

浅谈资产证券化在传统 BOT 融资模式中的应用

万孟奇

项目融资主要用于自然资源开发和基础设施建设。这类投资数额大，建设周期长，单靠地方政府的财政投入，很难满足资金需求。上世纪80年代以来，以BOT为代表的新型项目融资方式为解决资金短缺问题提供了一条新的途径，受到越来越多发展中国家的重视，并不断应用于大型工程项目的建设。随着融资环境日益复杂和融资需求迅速增长，传统BOT模式的不足逐渐凸显。如适用范围有限、操作复杂且难度大、商业银行作为发起人与组织方效率低下、投资风险较大等。

针对传统BOT模式的不足，监管机构与金融机构尝试将资产证券化(ABS)的思路引入BOT模式，并获得不错的市场反响。资产证券化融资是以项目资产为基础，以项目未来可以带来的预期收益做保证，通过在资本市场发行债券来募集资金的一种证券化融资方式。原始权益人即项目发起人将项目资产出售给特设机构(SPV)。凭借项目建成后的稳定现金流，将项目收益权转变为流动性高的高级债券，通过在资本市场发行，一次性地为项目融得资金，并依靠未来现金流还本付息。

通过介入资产证券化，BOT模式的融资结构发生根本性变化。新的模式有效解决了传统BOT模式存在的不足。第一，针对BOT适用范围有限，资产证券化模式使得在债券发行期内项目资产所有权归特设机构所有，但项目的运营和决策权依然归原始权益人所有。因此，新的融资模式不用担心关系国计民生的重要项目完全被私人资本或者外

资控制。第二，与传统BOT项目不同，资产证券化融资方式运作相对简单。原始权益人、特殊机构、投资者、承销商主要通过民间的非政府途径，按照市场经济规则运作，不需要政府层层审查。这样既简化了手续，又最大程度减少了佣金，降低了融资成本。第三，同传统BOT模式主要依赖商业银行运转的情况不同，资产证券化服务的主要提供者是券商。券商资本金较小，对风险也较为敏感，风控部门对项目的风险控制并不比银行弱。相对而言，券商的效率更高一些，这主要是由于券商部门相对较小，沟通较为方便，权力相对集中。第四，传统BOT收益权不得转让，而资产证券化项目的投资者是国际市场的债券购买方，投资者数量庞大。同时这种发行的债券可以在二级市场上转让，变现能力增强。这些措施极大地分散了投资风险，对投资者特别是金融机构投资者尤其有吸引力。

作为我国《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》施行之后的第一笔资产证券化项目，隧道股份BOT项目专项资产管理计划的发行获得了广泛的市场好评。上海隧道工程股份有限公司由上海城建(集团)公司以52.61%控股，专门从事软土隧道施工。为承揽上海大连路隧道工程，上海隧道工程股份有限公司成立了全资子公司上海大连路隧道建设发展有限公司，主要经营大连路黄浦江底隧道及其附属设施的建设，注册资本5亿元，由上海隧道工程股份有限公司100%控股。2001年，大连路隧道公司与原上海市市政管理局签

订《专营权合同》，约定公司特许经营权期限为28年，其中建设期3年，享有政府授予大连路隧道公司对大连路越江隧道工程项目的经营权25年。该专项资产管理计划回购方为上海市建交委，负责在项目专营权期满后，支付回购款，收回大连路隧道的运营权；原始权益人为大连路隧道公司，以未来“专营权收入现金流”为基础资产，设立专项资产管理计划，设置有优先级产品与次级产品，优先级产品面向合格投资者，募集额度为4.68亿元，次级产品由原始权益人大连路隧道公司认购；担保人为上海城建集团，提供不超过7000万元的担保资金；资产管理人为上海国泰君安资产管理公司，负责设立与管理该专项计划；托管人为招商银行，负责专项计划资金的托管与监管。券商将资产池打包成为两种产品即优先级资产支持证券、次级资产支持证券，使产品的整体风险达到可控状态。其中优先级资产支持证券在专项计划续存期内可以在上交所固定收益平台进行转让。投资者不必与转让方、计划管理人、托管人签署转让协议，其受让的优先级资产支持证券将直接进入其证券账户。资产专项计划的流动性大大增强，增加了对投资者的吸引。

由此可见，资产证券化弥补了传统BOT模式的诸多不足。由券商主导的专项资产管理计划的介入，有助于拓宽BOT投资领域，使BOT项目从电力、公路等行业逐渐转向给排水、环保、体育卫生、地铁、港口和桥梁等领域。

(作者单位：中国光大银行北京分行)

责任编辑 韩璐