

浅议资管公司参与 PPP 项目的模式、操作要点、法律风险及防范

作者: 夏亮 / 范强

自去年以来, 政府和社会资本合作模式(即 Public-private-Partnership, 以下简称“PPP”)已经如火如荼地开展起来, 业内普遍认为 PPP 模式将取代地方政府融资平台成为政府融资的新选择。近年来各类资管公司(主要包括信托公司、基金公司子公司及保险资产管理公司等)与地方政府融资平台开展的合作业务(以下简称“政信合作业务”¹)成为各类资管公司的主要业务之一, 在 PPP 模式兴起的今天, 政信合作业务该如何转型? 下文笔者依照现行的法律、法规, 通过分析资管公司参与 PPP 项目的模式、操作要点、风险及应对措施、应注意的法律问题等事宜, 以期对资管公司参与 PPP 项目有所裨益。

PPP 模式概述

PPP 模式最先系在化解地方政府债务风险、重树地方政府融资模式、促进新型城市化发展的背景下由国务院颁布的《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43 号, 以下简称“43 号文”)提出, 43 号文要求剥离地方政府融资平台公司的政府融资功能, 而面对地方政府对基础设施巨大的融资需求, 43 号文进一步提出了“政府与社会资本合作”的模式。此后, 财政部发布的《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》(财金[2014]76 号)和国家发改委发布的《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》(发改投资[2014]2724 号)分别对 PPP 模式的推广向其各自下属各省市财政厅、发改委进行了指导和通知, 后续亦有一系列规范性文件、合同指南等进一步加以规范。

如您需要了解我们的出版物, 请与下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

综合 PPP 法律、法规的规定, PPP 模式的概念由以下几点要素构成: (1) PPP 模式是政府和社会资本就基础设施等具有一定收益的公益性事业的长期合作, 社会资本独自或与政府共同成立项目公司建设和运营合作项目; (2) PPP 模式是以政府授予特许经营权、政府购买服务或股权合作为基础;

浅议资管公司参与 PPP 项目的模式、操作要点、法律风险及防范

(3) PPP 模式下的分工一般是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管；(4) PPP 模式以利益共享和风险分担为特征，社会资本通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报；(5) 社会资本或项目公司可以通过贷款、企业债等市场化方式举借债务，政府不承担偿债责任。

资管公司参与 PPP 项目的模式

目前大多数政信合作业务都是各类资管公司与地方政府融资平台公司合作，并且在常规的担保手段外，资管公司通常会要求地方政府将还款纳入地方财政预算，以确保政信合作业务项目的安全性。43 号文出台后，融资平台公司的政府融资职能被彻底剥离，地方政府举债的形式、规模、程序等被施以严格控制，原有的政信合作业务模式基础已经丧失。对于 43 号文予以推广的 PPP 合作，资管公司需要进一步探索其参与其中的模式。综合 PPP 业务的特点，笔者认为，资管公司主要可以采用以下两种模式参与 PPP 项目：

➤ 作为资金提供方参与项目融资

《关于印发政府和社会资本合作模式操作指南(试行)的通知》(财金[2014]113 号)明确规定，“项目融资由社会资本或项目公司负责。社会资本或项目公司应及时开展融资方案设计、机构接洽、合同签订和融资交割等工作。财政部门(政府和社会资本合作中心)和项目实施机构应做好监督管理工作，防止企业债务向政府转移。”因此，资管公司可以作为资金方以提供项目融资的形式参与 PPP 项目，资管公司的融资对象可以是社会资本或项目公司，可以采取的具体业务模式包括信托贷款、委托贷款、债权计划、附回购承诺的股权转让或增资、收益权转让与回购及有限合伙型基金等式，或采取财产权信托(如以基础设施收益权为信托财产，并由融资对象承诺对现金流收入进行差额补足)、资产证券化²等。资管公司参与项目的运行阶段可以是项目前期准备阶段，也可以是工程建设阶段或后期项目运营等项目存在资金缺口的阶段。

➤ 社会资本直接投资 PPP 项目

除资管公司作为资金提供方，亦可以考虑作为社会资本直接参与 PPP 项目。由于资管公司通常并不具备基础设施设计、建设、运营、维护的能力，在社会资本的层面需要合作方参与，这将与政府方形成三方合作的框架，即社会资本、资管公司(作为社会资本的一方)及政府方。公开信息显示，各类资管公司中已有信托公司作为社会资本的一方向项目公司投资已有已签署协议但尚未实质性落地的实例。2014 年 6 月，五矿国际信托有限公司(以下简称“五矿信托”)与抚顺沈抚新城管委会、中建一局(集团)有限公司签订《沈抚新城政府购买服务合作框架协议》，开展沈抚新城基础设施建设。五矿信托以股权投资形式作为投资方参与项目，政府以特许权协议为基础，由沈抚新城管委会、五矿信托、中建一局共同注资成立项目公司，投资标的为包括河道治理、土地平整、环境绿化等在内的综合性片区建设项目，政府按约定承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，但不对债务承担责任。

浅议资管公司参与 PPP 项目的模式、操作要点、法律风险及防范

资管公司参与 PPP 项目的操作要点

如上所述, PPP 项目具有期限长、还款来源主要依赖于 PPP 项目, 无法依赖政府信用等特征, 资管公司如何保障信托资金、委托资金的安全并实现信托财产、委托财产的增值和收益是首要考虑的问题。笔者认为, 以下几个问题在操作过程中需要着重考虑。

➤ 资管产品的流动性

资管产品参与 PPP 项目的期限较一般投融资项目而言更长, 考虑到基础设施建设较长的建设周期、运营期、回购阶段可能存在的分期回购等情况, 资管产品的投资积极性可能会受到影响。为了解决这一矛盾, 资管公司可以优化对产品的设计, 安排流动性支持提供者以增加流动性。例如进行结构化安排, 对优先级份额设定较短期限, 期限届满时投资者有权选择向流动性支持提供者转让份额实现退出或继续持有份额; 对于次级委托人而言则安排其持有份额至产品到期, 甚至承担流动性支持义务, 同时在项目移交回购后安排其获得超额收益, 符合“高风险、高收益”的投资原则。

➤ 资管产品的退出安排

在资管公司作为社会资本直接投资 PPP 项目的参与模式下, 资管公司自项目伊始就参与其中。与融资类项目通常伴随着股权回购相比, 该等资管产品资金直接参与 PPP 项目并非当然存在股权回购的安排, 政府一般也会对项目公司的股权变更进行限制, 避免不合适的主体被引入到项目的实施过程中。当资管公司作为项目公司股东方参与到 PPP 项目中, 如何实现退出需要在 PPP 项目合同签订时就有所考虑, 例如可以考虑业绩考核等方式。

➤ 增信措施

由于 PPP 模式下资管公司无法在项目融资中依赖政府信用, 因此操作中除了对社会资本或项目公司名下资产设定抵押权外, 还应结合 PPP 项目未来产生现金流的特点要求融资方将其未来的应收账款(城市和农村基础设施项目收益权)等出质担保。这也适应了项目公司轻资产、融资需求难以对接传统信贷侧重土地或房产等抵押担保的特征。

对于资管公司直接投资 PPP 项目的模式而言, 资管产品存续期内期间收益分配和期限届满的资管产品本金兑付的重要性尤甚。除了上述提及的担保措施, 例如股权质押、项目收入的应收账款质押、保证担保以外, 实践操作中可以考虑更多内部增信措施, 比如在基础设施施工建设阶段, 项目无现金流入、不产生收益, 可以考虑超额募集一定规模或由次级受益人补足资金的形式用于支付期间收益。

浅议资管公司参与 PPP 项目的模式、操作要点、法律风险及防范

➤ 财务监督

基础设施项目的建设资金需求量大, 不仅有投资方投入的资本金, 而且有包括资管产品资金在内的多种形式投融资款项不断进入, 保障资管产品资金专项用于项目建设而不为建设方所挪用至关重要。笔者建议, 不论资管公司以何种形式参与 PPP 项目, 均应进行财务监督, 确保专款专用。例如在资金发放和支付上采取设立共管账户、委托银行监管、受托支付的方式, 对项目公司外派财务人员、实行财务共管, 委派董事并在重大事项上享有一票否决权, 以确保资管公司享有知情权并对项目重大事项享有决策权。同时, 亦应当注意不宜过多参与到项目公司的日常经营建设活动, 兼顾项目进展的效率。

应注意的法律问题

➤ 基础设施项目收益权应收账款质押

根据《中华人民共和国担保法》(中华人民共和国主席令第五十号)和《关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》(法释[2000]44 号)的规定, 公路桥梁、公路隧道或者公路渡口等不动产收益权属于依法可以质押的其他权利。《应收账款质押登记办法》(中国人民银行令[2007]第 4 号)第四条的规定, “本办法所称的应收账款包括下列权利:(四)公路、桥梁、隧道、渡口等不动产收费权;”。上述规定将可用于质押的收费权类型局限于公路、桥梁、隧道、渡口等“不动产收益权”范围。但在中国人民银行于 2015 年 1 月 21 日向社会公开征求意见的《应收账款质押登记办法(修订征求意见稿)》中上述表述修改为“城市和农村基础设施项目收益权, 包括公路、桥梁、隧道、渡口等不动产收益权, 水利、电网、环保等项目收益权”, 该修订稿通过后将为 PPP 项目涉及的基础设施项目收益权应收账款质押提供法律依据。

➤ 项目公司的国有成分

由于 PPP 模式中社会资本一般与政府共同成立项目公司, 项目公司具有国有成分, 并且社会资本一方本身亦可能涉及国有成分, 因此, 根据《中华人民共和国企业国有资产法》(中华人民共和国主席令第五号)、《企业国有资产评估管理暂行办法》(国务院国有资产监督管理委员会令第 12 号)等法律、法规的规定, 项目公司的股权变动通常被要求进行资产评估并在产权交易所公开进行, 建议资管公司在设计入股项目公司方案以及后续股权投资的退出方案时将该等法定流程纳入考虑。

风险及应对措施

PPP 项目专业化程度高, 操作过程中会面临大量风险, 成功运作 PPP 项目需要对其风险进行分析, 并提出解决方案。笔者认为, 资管公司参与 PPP 项目建设主要面临的风险及应对措施包括以下几点:

➤ 项目是否如期建成并交工验收合格的风险

浅议资管公司参与 PPP 项目的模式、操作要点、法律风险及防范

资管产品所投项目能否按进度如期建设并交工验收合格，对资管产品安全至关重要。若项目一旦未能按期建成或交工验收，会导致项目运营阶段的相应延后，项目无法如期获得现金流收入，甚至会影响政府回购项目义务的履行。

应对措施：项目能否如期建成以及建设质量是否合格很大程度上取决于项目建设方，项目公司应在招标过程中选择实力强、口碑好的建设公司；对于资管公司来说，除了上述提及的外派财务人员监管及产品结构的优化和内部增级，如果条件允许，可以在法律文本中对项目公司选择的建设方的等级、资质等进行要求，或采取一定方式将建设方纳入资管产品，使建设方与资管产品达到利益上的一致。此外，资管公司还可以考虑要求社会资本一方或保险公司提供完工担保，由其承担承担项目成本超支、工期延误或失败的责任。

➤ 项目运营的风险

基础设施项目进入运营阶段后实际运营情况亦至关重要。若项目运营情况不佳，或者政府补贴资金存在总额上的限制，将对项目如期获得现金流收入产生影响，从而对资管产品预期的增值和收益产生影响。

应对措施：资管公司在向社会资本或项目公司注资之前，应对交易对手和项目本身进行详尽的全方位尽职调查，对项目的运营及未来现金流收入进行财务分析和测算，并且确保 PPP 项目(经营收费不足以覆盖投资成本、需政府补贴部分资金的准经营性项目或者主要依靠政府投入回收投资成本的非经营性项目)中政府的财政补贴等支出，即“政府付费”，已全口径纳入相应政府预算管理。

➤ 担保措施落实的风险

PPP 项目中，资管产品的操作可能涉及房地产抵押、信用保证、股权质押、基础设施收益权应收账款质押等多重风险保障方式，存在保障条件不能落实或落实不及时的风险，尤其对于非上市公司股权质押和基础设施收益权应收账款质押，可能会遇到登记部门不同的执行标准，存在不能办理或登记无法落实的风险。此外，由于用于质押的非上市公司股权或基础设施收益权应收账款流动性较弱，存在质押变现难度较大、变现期限较长以及变现金额不确定等风险。

应对措施：资管公司可以担保措施落实作为放款的先决条件，并且应尽量避免采取单一的担保方式；选择担保标的物时，应从担保物价值优良、容易变现方面予以考虑。

➤ 项目管理的风险

资管公司一般仅以资金方或财务投资者的身份参与 PPP 项目，PPP 项目的建设、管理、运营等并非资管公司所长，在资管公司与项目建设方共同管理的模式下，若项目一旦出现管理不善或管理纠纷，会直接影响资管产品收益的实现。

应对措施：项目合作各方应建立友好的合作关系。资管公司可以考虑参与重大事项的决策，但不宜过多参与到项目公司的日常经营建设活动。

浅议资管公司参与 PPP 项目的模式、操作要点、法律风险及防范

如需进一步信息, 请联系:

上海	
韩 炯 电话: (86 21) 3135 8778 Christophe.Han@llinkslaw.com	秦悦民 电话: (86 21) 3135 8668 Charles.Qin@llinkslaw.com
俞卫锋 电话: (86 21) 3135 8686 David.Yu@llinkslaw.com	吕 红 电话: (86 21) 3135 8776 Sandra.Lu@llinkslaw.com
娄斐弘 电话: (86 21) 3135 8783 Nicholas.Lou@llinkslaw.com	夏 亮 电话: (86 21) 3135 8769 Tomy.Xia@llinkslaw.com
黎 明 电话: (86 21) 3135 8663 Raymond.Li@llinkslaw.com	
北京	
翁晓健 电话: (86 10) 8519 2266 James.Weng@llinkslaw.com	王利民 电话: (86 10) 8519 2266 Leo.Wang@llinkslaw.com

© 通力律师事务所 2015

1. 由于各类资管公司中信托公司与地方政府融资平台开展合作较为广泛, 故本文对各类资管公司与地方政府融资平台开展的合作业务均简称为“政信合作业务”。
2. 在中国证券投资基金业协会于 2014 年 12 月 24 日颁布的《资产证券化业务基础资产负面清单》中, “地方政府按照事先公开的收益约定规则, 在政府与社会资本合作模式(PPP)下应当支付或承担的财政补贴”被排除在负面清单以外, 因此 PPP 项目收益权可以作为证券公司或基金公司子公司开展资产证券化业务的基础资产。

免责声明: 本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。