

## PPP 法律热点问题

### 财金 55 号文对 PPP ABS 的影响简析

近日财政部、中国人民银行和中国证监会联合发布了《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，以下简称“**财金 55 号文**”），对政府和社会资本合作（以下简称“**PPP**”）项目资产证券化的业务类型、条件、工作程序、监管均作了规定，以下就财金 55 号文对 PPP 项目资产证券化业务的影响进行简要评述。

#### 一、PPP 项目进行资产证券化的业务类型

根据财金 55 号文，PPP 项目进行资产证券化可有三种方式。第一种为 PPP 项目公司以其在项目运营阶段的收益权或合同债权作为基础资产发行资产证券化产品；第二种为 PPP 项目公司股东在项目运营期满 2 年后，以其股权作为基础资产发行资产证券化产品；第三种为 PPP 项目运营阶段项目公司的债权人、承包商以其对项目公司持有的收益权或合同债权作为基础资产发行资产证券化产品。

从上述三种模式可看出 PPP 项目资产证券化均应在项目运营期内进行（探索项目公司在项目建设期依托 PPP 合同约定的未来收益权发行资产证券化

产品），基础资产为相关方持有的与 PPP 项目有关的债权或收益权。这三种模式的第一、三种实践中较为常见，但对于第二种模式而言，基础资产为 PPP 项目公司股东持有的股权，这是本轮 PPP 发展提出的新路径。

#### 二、以 PPP 项目公司股东股权进行的资产证券化

1. 对基础资产的要求基础资产应为项目公司股东持有的能够带来现金流的股权，其中控股股东发行规模不得超过股权带来现金流现值的 50%，其他股东发行规模不得超过股权带来现金流现值的 70%。发行时间不早于项目建成运营 2 年后。但财金 55 号文并未对股权现金流估算（如何确定其发行规模）、控股股东、其他股东的认定进行细化，未来将需要评估机构、律师等专业机构提供咨询意见。

#### 2. 限制性规定

财金 55 号文明确规定采用此种方式发行资产证券化产品的，（1）PPP 合同不应对项目公司股东的股权转让、质押等权利作出限制性约定；（2）该等股权应权属独立清晰，没有为其他融资提供质押

或担保，(3) 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，实现变相“退出”，影响公共服务供给的持续性和稳定性。

### 3. PPP 项目面临的调整

1) PPP 项目的项目公司一般由中选社会资本和政府方出资代表合资成立，在 PPP 项目招标/采购阶段，政府方看重的往往是中选社会资本的设计、施工、运营能力，因此部分 PPP 项目对于项目公司股东的股权转让作出了限制性规定，未经政府方允许，中选社会资本不得转让其持有的项目公司股权。对于此类 PPP 项目，如拟以项目公司股东持有的股权进行资产证券化，应预先清理对股权转让的限制性条件。

2) 目前 PPP 项目资产证券化中，往往通过项目公司和资产支持计划的管理人签署《资产服务协议》的方式，要求项目公司在资产支持证券发行期间，继续就 PPP 项目资产的稳定运营提供服务。在 PPP 项目公司股东股权资产证券化过程中，应考虑如何实现控股股东对 PPP 项目公司的实际控制权和项目运营责任不转让，由于股东一般是通过项目公司的股东会、董事会、经营管理层等机构对项目公司施加影响，资产证券化产品可能需要将其持有的与 PPP 项目公司股权相关的对项目公司的管理权再委托给项目公司的原控股股东，且要求项目公司原控股股东承诺其与项目公司之间的重大建设、运营合同不得发生任何变更。但需要考虑与《公司法》和《PPP 合同》之间的冲突，例如其他股东是否同意或配合该等变更或者委托？此外，财金 55 号文强调的是控股股东的控制权和运营责任，而目前 PPP 项目往往是联合体投标，建设、运营、融资等几方均是项目公司股东，届时如何界定“控股股东”，非控股的其他股东（即使承担着项目的运营责任）

如通过资产证券化退出是否需要考虑项目的稳定运营和公共利益等问题，需要未来的项目实践予以考虑。

3) 根据财金 55 号文，拟开展资产证券化的 PPP 项目，项目公司预期产生的现金流应能够覆盖项目的融资利息和股东的投资收益。这对于目前主要以施工利润的方式取得收益的 PPP 项目来说，未来进行资产证券化将存在困难（当然不排除施工方可以其对项目公司的债权发行资产证券化产品）。

### 三、PPP 项目资产证券化的工作程序

根据财金 55 号文，推动 PPP 项目资产证券化以下程序性问题需要关注：

1. “政府方和社会资本方应在 PPP 合同中，通过适当的方式约定相关各方的资产证券化权利和义务”

以往的 PPP 项目（特别是 2014 年以前的 PPP 项目）很少对资产证券化作出明确约定，因此，未来 PPP 项目在《实施方案》、《招标/采购文件》、《PPP 合同》等文件的编制过程中，就需要考虑拟进行的资产证券化途径和模式，并作出明确约定。如果在《PPP 合同》签约后再考虑嵌入资产证券化安排的，需要考虑实施机构的配合意愿，以及发行主管部门的审批尺度。

2. “省级财政部门可会同行业主管部门择优推荐资产证券化项目”

注意推荐部门为省级财政部门（市县级没有此权限）和行业主管部门（层级没有明确，应该包括各级部门），推荐的发起是由 PPP 项目资产证券化发起人（原始权益人）在向发行主管部门提交资产证券化申请前，即财政部门不会主动发起资产证券化项目的推荐。

### 3. 申请文件

“申请材料包括但不限于 PPP 项目实施方案、PPP 合同、物有所值评价报告和财政承受能力论证报告、项目运营年报，以及项目资产证券化方案说明书、交易结构图、法律意见书等。”申请文件中强调了《实施方案》、财政双评文件、《运营年报》，届时财政部门可能会考虑 PPP 项目的运营情况及预测收益，是否满足当初财政双评的论证结果，和《PPP 合同》的约定是否一致等。

### 四、对 PPP 项目资产证券化的关注点

从财金 55 号文中，可看出三部委希望通过 PPP

项目的资产证券化，为 PPP 项目各主体（项目公司、股东、项目公司债权人）的二次融资提供更好的路径，也期待通过资产证券化，推动 PPP 项目的规范实施（包括实施程序的规范化、合同约定和履行的规范化）。此外，财金 55 号文强调了“防范刚性兑付”风险，明确要求“不得将资产证券化产品的偿付责任转嫁给政府或公众”，也体现出财政部一直以来的“控债”思路。目前，因市场利率走高，融资成本和期限倒挂现象较为明显，PPP 项目资产证券化也因此徘徊不前。财金 55 号文显示出的政策导向及其后续的市场跟进情况值得观察。

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”。

