实操中企业未来应收款项证券化项目

风险因素及交易结构设置效果探析

李夏梦 牛楠

企业未来应收款项证券化是指发行方以能够产生稳定且可预期的未来现金流作为基础资产。根据证券化项目交易结构设置，基础资产产生的现金流经过一系列归集和账户划转最终流向投资者。目前市场上未来应收款项证券化基础资产呈现多样化，不仅涉及基础设施收费权领域，还包括购房尾款、租金收入（含抵押）等各方面。笔者收集近年来市场上已经出现风险或关注度较高的项目资料，在经过分析和思考后进行了下列总结，期望可以为该类项目未来的发展提供一些经验。后文的分析主要围绕两个方面进行展开：（1）项目参与方风险；（2）交易机制对证券偿付的保障程度。

一、项目参与方风险

实操中，未来应收账款证券化项目的信用水平与核心增信方履约能力密不可分，核心增信方信用水平的波动对债项信用水平的影响常常取决于该增信方在整个交易结构中承担的职能或角色。

通过目前交易所市场已发行项目来看，两类表现值得关注：

1、核心增信方、原始权益人、资产服务机构为关联企业，风险集中。

实操中，因其专业优势和管理能力，资产服务机构一般由借款人、原始权益人、核心增信方或其关联方担任，核心增信方持股或控股借款人、原始权益人、资产服务机构。此类情况下，当核心增信方经营出现困难无法为子公司运营提供支持，借款人、原始权益人为维持自身运营易出现挪用底层资产现金流的情形；或核心增信方利用其控股地位挪用子公司收款账户归集的现金流，缓解自身资金压力，上述情形使得专项计划发生严重资金混同，最终致使专项计划的现金流大幅下降，进而不利于证券到期偿付。除资金混同外，借款人作为其子公司或合联营公司，其日常经营由核心增信方决策，当核心增信方经营状况不佳或对借款人经营活动判断失误，也将使得底层资产现金流大幅下降，对证券信用水平产生直接影响。

2、核心增信方在出任担保/差额支付承诺人等角色的同时，亦是底层现金流重要来源，此情形相较底层资产实现情况与核心增信方关联不大的项目而言，核心增信方资信水平的变化更易引发证券信用风险，使得资产+主体的双重保障弱化为更多的依赖主体信用表现。

如某收费权项目中，原始权益人以其未来收费权作为基础资产转让予专项计划，核心增信方与原始权益人无关联关系，实际为基于真实贸易合

同下的底层现金流重要支付方；专项计划存续期间，核心增信方信用水平恶化，无法及时支付应付款项，导致原始权益人获现现金流减少，加之原始权益人为维持日常运营对资金的挪用，底层资产现金流大幅下降。资产端的信用表现和核心增信方主体信用密切相关。

又如在类 REITs 项目中，私募基金控股标的物业所属项目公司，底层现金流账户设立于项目公司名下，与发行企业主体较好隔离，可避免资金混同风险；但在实操中，部分类 REITs 项目发行企业出任标的物业整租方以此缓和资产端实际出租表现不佳的情形，上述情形下资产端的信用表现也未能与主体信用脱钩。

由上述可看出，未来应收款项证券化项目中，核心增信方的信用水平对专项计划的偿付有极其重要的影响，故在交易机制设置时，可采用下述方式降低影响：①采用底层资产现金流扣除日常运营成本的净现金流作为判断专项计划发行规模的依据，减少资产服务机构为维持自身运营挪用资金导致的专项计划无法到期兑付的风险；②增加底层资产相关的土地、设备等实物抵押条款，相关抵押物价值越高专项计划相关方违约成本高，且易于专项计划存续期间资产追偿;③入池资产选取现金流实现与核心增信主体关联度低的资产。

二、交易机制对证券偿付的保障程度

实操中，若核心增信方信用水平恶化致使专项计划受到影响，设置的交易机制对风险起到缓释作用。专项计划发生风险，一般触发两类交易机制以对风险进行缓释：①**现金流加速回收**，如底层现金流加速归集、借款提前清偿，尽可能减少损失；②**物权处置追偿**，对专项计划直接或间接拥有的物权行使权利，保全专项计划财产。下文将结合存续项目情况，就两类交易机制的实现情况进行探析。

1、现金流回收机制

现存未来应收款项证券化项目中，为防止专项计划存续期间发生资金混同风险，设立前一般设置加速清偿/归集事件措施，用以加强对底层现金流的管控，该类事件主要为加速底层现金流归集频率，减少底层现金流留存于发行企业账户的时间。从实操中看，加速清偿/归集事件约定较为宽松，触发时多为底层现金流已出现严重资金混同情况，相关事件的约定并未能成为资金混同风险的有效缓释措施。以已触发加速清偿事件的项目为例，触发加速清偿事件情形主要条款分为两类：①一定时间内信托贷款未按约定偿还或底层现金流未能及时划转；②借款人、核心增信方等相关方发生重大违法经营行为、偿债能力迅速下降、被宣告破产解散等情形。而实操

中，专项计划存续期间核心增信方有偿还能力及意愿时均可按约定划转现金流，核心增信方出现负面信息初期时，核心增信方仍有较高归集意愿以稳定投资者信心；**当第一次出现底层现金流未及时归集触发加速清偿/归集事件时，核心增信方已违反专项计划的合同约定，其信用水平已恶化，通常情况下核心增信方及相关方对底层现金流的归集意愿不会因归集频率变更而有所改善，底层现金流也不因触发加速清偿事件而有效归集。**

综上所述，目前大多加速清偿/归集事件由于设置的触发条件较为宽松，不能有效缓释极端资金混同风险。若①设置较为严格的触发条款，比如底层实际现金流连续两个归集期低于预测现金流达到一定比例则底层现金流归集频率变为按月归集；②加速清偿/归集事件与标的资产处置、发行人追偿等事项相勾稽等可以更好的保全专项计划财产。

2、物权处置及追偿

存续项目中，常设置底层现金流质押、标的物业抵押等机制为专项计划兑付提供担保，在极端风险出现时，可通过行使物权、司法追偿方式实现证券本息的兑付。

（1）质权行使

现存续项目中，底层现金流以未来应收账款形式质押予信托或计划管理人，底层现金流的所有权仍属于借款人，信托或计划管理人获得质权。未来应收账款质权在一定程度上保障证券兑付，主要体现在两个方面：①**登记制度可对抗善意第三人**，根据人民银行颁布的《登记办法》对应收账款的种类做出的规定，未来应收账款可在人民银行征信中心进行质押登记，上述登记制度具有对外公示效力，后续若借款人处置未来应收账款，拥有质权的信托/专项计划可对抗善意第三人；②**要求次债务人直接划转回收底层现金流**，根据现有司法判例，法院认可已做登记的未来应收账款质权享有的优先受偿权，而质权人可通过司法途径要求底层现金流支付方（即借款人的债务人，以下称“次债务人”）将未来底层现金流直接划付给质权人以实现未来应收账款的处置。

由上述可看出，未来应收账款质权具有优先受偿、现金流回收、抗辩第三人的优点，对证券兑付提供保障。故在交易机制设置时，可引入标的物业实际现金流质押机制，使得**未来应收账款质权的设置穿透关联方整租模式，对标的物业实际运营现金流行使权利**。如前文所述，部分项目发行企业或关联方出任标的物业整租方再对外进行分租，若整租方信用恶化，专项计划直接还款来源受到重大影响且难以对标的物业分租现金流进行回收，证券兑付无法保障。在该情形中，若**引入分租现金流的质押设置，专项计划直接向分租现金流行使质权，回收标的物业终端分租现金流，一定**

程度隔离整租方信用风险，此外，分租现金流质押可以使得专项计划在存续期间更好的观测标的物业实际运营情况。

（2）抵押权行使及物业处置

无抵押物的收费权项目和有抵押物、所有物的 CMBS、类 REITs 有所不同。

收费权项目中，底层资产一般为无实物形态的未来应收账款，仅处置未来应收账款较为困难，但根据目前项目情况看已存在处置实例：某基础设施类收费权项目底层现金流较好，核心增信方出售持有底层现金流的项目公司股权并将收回的价款支付予专项计划，且项目公司无其他大额债务瓜分股权对价款，证券持有人获得受偿。在上例中，**底层资产来源为具有地方垄断性、特许经营特性、关系到当地民生的基础设施类项目，且现金流实现情况较好，故易于相关方通过股权或其他方式进行处置收回价款**；值得注意的是：①部分基础设施类项目中作为产权方的项目公司为国有企业的控股子公司，对外处置子公司股权或基础设施时均需遵循国有资产处置政策法规和当地政府报批流程，处置时间较长且存在不确定性；②涉及到特许经营审批等问题，直接处置基础设施较难，若采用处置项目公司股权的方式，项目公司或存在其他债务分享股权对价款，影响证券持有人全额受偿。

在 CMBS、类 REITs 项目中，专项计划直接或间接持有底层资产的抵押权或所有权，且专项计划一般被设定为第一顺位抵押权人，证券偿付较有保障；**由于处置股权较处置资产面临的税费较少[1]，实操中多采用股权处置方式处置底层资产**。但 CMBS 相较于类 REITs，拥有底层资产的项目公司可能拥有除底层资产外的多个物业，无法通过处置股权方式处置资产，处置时面临较高的税负；同时，在 CMBS 中若项目公司或核心增信方面临破产，作为有抵押权的债权人虽享有优先受偿权，但现行法律中存在模糊地带[2]，实践中破产管理人时常为了防止出现分配错误、履行审慎义务[3]而将抵押权人行使优先受偿权的时间延后，一定程度上造成抵押权人偿付受损；而类 REITs 项目中，根据交易结构设置使得项目公司仅持有底层资产，且无破产清算时受偿金额减损的影响，**处置性上类 REITs 项目优于 CMBS 项**

[1]根据现行税法规定，处置股权需缴纳企业所得税、增值税及附加、印花税；处置资产需缴纳企业所得税、增值税及附加、印花税、土地增值税和契税。

[2]《破产法》第 113 条约定：破产财产在优先清偿破产费用和共益债务后，依次偿还职工债权、破产人欠缴的其他社会保险费用、税款、普通破产债权。担保财产也作为债务人破产财产的一部分，但在此处的破产财产的清偿顺序中没有明确其顺位。而《最高人民法院关于适用<中华人民共和国企业破产法>若干问题的规定（二）》第 3 条第 2 款明确规定：对债务人的特定财产在担保物权消灭或者实现担保物权后的剩余部分，在破产程序中可用以清偿破产费用、共益债务和其他破产债权。

[3]如果将款项优先清偿抵押权人，在破产人无其他财产或其他财产较少的情况下，会造成破产费用无法得到偿付，破产管理人无法开展工作，抵押物无法处置的情形。

目。

三、结论

从上文分析中可看出，企业未来应收款项证券化项目核心增信方信用水平对证券信用影响较大，而当核心增信方信用水平下降影响证券兑付时，专项计划不同的机制设置实现效力不同，现金流实现较好、底层资产权属清晰的项目更易获得受偿，故可通过底层资产净现金流约束专项计划发行规模、扩大底层资产抵质押范围并设置资产处置机制、设置较为严格的相关事件触发条款等方式，降低存续期证券兑付风险。