

我国资产证券化市场的破产隔离效果分析

Analysis of bankruptcy isolation effect in China's asset-backed securitization market

高鑫磊

(联合资信评估股份有限公司结构评级四部, 北京 100022, 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层, 15110020284)

摘要: 自我国启动资产证券化以来, 破产隔离一直是各方关注的重点。本文从资产证券化的交易结构出发, 并结合具体的底层资产类型进行分析, 发现目前我国资产证券化市场的破产隔离效果仍存在欠缺。而破产隔离是资产证券化能够实现降低企业融资成本作用的重要原因。本文就如何实现破产隔离给出相关建议, 以期对我国资产证券化市场的高质量发展起到一定的作用。

关键词: 资产证券化; 破产隔离; 融资成本

Abstract: Since the introduction of asset-backed securitization in China, bankruptcy remoteness has been a focus of attention from all parties. This article analyzes the transaction structure of asset-backed securitization with specific underlying asset types, has reached out that bankruptcy remoteness in China's asset-backed securitization market is still insufficient. Bankruptcy remoteness is an important reason for asset-backed securitization to reduce corporate financing costs. This article provides relevant suggestions on how to achieve bankruptcy remoteness in asset-backed securitization, hope can play a certain role in the high-quality development of China's asset securitization market.

Keywords: Asset-backed Securitization, Bankruptcy Remoteness, Financing Cost

作者简介: 姓名, 高鑫磊; 性别, 男; 出生年月, 1985 年 10 月; 学历, 硕士研究生; 工作单位及职称, 联合资信评估股份有限公司结构评级四部技术总监; 研究方向: 资产证券化。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

一、引言

资产证券化的交易结构主要由基础资产的构建及转让、现金流的归集、增信方式和参与机构四部分组成。其中核心部分是基础资产的构建及转让, 其他部分由其衍生而来或受其影响。

基础资产的构建及转让主要通过特殊目的实体¹ (以下简称“SPE”) 完成。根据特殊目的实体的数量, 交易结构分为单个特殊目的实体 (以下简称“S-SPE”)、两个特殊目的实体 (以下简称“D-SPE”) 和三个特殊目的实体 (以下简称“T-SPE”) 的交易结构。

本文将结合具体的底层资产类型, 研究资产证券化各种交易结构的破产隔离效果, 并探讨实现破产隔离的交易结构设置, 以期对我国资产证券化市场的发展起到一定的作用。

二、交易结构分析

破产隔离是资产证券化的核心内容, 需要通过具体的交易结构设置实现。通过分析发现, 我国资产证券化市场的破产隔离效果存在欠缺。

1. 基础资产的构建及转让

¹ 特殊目的实体的英文全称为 Special Purpose Entity, 简称为 SPE。

受底层资产转让行为存在瑕疵和相关资产隔离效果不佳的影响，多数资产证券化项目破产隔离效果存在欠缺。

从可锁定的底层还款来源看，目前国内的资产证券化的资产大致可分为债权类、基础设施类（含公共服务）和商业地产类三类。

对于债权类资产证券化，基础资产的构建及转让过程通常较为简明。通常是金融机构作为发起机构将具备一定分散性的多笔债权资产作为基础资产转让至发行载体²来完成这一过程。但多数债权类资产证券化项目在成立时，原始权益人并未将底层债权的转让通知底层债务人，该转让行为并未完全完成；而是在发生原始权益人信用水平下降等事件时，才通知债务人，这使得专项计划届时面临原始权益人配合意愿低，且债务人不作为甚至逃废债等状况。因此，多数债权类资产证券化项目破产隔离效果存在欠缺。

对于基础设施类资产证券化，基础资产的构建及转让过程呈现多样化。该过程除了资产持有方（含特许经营权持有方）直接作为原始权益人将基础设施类资产运营收益作为基础资产转让至专项计划外，还存在资产持有方以借款人的角色借助信托公司等名义原始权益人获取单笔债权，名义原始权益人再将该单笔债权形成的资金信托受益权作为基础资产转让至专项计划的形式。上述内容中的资金信托计划也是一种 SPE。此外，母公司还可能将基础设施类资产单独剥离出来成立项目公司，将享有的对项目公司的股权和债权直接作为基础资产转让至专项计划，或通过有限合伙企业/契约型基金/信托计划以合伙企业份额/基金份额/信托受益权作为基础资产转让至专项计划来完成这一过程。上述内容中的有限合伙企业/契约型基金/信托计划也是一种 SPE，并且本文将项目公司这种运营仅用于证券化的底层资产及相关资产³的公司视为一种 SPE。对于商业地产类资产证券化，基础资产的构建及转让过程与基础设施类的类似。基础设施类和商业地产类资产证券化的资产服务机构通常为资产持有方。

在实践中，债权类资产证券化主要使用 S-SPE 的交易结构。基础设施类资产证券化主要使用 S-SPE 和 D-SPE 的交易结构，也有使用 T-SPE 的交易结构的情况。商业地产类资产证券化主要使用 S-SPE、D-SPE 和 T-SPE 的交易结构。

我国基础设施类/商业地产类资产证券化，无论交易结构如何变化，其事实上的原始权益人（以下简称“实质原始权益人”）为基础设施类/商业地产类资产的持有方或其母公司，这一现象导致了实际融资人及底层资产的分散性不足。底层现金流受资产持有方及其母公司的影响大，在资产持有方的全部股权未转移至专项计划的情况下，专项计划现金流无法从实质原始权益人的破产风险中隔离出来⁴。此外，即便在资产持有方的全部股权转让至专项计划的情况下，资产持有方的管理层可能仍为其原母公司的员工，资产的运营可能受到原母公司经营决策的影响，且可能发生关联交易等情况，导致专项计划的破产隔离⁵效果不佳。

2. 现金流的归集

多数资产证券化项目存在资金混同、挪用风险。

债权类资产证券化，底层资产现金流一般先流入至原始权益人（通常也为资产服务机构）账户，再流入专项计划账户。基础设施类/商业地产类资产证券化，底层资产现金流一般先

² 发行载体是一种 SPE，本文采用沪深交易所的资产支持专项计划（以下简称“专项计划”）作为发行载体的代表。

³ 相关资产，指基础设施类/商业地产类资产证券化中基础资产或底层资产所依附的土地使用权、建筑物、设施、设备等财产或财产权利。

⁴ 基础设施类资产中的部分 PPP 资产因类似于单一债务人的应收账款债权，其资产证券化存在实现破产隔离的实例。本文对基础设施类资产的结论不适用于实现破产隔离的部分 PPP 资产。

⁵ 破产隔离指资产（包括相关资产）从原始权益人及原资产持有方的破产风险中隔离出来，且交易设置使得 SPE 的破产风险最小化。

流入至资产持有方（通常也为资产服务机构）账户（含收款账户和监管账户），再流入合伙企业/基金/信托账户（如有），最后流入专项计划账户。出于种种原因，绝大多数资产证券化的底层资产现金流难以直接流入专项计划账户。若原始权益人/资产持有方出现信用风险，将影响专项计划资产的安全。此外，底层资产现金流通常先流入资产持有方的收款账户，该账户并未受到专项计划相关方的监控；且即便是约定直接流入受专项计划相关方监控的监管账户，也不能排除资产持有方违反约定使得底层资产现金流流入其他账户。因此，底层资产现金流与资产持有方其他业务资金可能出现混同，并可能被资产持有方或其关联方挪用，且当资产持有方面临司法纠纷时，资金易被司法冻结。若没有有效的措施缓释上述风险，则资产证券化的破产隔离效果不佳。

3. 增信方式

基础设施类资产证券化的内部增信措施效果有限，债权类资产证券化和商业地产类资产证券化的内部增信措施效果较好。此外，债权类资产证券化和商业地产类资产证券化的内部增信措施各有优缺点。

资产证券化常用的内部增信措施⁶为优先/劣后偿付顺序安排、超额抵押和超额质押，实质上是为了形成底层资产对优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）的超额覆盖。

债权类资产证券化，底层债权资产价值对优先级证券本息支出形成超额覆盖。专项计划通过底层债务人的还本付息款可以足额偿还优先级证券的本息。值得注意的是，若在专项计划设立时，底层债权的转让行为并未完全完成，那么在原始权益人信用状况恶化时，底层债权将较难转移至专项计划，这可能会对底层债权资产现金流的实现带来负面影响。

商业地产类资产证券化，商业地产被抵押予专项计划，其运营未来应收款项被质押予专项计划，且商业地产价值对优先级资产支持证券本息支出形成超额覆盖。一般情况下，在专项计划存续期间，商业地产的运营净现金流不能足额偿还优先级证券本息，还需要通过商业地产的再融资或处置款项才能足额偿还优先级证券本息。

基础设施类资产证券化，资产持有方将资产运营产生的未来应收款项质押予专项计划，未来应收款项对优先级证券本息支出形成超额覆盖。但未来应收款项的实现依赖于人工、原材料等的持续投入，资产运营产生的净现金流普遍不能足额覆盖优先级证券本息。此外，资产持有方不一定将相关资产抵押予专项计划，且即便抵押，相关资产的可处置性通常较差。

4. 参与机构

资产证券化各参与机构的职责与能力基本匹配。但在特定原始权益人（发起机构）不能正常履职的情况下，将管理底层资产的职责赋予计划管理人（受托机构）承担，可能给资产支持证券的偿还带来负面影响。

交易所资产证券化市场的参与机构主要为特定原始权益人⁷、资产服务机构、计划管理人、监管银行和托管人。银行间资产证券化市场的参与机构主要为发起机构、贷款服务机构、受托机构、主承销商、监管银行和资金保管机构。从职责看，特定原始权益人类似于发起机构，资产服务机构类似于贷款服务机构，计划管理人类似于受托机构和主承销商，托管人类似于资金保管机构。

特定原始权益人为基础资产的持有方，通常也为底层资产的运营方，专项计划设立后，通常也作为资产服务机构。资产服务机构通常负责底层资产的运营管理，现金流的收取与划

⁶ 除特别说明外，本文不考虑外部增信方式及外部增信机构。

⁷ 便于分析起见，本文此节仅就特定原始权益人展开分析，这并不影响结论。

付。特定原始权益人作为底层资产的原运营方，在专项计划设立后有能力继续运营底层资产，承担资产服务机构的职责。监管银行通常负责监督监管账户的资金划拨；托管人负责保管专项计划资金及资金划转。监管银行和托管人通常由大中型银行担任。大中型银行有能力承担监管银行和托管人的职责。

计划管理人（受托机构）主要负责发行资产支持证券、管理专项计划财产（特定目的信托财产）、信息披露和分配信托利益。计划管理人通常由证券公司或其资产管理子公司担任，受托机构通常由信托公司担任。证券公司或其资产管理子公司、信托公司有能力承担前述职责。此外，若专项计划（特定目的信托）出现违约事件、权利完善事件等情况，债权类资产证券化的计划管理人、受托机构通常还需代表投资者受让底层债权。受相关方配合意愿较弱的影响，底层债权现金流可能难以直接回款至发行载体账户，且底层债权附属的抵质押权利可能难以转移至发行载体名下。同时计划管理人（受托机构）的贷后管理能力弱于特定原始权益人（发起机构）。

对于项目公司股权未转移至发行载体的基础设施类/商业地产类资产证券化，抵质押物通常抵质押予计划管理人（受托机构）名下。一旦出现需要处置抵质押物的情形，若以处置价值最大化为目标，将考验计划管理人（受托机构）的处置能力。

对于项目公司股权转移至发行载体的基础设施类/商业地产类资产证券化，在特定原始权益人（发起机构）信用状况恶化甚至破产，且替代资产服务机制难落地的情况下，因欠缺底层资产运营的专业性，计划管理人、受托机构运营资产、保障资产保值增值的能力可能较弱。

三、政策建议

1. 鼓励及时完成底层资产的买卖行为或将底层资产、相关资产构建成 SPE

对于债权类资产证券化项目，我国应鼓励原始权益人在项目设立时将底层债权的买卖通知债务人，并变更收款账户为监管账户或专项计划账户，真正完成资产的买卖行为。为此，原始权益人在订立借款合同时，要考虑债权的转让情形、转让后贷款后续的服务安排、如何便捷变更还款账户等，减少债务人对债权转让的抵触感，使得债权便于转让。

基础设施类/商业地产类资产证券化，资产持有方可以考虑将经济效益好的资产进行证券化融资。具体而言，资产持有方应先将产生底层现金流所依赖的房地产、设施设备等资产剥离出来成立专门的项目公司，然后通过一系列交易，原始权益人（不一定为资产持有方或其关联方）持有的项目公司的股权和有息债权，最后原始权益人将股权和债权转让至专项计划发行资产支持证券。通过该交易结构，项目公司被构建成 SPE，专项计划持有项目公司的股权和债权，有利于破产隔离的实现。但值得注意的是，使用该结构进行证券化，并不意味着一定实现破产隔离。实践中，商业地产类资产证券化项目，专项计划直接或通过信托计划/契约型私募基金持有 100% 的项目公司股权及有息债权，实现了良好的破产隔离效果。在底层资产原持有方（同时亦作为资产服务机构）信用水平恶化的情况下，计划管理人或基金管理人可以较容易取得项目公司的控制权，处置项目公司股权、债权或商业地产来偿还投资者。而基础设施类资产证券化项目，专项计划通过有限合伙企业持有项目公司股权及有息债权，因无限合伙人通常由项目公司原母公司或其关联方担任，项目公司的运营管理权、决策权主要仍由原母公司控制，专项计划破产隔离效果不佳。

在美国，在不转让项目公司股权的情况下，商业地产类资产证券化通过对项目公司运营资产的专一性、融资限制、与母公司进行一定的隔离等方面进行约定将项目公司构建成 SPE，

并对项目公司的现金流进行“锁箱”管理,实现了底层资产及相关资产与项目公司母公司的破产隔离。我国商业地产类资产证券化可以参照美国模式,将项目公司构建成 SPE,并将项目公司的基本账户设置成监管账户,约定资产运营收入先经过监管账户,预留还本付息额、日常运营支出以及资产保修支出后的资金才能由项目公司母公司支配,以实现底层资产及相关资产与项目公司母公司的破产隔离。

2. 完善替代资产服务机构机制

随着我国资产证券化的发展,资产服务机构信用水平恶化,不能正常履约的情况时有发生,并且后备资产服务机构未得到落实,资产现金流不能正常转付至专项计划账户,进而使得资产支持证券难以得到按时兑付。

为了规避资产服务机构信用水平恶化甚至破产给底层资产现金流带来的负面影响,除了鼓励加强底层资产和交易信息的披露(中国资产证券化论坛,2022年)外,交易条款内容还应包含遴选专业的服务机构作为后备资产服务机构。在原资产服务机构不能履约的情况下,专业的后备资产服务机构的引入,有利于保障底层现金流的划转、违约资产的处理、资产的保值增值。此外,我国应引导后备资产服务机构投资非优先级资产支持证券,使得其利益与投资者利益一致,同时激发其获取超额收益的动力,更好地履行资产服务职责。

2020年4月,我国启动了公募 REITs 试点,截止 2023年2月底,已上市 25只。2023年2月,中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)启动了不动产私募投资基金试点工作,指导基金业协会在私募股权投资基金框架下,新设“不动产私募投资基金”类别。不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房(包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房)、商业经营用房、基础设施项目等。2023年3月,证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化发行相关工作的通知》,拓宽了试点资产类型,将百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目纳入了基础设施范畴。这些政策的实施有利于培育专业的资产服务机构,为替代资产服务机构机制的完善创造条件。

3. 进一步鼓励简化、标准化交易结构

简单、标准化的交易结构,便于投资者识别清楚交易结构风险,同时也可降低发行人的交易成本。

与美国交易驱动型有别,目前我国资产证券化属于资产持有方驱动型。我国信贷资产证券化市场的交易结构设置,一开始便是资产持有方直接将底层资产委托于信托公司发行资产支持证券;交易所资产证券化市场,实质上也是资产持有方间接或直接将底层资产转让至专项计划发行资产支持证券。近年来监管机构鼓励去通道化,在交易所资产证券化市场,资产持有方直接将底层资产转让至专项计划的项目逐渐增加。

为使资产证券化实现破产隔离,激发各参与机构的积极性,我国应进一步鼓励简化、标准化交易结构。对于债权类资产证券化,我国应鼓励交易结构设置直接将底层债务人直接还款至受让方(发行载体)账户。对于基础设施类/商业地产类资产证券化,我国应鼓励资产持有方及其关联方自行将底层资产、相关资产构建成 SPE,再将其持有的 SPE 的权益(股权、债权的结合或债权)直接转让至专项计划。与此结合,在资产持有方不作为外部增信机构的情况下,交易结构须设置资产持有方/资产服务机构持有一定比例的次级资产支持证券,保障后续其运营底层资产的积极性。

未来我国债权的二级转让市场完善后,参照美国模式,可以鼓励发行人从多家资产持有方处购买更具分散性的债权资产打包发行资产支持证券,有利于进一步降低债权融资市场成

本。

4. 提高对违约底层资产的处置效率

本节所称底层资产特指债权类资产证券化中的底层债权以及基础设施类/商业地产类资产证券化中的对被构建成 SPE 的项目公司的债权。

首先，发行人应选择权属明确、转让不受限制或者限制因素可通过交易安排缓释、没有权属负担或通过交易安排可解除权属负担的底层资产（相关资产）进行资产证券化。选择满足前述条件的底层资产（相关资产）进行资产证券化，在底层资产违约的情况下，可以降低其他方主张权益的可能性，便于资产服务机构出于投资者的利益选择是否转让底层资产（相关资产）还是运营管理底层资产（相关资产）。

其次，资产服务机构应发挥其专业优势。资产服务机构（包括后备资产服务机构）应该具有丰富的发放债权的经验或项目公司运营管理经验，同时还应拥有适当的律师团队应对违约底层资产（相关资产）的相关司法纠纷。在底层债权违约时，资产服务机构应发挥其规模化和司法诉讼优势，使得违约底层债权的催收和处置更有效率。项目公司违约意味着原资产服务机构运营能力可能不佳且借款人（非项目公司时）未能履约，后备资产服务机构将取得项目公司控制权，依据其对底层资产（相关资产）运营市场、区域环境等的专业判断，选择运营或择机处置底层资产（相关资产）。

最后，我国司法体系应加强应对发起机构及其他机构延缓诉讼进程手段的措施，提高对违约底层资产的处置效率。

四、结论展望

理论上，通过适当的交易安排，资产证券化可以使优先级证券获得高于融资人/资产持有方的主体信用水平（非 AAA）的信用等级，一定程度上降低融资人/资产持有方的融资成本，但实践中，效果不太理想，主要原因在于我国资产证券化的破产隔离效果存在欠缺。

实现破产隔离的资产证券化产品可以降低资产原持有方及其关联方对底层资产的干预，使底层资产现金流不受资产原持有方及其关联方破产风险的影响⁸而正常的归集至发行载体账户，资产支持证券的信用等级可以实现与资产原持有方及其关联方信用水平的脱钩。同时资产证券化产品实现破产隔离，投资者可以集中于资产风险的评估，简化评估考虑的因素。简化、标准化的交易结构，专业资产服务机构的引入，司法环境的改善，可以让投资者识别清楚交易结构、有便利的途径去处置违约资产，进一步增强投资者的信心。

我国资产证券化市场各参与方仍需通过努力实现产品的破产隔离，发挥资产证券化市场降低融资成本的优势，促进我国资产证券化市场的高质量发展。

参考文献

[1] 中国资产证券化论坛，2022，《加强底层资产和交易信息披露 提高资产证券化全过程透明度》，《债券》2022 年第 11 期，59-63。

⁸ 破产隔离效果的结论是非绝对的，如果遇到破产隔离相关的法律纠纷，最终由法院判断。