长期发展来看，PPP 项目资产证券化与 PPP 项目的基本政策目标，例如促进投融资机制改革、改善地方政府的治理模式等高度契合。因此，PPP 项目和资本市场对接以后，对 PPP 领域改革的倒逼机制是可以期待的。这个倒逼效应也会延伸到 PPP 的立法，包括正在进行编写的 PPP 条例，以及条例出台之后的其他规范

性文件等成体系立法工作，都会受到来自于资本市场的压力和监督。最终形成一个长期稳定的政策与法律环境。

尽管目前PPP项目资产证券化还面临定价机制

不透明，投资人依然依赖强增信进行投资的思路，且相关产品的发行也尚未实现真正的“市场定价”和“市场认购”，但PPP项目资产证券化无疑给巨大的基础设施投资领域带来了更多的流动性和创新点，这既是机遇，也是挑战。

孙丕伟 律 师 电话：86 10 8553 7647 邮箱地址：sunpw@junhe.com  
刘世坚 合 伙 人 电话：86 10 8519 1289 邮箱地址：liushj@junhe.com



---

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

附件：部分资产证券化相关法律法规

发文机构	法规名称	发文时间
证监会	《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》	2014年11月19日
证监会	《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》	2014年11月19日
证监会	《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工作指引》	2014年11月19日
上海证券交易所	《上海证券交易所资产证券化业务指引》	2014年11月26日
上海证券交易所	《上海证券交易所资产证券化业务指南》	2015年2月5日，历经数次修订，最新版为2016年10月28日第10次修订版
深圳证券交易所	《深圳证券交易所资产证券化业务指引》	2013年4月22日发布，2014年11月25日修订
基金业协会	《资产支持专项计划备案管理办法》	2014年12月24日
基金业协会	《资产证券化业务基础资产负面清单指引》	2014年12月24日
基金业协会	《资产证券化业务风险控制指引》	2014年12月24日
基金业协会	《资产证券化业务自律规则的起草说明》	2014年12月24日
基金业协会	《资产支持专项计划说明书内容与格式指引（试行）》	2014年12月24日